

DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

***GOVERNANCE E MERCATI***  
**STUDI IN ONORE DI**  
**PAOLO MONTALENTI**

*Tomo I*

*a cura di*

**Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana**



**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

# DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO  
PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G. MARASÀ

---

*Sezione Raccolte di Studi – 20/I*



*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI





*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI

*Tomo I*

*a cura di*

Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2022 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO 21 - TEL.: 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-2380-9 (*Tre Tomi indivisibili*)

ISBN/EAN 978-88-921-7333-0 (ebook - pdf)

*Composizione:* Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

## INDICE

<i>Pubblicazioni di Paolo Montalenti</i>	<i>pag.</i> XXIII
<i>Autrici e Autori</i>	XLV
<i>Un lungo cammino</i> di <i>Gastone Cottino</i>	LV
<i>... ma il viaggio prosegue</i> di <i>Stefano A. Cerrato</i>	LIX
<i>Saluti del Dipartimento di Giurisprudenza per il congedo di Paolo Montalenti</i> di <i>Raffaele Caterina, Marco Ricolfi, Eva R. Desana e Mia Callegari</i>	LXIII

### PARTE I

#### IL DIRITTO SOCIETARIO TRA PARADIGMI CLASSICI E NUOVE SFIDE

«Società» in Europa: parole e paradigmi di <i>Carlo Angelici</i>	3
Istituzionalismo, contrattualismo, storia di <i>Marco Ricolfi</i>	46
Sugli strumenti giuridici di controllo del potere economico di <i>Mario Libertini</i>	63
Due concetti di <i>stakeholderism</i> di <i>Francesco Denozza</i>	78

	<i>pag.</i>
La <i>sustainable corporate governance</i> nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. <i>stakeholderism</i> di <i>Eugenio Barcellona</i>	101
Le categorie della moderna cibernetica societaria tra algoritmi e androritmi: “fine” della società e “fini” degli strumenti tecnologici di <i>Niccolò Abriani</i>	142
Intelligenza artificiale e <i>corporate governance</i> nella società quotata di <i>Umberto Tombari</i>	165
La <i>CSR doctrine</i> di fronte ai creditori, <i>stakeholders</i> di prima istanza di <i>Amedeo Bassi</i>	175
Perseguire un diritto societario “sostenibile”: un obiettivo sincero? di <i>Federico M. Mucciarelli</i>	182
Note sulle “regole” dell’impresa “sostenibile”: dall’informazione non finanziaria all’informativa sulla sostenibilità di <i>Matteo Rescigno</i>	194
Sostenibilità ed economicità dell’impresa: prime riflessioni di <i>Elisabetta Loffredo</i>	209
Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.) di <i>Stefano A. Cerrato</i>	227
Orizzonte temporale e <i>corporate governance</i> sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna di <i>Gian Domenico Mosco e Raffaele Felicetti</i>	266
La “ <i>sustainable corporate governance</i> ” delle società quotate. Note introduttive di <i>Anna Genovese</i>	282
Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti di <i>Eva R. Desana</i>	295
Sostenibilità ed <i>engagement</i> degli azionisti istituzionali di <i>Marco Maugeri</i>	308

	<i>pag.</i>
La sostenibilità nei codici di autodisciplina di <i>Michele Siri</i>	326
<i>Soft law</i> e fattori ESG: dai codici di <i>corporate governance</i> alle <i>corporate guidelines</i> ed alle <i>index exclusion policies</i> di <i>Giovanni Strampelli</i>	340
L'interesse sociale nelle società digitali: dalla <i>corporate social responsibility</i> alla <i>corporate digital responsibility</i> di <i>Giulia Schneider</i>	358
L'iniziativa economica privata nella cultura politica cattolica: dal corporativismo alla Costituzione di <i>Giuseppe Fauceglia</i>	378
Ripensare la società per azioni, oggi di <i>Lorenzo De Angelis</i>	401

## PARTE II LE SOCIETÀ DI CAPITALI

### SEZIONE I ASSETTI PROPRIETARI E STRUTTURA FINANZIARIA DELLA SOCIETÀ

Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria di <i>Mario Stella Richter jr</i>	427
Sulle "massime" in materia societaria del notariato milanese di <i>Piergaetano Marchetti</i>	437
Decidere e dichiarare nel diritto della società a responsabilità limitata (a proposito delle modificazioni sostanziali dell'oggetto sociale) di <i>Paolo Spada</i>	445
La recente disciplina della società a responsabilità limitata nel quadro internazionale di <i>Giuseppe Zanarone</i>	454

	<i>pag.</i>
Le società di capitali “aperte”, tra codice civile e TUF di <i>Enrico Ginevra</i>	472
Dieci tesi sulla segregazione patrimoniale di <i>Gianluca Guerrieri</i>	493
L’assegnazione non proporzionale delle azioni <i>ex art.</i> 2346 c.c. come ipotesi di “circolazione corporativa” di <i>Maurizio Cavanna</i>	507
Strutture “ <i>dual class</i> ” e diritti diversi “soggettivi” nelle società per azioni (alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia UE) di <i>Andrea Vicari</i>	517
Il finanziamento dei soci mediante apporti fuori capitale senza obbligo di rimborso e le riserve targate di <i>Marco Saverio Spolidoro</i>	531
Contratto di «finanziamento partecipativo», opzione di cessione di partecipazioni a prezzo predefinito e disciplina usuraria di <i>Antonella Sciarrone Alibrandi</i>	545
Conflitto societario e curatore speciale di <i>Matteo De Poli</i>	562
La mancanza del controllo sulla relazione di stima dei conferimenti in natura nelle s.r.l.: una semplificazione efficiente? di <i>Elena Ratti</i>	582

## SEZIONE II

### *CORPORATE GOVERNANCE*

I soci di società quotate tra tipologia reale, modelli societari e neoistituzionalismo di <i>Mario Cera</i>	615
Spunti in tema di informazione preassembleare di <i>Massimo Bianca</i>	629

	<i>pag.</i>
I tempi di convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci di <i>Giuseppe Ferri jr</i>	637
L'esperienza del voto maggiorato nelle società quotate italiane di <i>Giovanni Figà-Talamanca</i>	643
Il voto multiplo alla prova dei fatti, guardando oltre la crisi Covid di <i>Emanuele Rimini</i>	657
Assemblea tra Covid-19 e <i>blockchain</i> di <i>Anna Rosa Adiutori e Luca Tubaro</i>	674
<i>Corporate governance</i> e assemblee con collegamento da remoto di <i>Paolo-Maria Smirne</i>	687
L'attribuzione a terzi dei poteri assembleari nella legislazione vigente, con specifico riguardo all'art. 118 CCI di <i>Alessandro Monteverde</i>	704
L'influenza dei patti parasociali nel sistema di controllo societario di <i>Patrizia Grosso</i>	718
Il controllo dell'autonomia contrattuale nel diritto delle società: i patti para- sociali di <i>Andrea Tucci</i>	731
Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e <i>Business Judgment Rule</i> di <i>Sabino Fortunato</i>	747
Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile di <i>Alberto Jorio</i>	762
L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra <i>soft law</i> , prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci di <i>Maurizio Irrera</i>	773
<i>Key manager</i> e gestione dell'impresa: appunti per una futura ricerca di <i>Luigi A. Bianchi</i>	800



	<i>pag.</i>
Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori di <i>Carlo Amatucci</i>	809
Gli assetti organizzativi di vertice di <i>Irene Pollastro</i>	835
L'intelligenza artificiale e i flussi informativi all'interno del consiglio di amministrazione di <i>Bianca Maria Scarabelli</i>	847
La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata di <i>Andrea Perrone e Pierpaolo M. Sanfilippo</i>	862
Il controllo senza revoca degli amministratori di <i>Laura Schiuma</i>	874
Osservazioni in tema di revoca per giusta causa degli amministratori di società di capitali di <i>Vincenzo Di Cataldo e Serenella Rossi</i>	891
Obbligo di diligenza nella designazione (e nella revoca) degli amministratori titolari di deleghe? di <i>Angelo Bertolotti</i>	908
La legge Golfo-Mosca: un bilancio a dieci anni dalla promulgazione di <i>Ugo Patroni Griffi</i>	918
La riduzione del capitale "epidemica" e doveri degli amministratori di <i>Mario Campobasso</i>	933
I compensi degli amministratori di società quotate tra Testo Unico della Finanza e Codice di <i>Corporate Governance</i> di <i>Barbara Petrazzini</i>	945
Note in tema di «specifiche competenze» degli amministratori della s.r.l. di <i>Federico Briolini</i>	957
Le obbligazioni solidali nelle azioni di responsabilità contro gli organi di controllo nelle società di capitali di <i>Massimo Fabiani</i>	971

	<i>pag.</i>
Appunti sul ruolo dei sindaci nella s.p.a. quotata: dai «frequenti ed improvvisi riscontri di cassa» alla vigilanza sull'«adeguatezza» degli assetti di <i>Riccardo Russo</i>	983
Recenti (dis)orientamenti giurisprudenziali in tema di clausola compromissoria societaria di <i>Pietro Boero</i>	997
Il diritto di recesso e le modificazioni della clausola compromissoria statutaria di <i>Marco D'Arrigo</i>	1002

### SEZIONE III OPERAZIONI STRAORDINARIE

<i>Exit</i> forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile? di <i>Mario Notari</i>	1012
Cessione ai soci della pretesa creditoria della società in liquidazione di <i>Giuseppe Niccolini</i>	1036
La revocatoria di destinazioni ( <i>dell'assegnazione "dimensionata" della partecipazione sociale, della fusione e della scissione</i> ) di <i>Maurizio Onza e Luigi Salamone</i>	1040
I criteri di liquidazione nel recesso da società di capitali di <i>Luciano M. Quattrocchio</i>	1061
La riduzione del capitale nella società per azioni tra problemi aperti e riforme <i>in progress</i> di <i>Gustavo Olivieri</i>	1070
Lo scioglimento senza liquidazione delle società di capitali di <i>Paolo Ghionni Crivelli Visconti</i>	1091

PARTE III  
LA GOVERNANCE NELLE SOCIETÀ BANCARIE,  
ASSICURATIVE E FINANZIARIE

Le norme europee sulla <i>corporate governance</i> delle banche: un ritorno all'antico? di <i>Concetta Brescia Morra</i>	1111
La <i>corporate governance</i> bancaria: annotazioni comparatistiche e nuove prospettive di <i>Vito Bevivino</i>	1121
Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di sé stesso di <i>Gaetano Presti</i>	1145
L'indipendenza degli esponenti bancari di <i>Paolo Reviglione</i>	1163
Competenze gestorie ed esercizio dell'azione sociale di responsabilità nella disciplina delle società per azioni (tra diritto societario generale e diritto speciale delle società bancarie) di <i>Giovanni Meruzzi</i>	1177
Sulla responsabilità della banca per abusiva concessione del credito di <i>Roberto Sacchi</i>	1194
Spunti di riflessione su sostenibilità aziendale, responsabilità sociale d'impresa e la sua continuità: il sistema bancario quale settore di elezione dei fattori ESG. L'impatto sul modello 231 di <i>Paolo Venero</i>	1207
Note brevi su fine di lucro e sostenibilità (tra regole dei mercati e diritto delle società) di <i>Federico Riganti</i>	1225
Unione bancaria e diritti dell'azionista di <i>Marino Perassi</i>	1234
Due importanti decisioni in materia di banche cooperative di <i>Concetto Costa</i>	1245

pag.

<i>Governance</i> ed operatività dei confidi di <i>Giuseppe Antonio Policaro</i>	1251
Il governo societario delle Sicaf di <i>Luigi Ardizzone</i>	1273
<i>Corporate governance</i> e assicurazioni di <i>Sara Landini</i>	1287
Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e <i>product oversight and governance</i> tra codice delle assicurazioni e regolamenti IVASS di <i>Giuliana Martina</i>	1304

## PARTE IV

## LA GOVERNANCE NELLE SOCIETÀ DI PERSONE

Frammenti di <i>governance</i> nelle società di persone di <i>Sergio Patriarca e Ilaria Capelli</i>	1325
Le società in accomandita semplice in prospettiva comparatistica di <i>Marco Speranzin</i>	1340
Le azioni di responsabilità nelle società in accomandita semplice di <i>Nicola de Luca</i>	1356

## PARTE V

GRUPPI E ALTRI ISTITUTI  
DI AGGREGAZIONE FRA IMPRESE

La rilevanza dei vantaggi compensativi futuri: qualche recente conferma normativa di <i>Oreste Cagnasso</i>	1383
Assetti e <i>governance</i> dei gruppi. Quale il ruolo della <i>soft law</i> ? di <i>Mia Callegari</i>	1396
Società semplice controllante di società di capitali e attività di direzione e coordinamento di <i>Giuseppe B. Portale e Antonio Cetra</i>	1416

	<i>pag.</i>
Sindacati di gestione e disciplina dei gruppi di <i>Nicola Rondinone</i>	1428
Contatto sociale qualificato, responsabilità della <i>holding</i> e degli amministratori di <i>Angelo Mambriani</i>	1440
Controllo di fatto e attività di direzione e coordinamento (riflessioni a margine del caso Vivendi/TIM) di <i>Lucia Picardi</i>	1458
Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci di controllo alla luce delle Q&A Consob di <i>Marco Ventoruzzo</i>	1476
Note minime generali di e sull'ermeneutica della disciplina delle operazioni con parti correlate di <i>Vincenzo Cariello</i>	1488
Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali di <i>Fabrizio Guerrera</i>	1505
La <i>governance</i> dei gruppi cooperativi e la tutela dell'identità mutualistica: un problema aperto di <i>Guido Bonfante</i>	1528
Quali regole per il "gioco dell'o.p.a."? Alcune proposte a trent'anni dalla legge n. 149/1992 di <i>Andrea Sacco Ginevri</i>	1535
Noterelle minime in tema di recenti deroghe (emergenziali e non) alla disciplina <i>antitrust</i> italiana in materia di concentrazioni di <i>Daniela Caterino</i>	1543
Controllo pubblico ed attività di direzione e coordinamento delle partecipate di <i>Francesco Fimmanò</i>	1554
Governo societario e controllo analogo sul bilancio della società <i>in house</i> di <i>Gabriele Racugno</i>	1578

	<i>pag.</i>
Il controllo giudiziario nelle società a partecipazione pubblica di <i>Giovanni Capo</i>	1589
I gruppi di società nella nuova legge tedesca in materia di <i>due diligence</i> nelle catene di approvvigionamento ( <i>Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz</i> ) di <i>Peter Kindler</i>	1605
I gruppi di società transnazionali: scenari di crisi e di insolvenza di <i>Federica Pasquariello</i>	1617

## PARTE VI

IMPRESA, SCOPO DI LUCRO E TERZO SETTORE:  
UN DIALOGO ANCORA DIFFICOLTOSO

Le imprese sociali costituite in forma di società di capitali. Profili organizza- tivi e pubblicitari di <i>Carlo Ibba</i>	1637
Responsabilità sociale d'impresa e requisiti delle imprese sociali di <i>Giorgio Marasà</i>	1647
L'oggetto della società <i>benefit</i> di <i>Giuseppe Alberto Rescio</i>	1654
Fondazione (di origine) bancaria (FOB) e terzo settore. Appunti di <i>Vincenzo De Stasio</i>	1666
La nuova <i>corporate governance</i> delle associazioni del terzo settore di <i>Rossella Rivaro</i>	1685

## PARTE VII

IL DIRITTO DELLA CRISI: ESPANSIONE ED EVOLUZIONE  
(DALL'IMPRENDITORE AL CONSUMATORE)

Adeguatezza degli assetti aziendali, doveri degli amministratori e azioni di responsabilità alla luce del codice della crisi di <i>Stefano Ambrosini</i>	1703
--	------

	<i>pag.</i>
Gli assetti organizzativi per la prevenzione della crisi nei controlli nelle società per azioni di <i>Gianvito Giannelli</i>	1721
Crisi d'impresa e risanamento aziendale: la rilevazione anticipata della crisi tra adeguatezza degli assetti organizzativi e avvio della composizione negoziata di <i>Ilaria Pagni</i>	1740
Il principio di esclusività in materia di assetti adeguati alla luce del complessivo intervento di riforma del codice della crisi di impresa di <i>Alice Briguglio</i>	1753
La composizione negoziata e gli altri strumenti offerti dall'ordinamento per il superamento della crisi anche con riferimento ai doveri degli organi sociali di <i>Marco Arato</i>	1770
Concordato preventivo di società di persone e concorso di procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento dei soci: un tentativo di coordinamento degli effetti sostanziali di <i>Paolo Felice Censoni</i>	1779
Gestione e protezione del patrimonio e dell'impresa nella composizione negoziata della crisi (riflessioni a margine dell'evoluzione del sistema) di <i>Luca Boggio</i>	1791
Interazioni tra diritto societario e concorsuale: nomina dell'amministratore giudiziario e aumento del capitale nelle proposte concorrenti di concordato preventivo alla luce del C.C.I.I. di <i>Marco Aiello</i>	1818
I finanziamenti dei soci al banco di prova della crisi di <i>Giulia Garesio</i>	1838
Accordi di ristrutturazione e operazioni straordinarie di <i>Daniele U. Santosuosso</i>	1854
La <i>governance</i> dell'impresa in crisi: i rafforzamenti, le opportunità e i possibili sviluppi derivanti dalla composizione negoziata di <i>Riccardo Ranalli</i>	1864
L'organo gestorio fra interesse dei soci e interessi "altri": prime considerazioni sui principi della direttiva riguardante i <i>preventive restructuring frameworks</i> di <i>Lorenzo Benedetti</i>	1878

	<i>pag.</i>
Il diritto della crisi ed il fenomeno NPL. Spunti per un'analisi di <i>Luciano Panzani</i>	1896
Poteri organizzativi del curatore e principio di impugnazione di <i>Vincenzo Pinto</i>	1906
Efficienza della disciplina della responsabilità degli amministratori e tutela del mercato tra “diritto societario della crisi” e codice della crisi di <i>Paolo Piscitello</i>	1919
Dal consumatore al gruppo di imprese. Divagazioni sul CCII di <i>Giorgio Schiano di Pepe</i>	1932
La gestione dei gruppi di imprese nella prospettiva del risanamento. Spunti dalla recente disciplina della “composizione negoziata della crisi” di <i>Giuliana Scognamiglio</i>	1941
Il d.lgs. n. 83/2022 rafforza la teoria dei “vantaggi compensativi” di <i>Marina Spiotta</i>	1965

## PARTE VIII

## MERCATI E TUTELA DEGLI INVESTITORI

Capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione di <i>Alessandra Daccò</i>	1983
Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti di <i>Marco Cian</i>	2000
La <i>Maison Nucingen</i> o le lacune della legge (un racconto sul diritto, le socie- tà per azioni e il mercato finanziario) di <i>Giuseppe Guizzi</i>	2021
Delle scelte di investimento dei <i>Post-Millennials</i> , e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario, crisi economico-finanziaria e finanza sostenibile di <i>Monica Cossu</i>	2033
The EU's “green” finance. Can “exit”, “voice” and “coercion” be enlisted to aid sustainability goals? di <i>David Ramos Muñoz, Elia Cerrato García e Marco Lamandini</i>	2063



	<i>pag.</i>
Cripto-attività e criptovalute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari di <i>Raffaele Lener</i>	2109
L'evoluzione della disciplina dei conflitti di interesse nei servizi di investimento dalla trasparenza all'organizzazione. Nuovi spazi per l' <i>algo-governance</i> ? di <i>Francesca Bichiri</i>	2120
Strumenti finanziari partecipativi: un'ulteriore strada di finanziamento per tutte le P.M.I. s.r.l.? di <i>Elena Fregonara</i>	2135
Appunti sul <i>lending-based crowdfunding</i> nel Reg. UE 2020/1503 di <i>Michele Perrino</i>	2144
Polizze assicurative abbinata ai finanziamenti di <i>Fabrizio Maimeri</i>	2160
Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie di <i>Andrea Tina</i>	2172
Sui rapporti tra assicurazione e mercati finanziari: il caso delle polizze <i>linked</i> di <i>Massimo Miola</i>	2185
Polizze assicurative parametriche (o <i>index-based</i> ) e principio indennitario di <i>Renato Santagata</i>	2211
Le polizze assicurative " <i>Warranty and Indemnity</i> " nelle compravendite di partecipazioni societarie di <i>Paolo Rainelli</i>	2242
I confini della responsabilità risarcitoria della Consob tra soggettività della società danneggiata e pretese degli investitori di <i>Fabrizio Sudiero</i>	2264
Programmi assicurativi internazionali di <i>Christian Armbrüster</i>	2288
Diritto di surrogazione dell'assicuratore e vincolo di solidarietà di <i>Paoloefisio Corrias</i>	2294
Il principio della remunerazione adeguata e proporzionata di <i>Alessandro Cogo</i>	2310

pag.

PARTE IX  
MERCATI, CONTRATTI BANCARI  
FINANZIAMENTI E MONETA

Pagamenti elettronici non autorizzati: la tutela del cliente alla luce degli orientamenti dell'ABF di <i>Ugo Minneci</i>	2331
Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori" di <i>Umberto Morera</i>	2342
La moneta legale di <i>Gian Luca Greco e Vittorio Santoro</i>	2352
Metamorfosi di moneta e finanza nell'evoluzione del diritto: l'ordine UE di <i>Gustavo Visentini</i>	2365
Prime riflessioni in punto di finanziamento dei soci e infragruppo nella composizione negoziata della crisi ex d.l. 118/2021 di <i>Annamaria Dentamaro</i>	2384
A proposito del <i>Bubble Act</i> e della <i>South Sea Bubble</i> di <i>Gianni Mignone</i>	2397

PARTE X  
DIRITTO EMERGENZIALE

Continuità aziendale ed impossibilità della prestazione derivante da causa non imputabile al debitore: una fattispecie su cui riflettere di <i>Angela Principe</i>	2415
La rinegoziazione dei contratti di impresa tra autonomia contrattuale e abuso del diritto di <i>Giada Emanuela De Leo</i>	2423
Il trattamento delle perdite nelle <i>start up</i> e PMI innovative tra diritto comune, speciale e dell'emergenza di <i>Maria Di Sarli</i>	2436
Le società di diritto francese ed il Covid-19 di <i>Bruno Dondero</i>	2454
Società a partecipazione pubblica: il ripianamento delle perdite generate dalla pandemia di <i>Vincenzo Donativi</i>	2459



## PUBBLICAZIONI DI PAOLO MONTALENTI

### I MONOGRAFIE

- *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Franco Angeli editore, Milano, 1981.
- *Il socio accomandante*, Giuffrè, Milano, 1985.
- *Il leveraged buyout*, Giuffrè, Milano, 1991.
- *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè, Milano, 1995.
- *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Cedam, Padova, 1999.
- *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, vol. IV, t. 2, Cedam, Padova, 2004.
- *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, t. 2, *Ristampa invariata con avvertenza di aggiornamento*, Cedam, Padova, 2006.
- *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011.
- *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017.

### II OPERE CON ALTRI AUTORI

- *La società per azioni quotata*, con Stefano Balzola, estratto da *Le nuove S.p.A.*, diretto da Oreste Cagnasso e Luciano Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010.
- *Le società per azioni*, con Niccolò Abriani, Stefano Ambrosini, Oreste Cagnasso, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, vol. IV, t. 1, Cedam, Padova, 2010.

### III DIREZIONE OPERE COLLETTANEE

- *Il nuovo diritto societario* – d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n.5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), *Commentario*, diretto da Gastone Cottino e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, 3 volumi, Zanichelli, Bologna, 2004.
- *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, *Commentario*, diretto da Gastone Cottino e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009.

IV  
VOLUMI CURATI

- *Responsabilità societarie e assicurazione: amministratori, sindaci e revisori*, a cura di Paolo Montalenti, Atti convegno Aida Sezione Piemonte-Valle d'Aosta, Torino, 20-21 novembre 2008, Giuffrè, Milano, 2009.
- *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di Paolo Montalenti, Atti del Convegno Courmayeur, 19-20 settembre 2014, Giuffrè, Milano, 2016.
- *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo. Ancora sull'adattamento dell'ordinamento italiano alla Convenzione europea?*, a cura di Eva Desana, Paolo Montalenti, Margherita Salvadori, Atti tavola rotonda, Torino, 17 aprile 2014, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2016.
- *La Banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 22 e 23 settembre 2017, Giuffrè, Milano, 2018.
- *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 14 e 15 settembre 2018, Giuffrè, Milano, 2020.
- *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 20 e 21 settembre 2019, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2021.
- *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022.
- *Le Società*, a cura di Paolo Montalenti, in *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, diretto da Gianmaria Ajani e Gian Antonio Benacchio, Vol. IV, Giappichelli, Torino, 2022.

V  
SAGGI, ARTICOLI E ALTRE PUBBLICAZIONI

**1977**

- *Revoca del fallimento di una società di fatto tra soci di una società per azioni e sorte dei fallimenti individuali*, in *Giur. comm.*, 1977, II, pp. 349 ss.

**1978**

- *Osservazioni ad App. Bari, 19 maggio 1977*, in *Giur. comm.*, 1978, II, pp. 760 ss.
- *Partecipazione, controllo e diritto all'informazione*, in AA.VV., *Cogestione o controllo?*, *Partiti e sindacato al bivio*, Istituto piemontese di scienze economiche e sociali Antonio Gramsci, Torino, 1978, pp. 87 ss.

**1979**

- *Osservazioni ad App. Bologna, 27 ottobre 1977*, in *Giur. comm.*, 1979, II, pp. 150 ss.

**1980**

- *Società (disposizioni generali) – Società di persone – Associazione in partecipazione*. Commento agli artt. 2247-2324 e 2549-2554, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di Pietro Perlingieri, UTET, Torino, 1980, pp. 210 ss. e 264 ss.
- *Soggetti sociali, programmazione, riforma delle imprese: appunti per una discussione*, in CRS Centro di Studi e Iniziative per la riforma dello Stato, Atti Convegno 28 novembre 1980 su *Soggetti sociali e programmazione*, materiali e documenti.

**1981**

- *Democrazia industriale e piano d'impresa*, in *Democrazia e diritto*, fasc. 5, 1981, pp. 29 ss.
- *Le partecipazioni statali: crisi del sistema e prospettive di riforma*, con Giuseppe Di Chio, in AA.VV., *Mutamenti nelle istituzioni in Italia*, a cura di Furio Ferraresi, in *Prospettiva sindacale*, fasc. 4, 1981, pp. 78 ss.

**1982**

- *Pagamenti anticipati con mezzi normali e revocatoria*, in *Giur. comm.*, 1982, II, pp. 290 ss.
- *Negozi di liquidazione di società personale e clausole di revisione: interessi tutelati e disciplina applicabile*, in *Giur. comm.*, 1982, II, pp. 808 ss.

**1983**

- *Società di progettazione e società di intermediazione progettuale: nuovi profili interpretativi*, in *Giur. comm.*, 1983, I, pp. 485 ss.

**1984**

- *Codeterminazione, contrattazione e teoria dell'impresa nella Repubblica federale tedesca*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1984, pp. 576 ss.

**1985**

- *La proposta modificata di Quinta Direttiva Comunitaria sulla società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1985, pp. 256 ss.

**1986**

- *Società di professionisti, società di ingegneria e contratto di engineering*, in *Giur. comm.*, 1986, II, pp. 850 ss.

**1987**

- *La traslazione dei poteri di gestione nei gruppi di società: i "management contracts"*, in *Contratto e impresa*, 1987, pp. 436 ss.
- *Computer e società professionali: un caso di revoca dell'omologazione di società per l'elaborazione di dati contabili*, in *Giur. comm.*, 1987, II, pp. 601 ss.
- *Accomandita irregolare e divieto di immistione*, in *Foro Pad.*, 1987, cc. 503 ss.

**1988**

- *Accomandita irregolare, prestazione di garanzie, divieto di immistione: problemi ancora aperti*, in *Giur. it.*, 1988, I, 1, cc. 1333 ss.

**1989**

- voce “Contratto di gestione”, in *Digesto IV*, vol. IV, UTET, Torino, 1989, pp. 91 ss.
- *Gli studi professionali associati: problemi di qualificazione e di disciplina applicabile*, in *Giur. it.*, 1989, IV, cc. 59 ss.
- *La partecipazione di una società di capitali ad una società in accomandita semplice in qualità di accomandante*, in *Giur. comm.*, 1989, I, pp. 640 ss.

**1990**

- *La partecipazione di una società di capitali ad una società in accomandita semplice in qualità di accomandante*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Giuffrè, Milano, 1990, pp. 289 ss.
- *Rappresentanza societaria e amministratori delegati*, in Consiglio Nazionale del Notariato, *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, vol. II, Giuffrè, Milano, 1990, pp. 227 ss.
- *Il leveraged buyout*, in *Dir. fall.*, 1990, I, pp. 652 ss.

**1991**

- *La società in accomandita tra diritto intermedio e codificazioni nell’opera di Gregorio Fierli*, prefazione a G. FIERLI, *Della società chiamata accomandita e di altre materie mercantili*, Bologna, 1991.
- *Commento all’art. 2272 cod. civ.*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Paolo Cendon, UTET, Torino, 1991.
- *Il contratto di commissione*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia*, diretto da Francesco Galgano, Cedam, Padova, 1991, pp. 633 ss.
- *Gestione associata di una farmacia e modelli societari*, in *Rass. dir. farmaceutico*, 1991, pp. 17 ss.
- *Professioni intellettuali e prestazioni riservate: la contabilità aziendale*, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, pp. 737 ss.
- *Lo statuto della società europea*, in *Dir. fall.*, 1991, pp. 571 ss.

**1992**

- *La legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Summa*, 1992, pp. 56 ss.
- *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 1992, pp. 831 ss.

**1993**

- *Responsabilità extra contrattuale della società di revisione per negligente certificazione*, in *Giur. it.*, 1993, I, 2, pp. 1 ss.
- *Amministrazione e rappresentanza nel progetto di riforme delle società di persone*, in *Riv. dir. impr.*, 1993, pp. 99 ss.
- *Società finanziarie e holding industriali nella nuova disciplina dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 1260 ss.

**1994**

- *La partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, in *Digesto IV*, UTET, Torino, 1994, pp. 472 ss.
- *La compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco*, t. 2, Giuffrè, Milano, 1994, pp. 765 ss.
- voce *Leveraged Buyout*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Treccani, Roma, 1994.

**1995**

- *I management contracts*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da Francesco Galgano, t. 1, UTET, Torino, 1995, pp. 3 ss.
- *Il divieto di immistione del socio accomandante: una sentenza innovativa*, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, pp. 39 ss.
- *Professionisti (società e associazioni tra)*, in *Digesto IV*, UTET, Torino, 1995.
- *Il problema del «rilancio» del prezzo nell'opa concorrente*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 1995, pp. 247 ss.
- *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, pp. 710 ss.

**1996**

- voce “Società per azioni”, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Appendice V, Treccani, Roma, 1996, pp. 6 ss.
- *I giudici italiani e il leveraged buyout tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. it.*, 1996, I, 2, pp. 195 ss.
- *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 16-18 novembre 1995, vol. III, Giuffrè, Milano, 1996, pp. 1627 ss.

**1997**

- *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Studi in Onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, pp. 959 ss.
- voce “Società in accomandita semplice”, in *Digesto IV*, UTET, Torino, 1997, pp. 242 ss.
- voce “Società di progettazione industriale”, in *Digesto IV*, UTET, Torino, 1997, pp. 205 ss.
- *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Diritto Privato 1996*, Cedam, Padova, 1997, pp. 647 ss.
- *Corporate governance. “È nei cda che si tutela l'interesse della minoranza”*, in *Il Sole-24 Ore*, 13 settembre 1997, pp. 27 ss.
- *Commento all'art. 10, L. 18 febbraio 1992, n. 149*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, pp. 244 ss.
- *L'avvocato domani*, in *La Paziienza*, 1997, pp. 17 s.
- *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 713 ss.
- *Clausole di autorizzazione dell'accomandante tra riqualificazione del contratto, nullità della clausola e violazione del divieto di immistione*, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, pp. 651 ss.
- *Società di capitali socio accomandante: un giudice di merito non segue la Cassazione*, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, pp. 733 ss.



**1998**

- *Le società di ingegneria tra evoluzione giurisprudenziale e innovazioni legislative*, in *Giur. it.*, 1998, pp. 297 ss.
- *Nuove regole da ritoccare*, in *Il Sole 24 ore*, 11 febbraio 1998, p. 4.
- *L'abuso della personalità giuridica*, in *Diritto Privato 1997*, Cedam, Padova, 1998, pp. 279 ss.
- *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, pp. 329 ss.
- *Consiglio di amministrazione e organi delegati: flussi informativi e responsabilità*, in *Società*, 1998, pp. 899 ss.
- *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Studi in Onore di Pietro Rescigno*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 559 ss.

**1999**

- *L'abuso della personalità giuridica*, in AA.VV., *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, vol. 1, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1999, pp. 885 ss.
- *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1999, pp. 150 ss.
- *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2105 ss.
- *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2318 ss.

**2000**

- *Dalla legge Draghi al progetto Mirone. Un quadro d'insieme*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, pp. 410 ss.
- *La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pp. 378 ss.
- *Il controllo nel settore assicurativo (commento all'art. 114, d. lgs. n. 174/95)*, in AA.VV., *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, a cura di Giulio Partesotti e Marco Ricolfi, Cedam, Padova, 2000, pp. 883 ss.
- *Incoerenze riformatrici: il problema dell'omologazione*, in *Società*, 2000, pp. 1285 ss.
- *La riforma dell'omologazione: una postilla*, in *Società*, 2000, pp. 1417 ss.
- *Leveraged buyout*, in AA.VV., *New Trends In International Trade Law*, Giappichelli, Torino, 2000, pp. 253 ss.

**2001**

- *Il canto del cigno dell'omologazione: questioni in tema di stock-option (e di scissione)*, in *Giur. it.*, 2001, pp. 534 ss.
- *La società tra avvocati*, in *Società*, 2001, pp. 1169 ss.
- *Le linee della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Atti e documenti, Eutekne, Torino, 2001, pp. 25 ss.

**2002**

- *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Associazione Disiano Preite, a

cura di Sergio Patriarca, Paolo Benazzo, Federico Ghezzi, Il Mulino, Bologna, 2002, pp. 237 ss.

- *Commento sub art. 2272 codice civile*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Paolo Cendon, Aggiornamento, UTET, Torino, 2002, pp. 673 ss.
- *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2002, pp. 255 ss.
- *Corporate governance: spunti per una riflessione*, in AA.VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance?*, Atti del Convegno Courmayeur, 28-29 settembre 2001, Milano, Giuffrè, 2002, pp. 195 ss.
- *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 803 ss.
- *Gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 624 ss.
- *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, pp. 449 ss.
- *Il leveraged buyout nella nuova legislazione penale commerciale e nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario. Il falso in bilancio*, Atti e documenti, Eutekne, Torino, 2002, pp. 101 ss.
- *Sette nodi da sciogliere per il Parlamento*, in *Il Sole 24-ore*, 19 ottobre 2002, p. 24.
- *La riforma del diritto societario*, in *Italia Oggi*, 20 novembre 2002, p. 30.
- Intervista a Paolo Montalenti, in *Libertà e Giustizia*, 5 dicembre 2002.
- *Osservazioni alla bozza di decreto legislativo delegato sulla riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1542 ss.
- *La riforma del diritto societario: appunti*, in *Società*, 2002, pp. 1449 ss.
- *L'amministrazione sociale nella riforma del diritto societario*, intervento al Convegno Firenze, 16 novembre 2002, in *Notarlex.it*.
- *Corporate governance: tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in AA.VV., *Studi in onore di Luca Buttaro*, Milano, Giuffrè, 2002, vol. 2, pp. 59 ss.

### 2003

- *La riforma del diritto societario: profili generali*, in AA.VV., *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Stefano Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003, pp. 1 ss.
- *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, pp. 57 ss.
- *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Atti del Convegno Courmayeur, 27-28 settembre 2002, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 65 ss.
- *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 422 ss.
- *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Società*, 2003, pp. 341 ss.
- *Responsabilità professionale di amministratori e sindaci*, in AA.VV., *Le nuove aree di applicazione della responsabilità civile*, a cura di Giovanna Visintini, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 423 ss.
- *L'amministrazione della società tra avvocati*, in AA.VV., *La società tra avvocati*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 165 ss.

- *I punti critici della riforma*, in *Italia Oggi*, 22 ottobre 2003, p. 33.
- *La riforma del diritto societario: profili generali*, Eutekne, Torino, 2003 (in cd-ROM).

#### 2004

- *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Atti del Convegno Padova, 5-7 giugno 2003, a cura di Giorgio Cian, Cedam, Padova, 2004, pp. 197 ss.
- *Diritto commerciale, diritto tributario, scienze aziendali: categorie disciplinari a confronto in epoca di riforme*, in *Giur. it.*, 2004, pp. 684 ss.
- *Libertà e autorità nella riforma del diritto societario*, in *Summa*, n. 200/2004, pp. 30 ss.
- *Globalizzazione, mercati, antitrust*, in AA.VV., *Antitrust e globalizzazione*, Atti del Convegno Courmayeur, 19-20 settembre 2003, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 33 ss.
- *Diritto commerciale, diritto tributario, scienze aziendali: categorie disciplinari a confronto in epoca di riforme*, in AA.VV., *Il reddito d'impresa tra norme di bilancio e principi contabili*, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 115 ss.
- *Il leveraged buyout nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 791 ss.
- *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, pp. 243 ss.
- *Le nuove regole di governance delle società per azioni: il punto di vista del giurista*, in AA.VV., *La riforma delle società di capitali: aziendalisti e giuristi a confronto*, Atti del Convegno Foggia, 12-13 giugno 2003, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 45 ss.
- *Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di Matteo Rescigno e Antonella Sciarone Alibrandi, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 59 ss.
- *La reforma del derecho societario en Italia: aspectos generales*, in *Revista de derecho de sociedades*, 2004, pp. 35 ss.
- *The New Italian Corporate Law: an outline*, in *ECFR – European Company and Financial Law Review*, 2004, vol. 1, n. 3, pp. 368 ss.
- *La nuova Camera Arbitrale del Piemonte*, in *La Paziienza*, 2004, pp. 31 s.
- *Commenti sub art. 2325, 2325-bis, 2362, 2501-bis, 2380, 2381*, in *Il nuovo diritto societario* – d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), *Commentario*, diretto da Gastone Cottino e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004.
- *Commento sub art. 2501 bis*, in Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, Marcella Sarale, Michele Vaira, *Le operazioni straordinarie*, Zanichelli, Bologna, 2004, pp. 2310 ss.
- *La società tra avvocati*, in AA.VV., *Studi in onore di Piero Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. 2897 ss.

#### 2005

- *Il decreto correttivo d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, in *Il nuovo diritto societario* – d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n.5; d.lgs. 11 aprile 2002, n.61

(art. 1), *Commentario*, diretto da Gastone Cottino e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, Zanichelli, s.d. ma gennaio 2005, pp. 25 ss.

- *La riforma del diritto societario: prime valutazioni e prospettive*, in *Società*, 2005, pp. 16 ss.
- *La riforma del diritto societario: note sparse*, in AA.VV., *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, a cura di Vittorio Afferni e Giovanna Visintini, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 281 ss.
- *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, pp. 294 ss.
- *Società quotate in bilico tra autonomia e obblighi*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 16/2005, pp. 46 ss.
- *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 435 ss.
- *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in AA.VV., *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Atti del Convegno Courmayeur, 1-2 ottobre 2004, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 121 ss.
- *La riforma del diritto societario: profili generali*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Stefano Ambrosini, vol. I, Giappichelli, Torino, 2005, pp. 1 ss.
- *Il leveraged buyout nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 3137 ss.

## 2006

- *Administración y control en la sociedad anónima en el sistema italiano después de la reforma*, in *Derecho de Sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Navarra, 2006, pp. 89 ss.
- *La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in *Giur. comm.*, I, 2006, pp. 504 ss.
- *La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario: approfondimenti ed esperienze*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006, pp. 7 ss.
- *Le soluzioni concordate alle crisi d'impresa: gli interventi del legislatore italiano con uno sguardo comparatistico*, in AA.VV., *Crisi dell'impresa e riforme delle procedure concorsuali*, Atti del Convegno Courmayeur, 23-24 settembre 2005, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 169 ss.
- *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, UTET, Torino, 2006, vol. 2, pp. 832 ss.
- *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 975 ss.
- *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Impresa e società. Studi dedicati a Federico Martorano*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, pp. 689 ss.
- *La pubblicità nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 553 ss.

## 2007

- *La riforma dell'arbitrato: primi appunti*, in *Giur. it.*, 2007, pp. 501 ss.

- *Riforma societaria e riforma fallimentare: spunti di riflessione*, in *La Riforma del diritto fallimentare*, Atti e documenti del corso torinese sul Diritto fallimentare 2006, Torino, 2007, pp. 27 ss.
- *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 317 ss.
- *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Atti del Convegno Courmayeur, 6-7 ottobre 2006, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 21 ss.
- *Conflitto di interessi e funzioni di controllo: collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, revisori*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Atti del Convegno Pavia, 13-14 ottobre 2006, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 197 ss.
- *Revocatoria, concordato, ristrutturazione del debito: le relazioni del professionista*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 18/2007, pp. 6 ss.
- *Università e professione: un rapporto da consolidare*, in *La Pazienza*, 2007, pp. 8 ss.
- *Sui controlli societari funzioni da semplificare*, in *Il Sole 24 ore*, 27 novembre 2007, p. 37.
- *Conflitto di interessi e funzioni di controllo: collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, revisori*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 555 ss.
- *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in AA.VV., *Evoluzione del ruolo e responsabilità del consiglio di amministrazione nel governo dei rischi di impresa*, Atti del Convegno AIDA Milano, 13 febbraio 2007, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 45 ss.
- *Il sistema dualistico: il consiglio di sorveglianza tra funzioni di controllo e funzioni di alta amministrazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, pp. 269 ss.
- *L'informazione nei gruppi societari*, in AA.VV., *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del Convegno Internazionale di Studi Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di Paola Balzarini, Giuseppe Carcano, Marco Venturuzzo, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 303 ss.
- *Oggetto sociale e giurisprudenza comunitaria*, in AA.VV., *Oggetto e attività delle società: ruolo e responsabilità del Notaio*, Atti del Convegno Napoli, 21-22 settembre 2007, IPSOA, Milano, 2008, pp. 287 ss.
- *Postilla di aggiornamento LBO*, in *Volume Aggiornamento XV della Enciclopedia Giuridica Treccani*, Treccani, Roma, 2007, pp. I ss.
- *Le nuove regole di governance delle società per azioni*, in *Sinergie. Rivista di Studi e Ricerche*, 2007, n. 73-74, pp. 141 ss.

## 2008

- voce “*Società quotata*” (con Stefano A. Cerrato), in *Enciclopedia “Il diritto” del Sole 24 ore*, vol. 15, Il Sole 24ore, Milano, 2008, pp. 128 ss.
- *La “rilevanza” del gruppo nella disciplina delle società quotate*, in AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, Atti Convegno Firenze 14 dicembre 2006, Giappichelli, Torino, 2008, pp. 17 ss.
- *Relazione di sintesi*, in AA.VV., *I controlli societari*, Atti del Convegno Milano 28 novembre 2007, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008, pp. 147 ss.

- *I gruppi piramidali tra libertà d’iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 318 ss.
- *I gruppi piramidali tra libertà d’iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell’impresa: il modello italiano. Stabilità o contendibilità?*, Atti del Convegno Courmayeur, 5-6 ottobre 2007, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 57 ss.
- *Oggetto sociale e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, pp. 299 ss.
- *Funzioni e responsabilità societarie: nuovi profili*, in *Responsabilità di impresa e assicurazione: amministratori, sindaci e revisori*, Atti del Convegno Aida Sezione Piemonte-Valle d’Aosta, 20-21 novembre 2008, AIDA, Torino, 2008, pp. 13 ss.
- *Il modello dualistico: alta amministrazione e funzioni di controllo tra autonomia privata e regole imperative*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, I, pp. 689 ss.
- *Conclusioni in Il sistema dei controlli societari: una riforma incompiuta?*, Atti Convegno Milano 28 novembre 2007, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008, pp. 147 ss.
- *Il sistema dualistico: appunti*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 1249 ss.

## 2009

- *Arbitrato societario, studi legali in crisi*, in *Italia Oggi*, 12 gennaio 2009, pp. 203 ss.
- *Coordinamento cercasi dopo l’ondata delle riforme*, in *Il Sole 24-Ore*, 31 marzo 2009, p. 37.
- *Le acquisizioni societarie: profili generali*, in *La compravendita di partecipazioni sociali*, diretta Map del 23 aprile 2009, Map Servizi s.r.l., Torino, 2009, pp. 21 ss.
- *La Fondazione Croce: il punto*, su *La Paziienza*, n. 102, 2009, pp. 12 ss.
- *Prefazione*, in *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, a cura di Stefano Ambrosini e Paolo G. Demarchi, Giuffrè, Milano, 2009, pp. V ss.
- *Il sistema dualistico: una sintesi*, in *Il sistema dualistico: prospettive e potenzialità applicative*, in Atti del Convegno Firenze 7 giugno 2008, Giappichelli, Torino, 2009, pp. 179 ss.
- *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del Convegno Courmayeur, 26-27 settembre 2008, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 55 ss.
- *Crisi finanziaria, struttura dell’impresa, corporate governance*, giornata di studio, Roma, 20 giugno 2009, pubblicato sul sito di Orizzonti del Diritto Commerciale, [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it).
- *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in AA.VV., *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di Paolo Montalenti, Atti del Convegno Courmayeur, 19-20 settembre 2014, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 91 ss.
- *La riforma del diritto societario: i dati aggiornati. Spunti di riflessione, dai controlli interni al sistema dualistico*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario: i dati aggiornati al 2007*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2009, pp. 45 ss.
- *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 643 ss.
- *Per le parti correlate regole senza formalismi*, in *Il Sole 24-Ore*, 1° novembre 2009, p. 20.
- *Introduzione alla disciplina degli organi sociali*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da Gastone Cotti-

no e Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, pp. 353 ss.

- *Organismo di vigilanza 231 e gruppi di società*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2009, pp. 383 ss.
- *Funzioni e responsabilità societarie: nuovi profili*, in *Responsabilità societarie e assicurazione*, a cura di Paolo Montalenti, Atti del Convegno Aida Sezione Piemonte-Valle d'Aosta, Torino, 20-21 novembre 2008, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 1 ss.
- *Diritto societario e deontologia: appunti*, in *La Paziienza*, n. 105, 2009, pp. 10 ss.
- *Il modello dualistico: alta amministrazione e funzioni di controllo tra autonomia privata e regole imperative*, in *Studi per Franco di Sabato*, vol. III, Società, t. 1, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009, pp. 753 ss.

### 2010

- *L'arbitrato riformato e il "nuovo" arbitrato societario: appunti*, in AA.VV., *L'impatto della riforma societaria sulle clausole statutarie relative alla risoluzione dei conflitti*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010, pp. 83 ss.
- *La società a partecipazione pubblica: spunti di riflessione*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, n. 3/2010, pp. 10 ss.
- *Struttura e ruolo dell'organismo di vigilanza nel quadro della riforma del diritto societario*, in *I controlli societari. Molte regole nessun sistema*, Atti del Convegno Milano 31 marzo 2009, Egea, Milano, 2010, pp. 85 ss.
- *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 12/2010, pp. 8 ss.
- *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Atti del Convegno Courmayeur 25-26 settembre 2009, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 135 ss.
- *Meno burocrazia sulle parti correlate*, Il Sole 24-Ore, 18/07/2010, pp. 22 ss.
- *Interesse Sociale e Amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 81 ss.
- *I poteri degli arbitri nell'istruzione probatoria tra arbitrato interno e arbitrato internazionale*, in *Dir. comm. int.*, 2010, pp. 441 ss.
- *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in *Omaggio a Piergaetano Marchetti. Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, a cura di Luigi Arturo Bianchi, Federico Ghezzi, Mario Notari, Università Bocconi Editore, Milano, 2010, pp. 437 ss.
- *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in AA.VV., *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate: i risultati di una ricerca*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010, pp. 89 ss.
- *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in *Riv. dir. comm.* 2010, I, pp. 935 ss.

### 2011

- *La class action all'italiana: un prodotto difettoso?*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 5/2011, pp. 7 ss.

- *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni societarie*, a cura di Maurizio Irrera, Zanichelli, Bologna, 2011, pp. 3 ss.
- *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 319 ss.
- *La class action all'italiana: un prodotto difettoso?*, in AA.VV., *Class Action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia*, Atti del Convegno Courmayeur, 1-2 ottobre 2010, Giuffrè, Milano, 2011, pp. 89 ss.
- *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanon, Utet giuridica, Torino, 2011, pp. 631 ss.
- *I controlli societari: recenti riforme antichi problemi*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2011, I, pp. 535 ss.
- *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 685 ss.
- *La experiencia italiana en la configuración de los modelos monista y dualista de administración y control*, in AA.VV., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España, Cuestiones pendientes de reforma*, Atti Congreso Internacional de derecho de sociedades Madrid 27-28 aprile 2010, t. 1, Aranzadi, Navarra, 2011, pp. 547 ss.
- *Organismo di vigilanza 231 e gruppi di società*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Cacucci, Bari, 2011, pp. 633 ss.
- *Le operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2011, pp. 373 ss.
- *I poteri degli arbitri nell'istruzione probatoria tra arbitrato interno e arbitrato internazionale*, in *Scritti in onore di Aldo Frignani*, Jovene, Napoli, 2011, pp. 373 ss.
- *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, a cura di Alberto Jorio, Torino, 8-9 aprile 2011, Giuffrè, Milano, 2012, pp. 163 ss.
- *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, pp. 820 ss.
- *I diritti degli azionisti delle società quotate dopo il d.lgs. 27/2010*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 983 ss.

## 2012

- *Il sistema dei controlli nella spa e nella srl: proposte di riforma*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 12/2012, pp. 9 ss.
- *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, pp. 379 ss.
- *Art. 2391-bis c.c. e Delibera Consob 12 marzo 2010, n. 17221*, in *Il testo unico della finanza, aggiornato al D.Lg. 16 aprile 2012, n. 47*, a cura di Marco Fratini e Giorgio Gasparri, vol. III, Utet Giuridica, Torino, 2012, pp. 2721 ss.
- *Impresa a base familiare e società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 381 ss.
- *Le diverse forme giuridiche dei soggetti economici*, in AA.VV., *Le diverse forme giuridiche dei soggetti economici in Italia dopo la crisi: i risultati di una ricerca*, Atti del Convegno "Osservatorio del Diritto societario" Milano, 19 gennaio 2012, Il Sole 24 Ore, Milano, 2012, pp. 53 ss.



- *Riflessioni conclusive*, in *Le diverse forme giuridiche dei soggetti economici in Italia dopo la crisi: i risultati di una ricerca*, in AA.VV., *Le diverse forme giuridiche dei soggetti economici in Italia dopo la crisi: i risultati di una ricerca*, Atti del Convegno “Osservatorio del Diritto societario” Milano, 19 gennaio 2012, Il Sole 24 Ore, Milano, 2012, pp. 121 ss.
- *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, pp. 243 ss.
- *Impresa a base familiare e società per azioni*, in AA.VV., *L'impresa familiare: modelli e prospettive*, Atti del Convegno Courmayeur, 30 settembre-1 ottobre 2011, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 37 ss.

### 2013

- *Corporate governance e sistema dei controlli*, in AA.VV., *Corporate governance e “sistema dei controlli” nella s.p.a.*, a cura di Umberto Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, pp. 1 ss.
- *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 42 ss.
- *Corporate governance, sistema dei controlli e procedure antiriciclaggio*, in AA.VV., *Riciclaggio e corruzione: prevenzione e controllo tra fonti interne e internazionali*, Atti del Convegno Courmayeur, 28-29 settembre 2012, Milano, Giuffrè, 2013, pp. 79 ss.
- *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo*, Atti Convegno Milano, 5 ottobre 2012, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 193 ss.
- *Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, pp. 245 ss.
- *Controlli interni, ruolo degli organi sociali, gestione del rischio nel settore assicurativo*, in AA.VV., *L'evoluzione del diritto delle assicurazioni continuità o rottura con il passato?*, Atti del Convegno Firenze, 8 febbraio 2013, in [www.cesifin.it](http://www.cesifin.it), pp. 31 ss.
- *Le agenzie di rating*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 511 ss.
- *Corporate governance e sistema dei controlli interni*, in AA.VV., *I grandi temi della corporate governance*, a cura di Claudia Tedeschi, Giuffrè, Milano, 2013, pp. 89 ss.
- *Modello “231” e l'organismo di vigilanza nel sistema dei controlli societari: un quadro di insieme*, prefazione in AA.VV., *Modello organizzazione D.lgs. 231 e organismo di vigilanza. Guida operativa*, Eutekne, Torino, 2013, pp. 19 ss.
- *Il nuovo arbitrato societario nel contesto della riforma dell'arbitrato di diritto comune*, in AA.VV., *Arbitrato. Profili di diritto sostanziale e di diritto processuale*, a cura di Guido Alpa e Vincenzo Vigoriti, Utet Giuridica, Torino, 2013, pp. 995 ss.
- *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Giur. it.*, 2013, pp. 2175 ss.
- *L'arbitrato societario: appunti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2013, pp. 1275 ss.
- *Dalla corporate governance al modello di organizzazione 231. Il coordinamento dei controlli societari*, in AA.VV., *La responsabilità da reato degli enti collettivi: a dieci anni dal d.lgs. n. 231/2001. Problemi applicativi e prospettive di riforma*, a cura di Alfonso Maria Stile, Vincenzo Mongillo, Giovanni Stile, Napoli, Jovene, 2013, pp. 137 ss.
- *Montagna e assicurazione: profili generali*, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 627 ss.
- *The Aida World Congress 2014: an Update*, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 754 ss.

- *Montagna e assicurazione: profili generali*, in AA.VV., *Montagna, rischio e responsabilità*, Atti del Convegno Courmayeur, 5 aprile 2013, pp. 119 ss.
- *Società tra professionisti, società tra avvocati, associazioni professionali: much ado about nothing?*, in *Rassegna forense*, 2013, pp. 797 ss.

## 2014

- *Modello «231» e organismo di vigilanza nel sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 2/2014, pp. 7 ss.
- *Fattibilità del piano nel concordato preventivo, tra giurisprudenza della Suprema Corte e nuove clausole generali*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 3/2014, pp. 7 ss.
- *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in AA.VV., *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Atti del convegno Roma, 16-17 dicembre 2011, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 53 ss.
- *Il diritto commerciale all'epoca della crisi*, relazione introduttiva in *Atti convegno ODC*, Roma, 21-22 febbraio 2014, pubblicato sul sito [www.orizzontideldiritto.commerciale.it](http://www.orizzontideldiritto.commerciale.it).
- *Fattibilità del piano nel concordato preventivo, Sezioni Unite e nuove clausole generali*, intervento a seminario a commento di Cass., S.U. 23 gennaio 2013, n. 1521, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 230 ss.
- *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: proposte di restyling*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 11/2014, pp. 7 ss.
- *Società tra professionisti, società tra avvocati, associazioni professionali: la montagna e il topolino*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 268 ss.
- *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 403 ss.
- *I doveri degli amministratori degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, Atti convegno Firenze, 12 aprile 2013, Giappichelli, Torino, 2014, pp. 35 ss.
- *Arbitrato e impresa tra istituti consolidati e prospettive di riforma*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 14/2014, pp. 9 ss.
- *L'arbitrato societario: criticità e prospettive di riforma*, in *Giur. it.*, pp. 1522 ss.;
- *Dall'impresa all'attività economica: verso una nuova sistematica?* in *Analisi giuridica dell'economia*, 1/2014, pp. 45 ss.
- *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa, Società, banche e crisi d'impresa*, Utet giuridica, Torino, 2014, pp. 2167 ss.
- *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio*, in AA.VV., *Oltre le parole i numeri: il diritto societario a dieci anni dalla riforma*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2014, pp. 97 ss.
- *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Atti del convegno Courmayeur, 20-21 settembre 2013, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 13 ss.
- *Le agenzie di rating: appunti*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di Angela Principe, Giuffrè, Milano, 2014, pp. 389 ss.

- *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, I, pp. 393 ss.
- *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione. Saluti e ringraziamenti*, in *Assicurazioni*, 2014, III, pp. 533 ss.
- *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in AA.VV., *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni* a cura di Vincenzo Calandra Buonauro, Alessio Bartolacelli e Filippo Rossi, Giuffrè, Milano, 2014, pp. 7 ss.
- *Società tra professionisti, società tra avvocati, associazioni professionali: la montagna e il topolino*, in *Società tra professionisti e alternative*, Atti del convegno Milano, 23 ottobre 2013, Giuffrè, 2014, pp. 83 ss.
- *L'exercice du pouvoir dans les sociétés en Italie*, in *Le pouvoir dans les sociétés*, Journées chiliennes, Travaux de l'Association, Tome LXII/2012, Bruylant, 2014, pp. 383 ss.
- *Globalizzazione, società, mercati finanziari*, in *Diritto del lavoro e mercato globale: atti del Convegno in onore di Paolo Tosi*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014, pp. 317 ss.
- *Sistema dei controlli e proposte di riforma*, in AA.VV., *Nuove tendenze della governance societaria dopo la riforma Vietti*, Atti del convegno Roma, 12 giugno 2012, a cura di Claudia Tedeschi e Maria Teresa Bianchi, Giuffrè, Milano, 2014, pp. 7 ss.
- *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 1068 ss.

## 2015

- *Società quotate, mercati finanziari e relazioni con gli investitori*, in AA.VV., *Derecho de sociedades, gobierno corporativo y relaciones con inversores*, Atti del Convegno organizzato da Javier Ibáñez Jiménez e Mónica Martín de Vidales Godino, Madrid, 23 febbraio 2015 presso l'Universidad Pontificia Comillas, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 2, marzo 2015, pp. 7 ss., in [http://www.comillas.edu/images/catedras/Garrigues/Cuadernos\\_C%C3%A1tedra\\_Garrigues\\_vol.\\_2.pdf](http://www.comillas.edu/images/catedras/Garrigues/Cuadernos_C%C3%A1tedra_Garrigues_vol._2.pdf).
- *Società tra professionisti, società tra avvocati, associazioni professionali: la montagna e il topolino*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, t. 1, *Impresa e società*, Giuffrè, Milano, 2015, pp. 513 ss.
- *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garanzie della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 120 ss.
- *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, pp. 63 ss.
- *Problemi d'attualità voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 221 ss.
- *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 13-14 giugno 2014, Giuffrè, Milano, 2015, pp. 171 ss.
- *Collegio sindacale, flussi informativi e governo societario: novità e prospettive*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 15/2015, pp. 10 ss.

- *Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 44, Enero-Junio 2015, pp. 15 ss.
- *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la Sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 478 ss.
- *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Osservatorio del dir. civ. e comm.*, 1/2015, pp. 133 ss.
- *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 4/2015, pp. 779 ss.
- *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in AA.VV., *Categorie e terminologie del diritto nella prospettiva della comparazione*, a cura di M. Graziadei e B. Pozzo, Atti del III Congresso Nazionale SIRD, Como, 14-15 marzo 2014, Milano, 2015, pp. 159 ss.
- *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 957 ss.
- *L'arbitrato societario: appunti*, in *Prospettive e limiti dell'autonomia privata, Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015, t. 3, pp. 2151 ss.
- *Differenza tra attivo e passivo e quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori*, con interventi a commento di Cass., S.U., 6 maggio 2015, n. 9100, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 670 ss.
- *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in AA.VV., *Il governo delle banche*, a cura di Angela Principe, Giuffrè, Milano, 2015, pp. 53 ss.
- *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 22/2015, pp. 9 ss.
- *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in AA.VV., *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni*, Atti del convegno Venezia, 9-10 maggio 2014, *Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito*, in ricordo di Giulio Partesotti, a cura di Lorenzo De Angelis, Giuliana Martina, Alberto Urbani, Cedam, Padova, 2015, pp. 1 ss.
- *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2015, I, pp. 707 ss.
- *La disciplina degli emittenti: profili generali*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Filippo Annunziata, Egea, Milano, 2015, pp. 213 ss.
- *L'influenza del diritto europeo sul diritto societario italiano*, presentazione del tema del VII Convegno annuale dell'Associazione *L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi*, Roma, 10 luglio 2015, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it).
- *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, pp. 507 ss.
- *Diritto, dottrina e giurisprudenza tra questioni sistematiche, profili professionali e offerta didattica*, in *Giornata di confronto sui temi della didattica*, Venaria Reale, 22 settembre 2015, in [http://elearning.moodle2.unito.it/giurisprudenza/pluginfile.php/14853/mod\\_resource/content/2/intervento%20Prof.Montalenti\\_22092015.pdf](http://elearning.moodle2.unito.it/giurisprudenza/pluginfile.php/14853/mod_resource/content/2/intervento%20Prof.Montalenti_22092015.pdf).
- *Collegio sindacale, flussi informativi e governo societario: novità e prospettive*, in

AA.VV., *Norme di comportamento del collegio sindacale società non quotate*, Atti convegno ODCEC, Torino, 6 luglio 2015, in [http://www.odcec.torino.it/public/convegni/documentazione\\_a\\_cura\\_del\\_prof.\\_montalenti.pdf](http://www.odcec.torino.it/public/convegni/documentazione_a_cura_del_prof._montalenti.pdf).

## 2016

- *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 1 ss.
- *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in AA.VV., *Aspetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Maurizio Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, pp. 3 ss.
- *Introduzione* in AA.VV., *Avoid, transfer, retain. Aspetti giuridici dell'enterprise risk management e diritto delle assicurazioni*, a cura di Oreste M. Calliano, Giappichelli, Torino, 2016, pp. VII ss.
- *Modello 231 e organismo di vigilanza nel quadro della corporate governance e del sistema dei controlli societari*, in AA.VV., *Risk management: perspectives and open issues. A multi-disciplinary approach*, a cura di Valter Cantino, Paola De Vincentiis, Gabriella Racca, McGraw-Hill Education, Londra, 2016, pp. 756 ss.
- *Il diritto commerciale, oggi: appunti*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3/2015.
- *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in AA.VV., *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di Paolo Montalenti, Atti del Convegno Courmayeur, 19-20 settembre 2014, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 91 ss.
- *La consulenza tecnica, in arbitrato, in materia di compravendite societarie*, in *Giur. arb.*, 2016, pp. 136 ss.
- *Audizione del prof. avv. Paolo Montalenti alla Commissione Giustizia della Camera dei Deputati* (Roma, 23 giugno 2015), in *Giur. arb.*, 2016, pp. 146 ss.
- *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 111 ss.
- *Abuso della personalità giuridica, socio tiranno, responsabilità di gruppo*, in AA.VV., *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, diretto da Oreste Cagnasso, Luciano Panzani, vol. II, Utet giuridica, Torino, 2016, pp. 2923 ss.
- *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"* in AA.VV., *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Atti del Convegno Courmayeur, 18-19 settembre 2015, Milano, 2016, pp. 13 ss.
- *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in AA.VV., *L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 1/2016.
- *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di Umberto Tombari, Atti del Convegno Milano, 6 novembre 2014, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 29 ss.
- *Harmonization and regulatory competition, State regulation and Freedom of Contract, Institutionalism and Contractualism in Corporate Law*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 13-14 novembre 2015, a cura di Giuseppe Carcano, Chiara Mosca e Marco Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 81 ss.

- *Abusi di mercato e procedimento CONSOB: il caso Grande Stevens e la Sentenza CEDU*, in AA.VV., *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo. Ancora sull'adattamento dell'ordinamento italiano alla Convenzione europea?*, a cura di Eva Desana, Paolo Montalenti, Margherita Salvadori, Atti tavola rotonda, Torino, 17 aprile 2014, Napoli, 2016, pp. 75 ss.
- *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in AA.VV., *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Maurizio Irrera, Zanichelli, Torino, 2016, pp. 1 ss.
- *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 420 ss.
- *La consulenza tecnica, in arbitrato, in materia di compravendite societarie*, in AA.VV., *La consulenza tecnica nel giudizio arbitrale: il caso del danno da inadempimento contrattuale*, a cura di Stefano Azzali, Giacomo Rojas Elgueta, Andrea Zoppini, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 87 ss.
- *I gruppi di società: dottrina, giurisprudenza e prassi*, Atti del Convegno Torino, 29 settembre 2016, *Le aggregazioni fra imprese: analisi delle diverse forme in una prospettiva interdisciplinare*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 5/2016, pp. 76 ss.
- *Verso un nuovo diritto della crisi d'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 938 ss.
- *Intervento al Convegno*, in AA.VV., *Terzo rapporto annuale sull'arbitrato "Impugnazione e revisione del lodo arbitrale"*, Atti del Convegno Roma, 27 maggio 2016, *Quaderni della Corte Nazionale Arbitrale*, Pisa, 2016, pp. 62 ss.
- *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in AA.VV., *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, Atti del Convegno Novara, 4 giugno 2015, *I Quaderni di RES*, Novara, 2016, pp. 45 ss.

### 2017

- *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario nella "giurisprudenza delle imprese"*, a cura di M. Cera, Paolo Flavio Mondini e Gaetano Presti, Giuffrè, Milano, 2017, pp. 111 ss.
- *La nuova disciplina del bilancio (a proposito del volume di Ermanno Bocchini)*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 3/2017, pp. 143 ss.
- *Arbitrato societario e materie compromettibili*, in *Riv. arb.*, 2017, pp. 231 ss.
- *Prevenzione dei reati tributari (c.d. cooperative compliance), Modello 231, sistemi di controllo e governance societaria: profili generali e ipotesi di riforma*, in *Il nuovo diritto delle società – NDS*, 9/2017, pp. 963 ss.
- *L'arbitrato nelle proposte della Commissione Alpa: un'introduzione*, in *Giur. arb.*, 2017, pp. 97 ss.
- *L'arbitro nel «sistema giustizia»: stato dell'arte e prospettive*, in *Giur. arb.* 1/2017, pp. 177 ss.
- *Introduzione in La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, II, pp. 775 s.

### 2018

- *Il diritto concorsuale tra passato e futuro*, in AA.VV., *Le procedure concorsuali verso la riforma tra diritto italiano e diritto europeo*, Atti del Convegno Courmayeur, 23 e 24 settembre 2016, Giuffrè, Milano, 2018, pp. 11 ss.

- *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 62 ss.
- *Tutela delle minoranze e sistema dei controlli*, in *La tutela del socio e delle minoranze*, *Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di Francesco Barachini, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 51 ss.
- *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss.
- *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, pp. 873 ss.
- *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, 951 ss.
- *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Umberto Tombari, Atti del Convegno Milano, 16 marzo 2017, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 61 ss.
- *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, pp. 13 ss.
- *Il gruppo di società a partecipazione pubblica*, in *Le imprese a partecipazione pubblica*, a cura di Gaetano Presti e Mauro Renna, Giuffrè, Milano, 2018, pp. 35 ss.
- *La Corporate Governance bancaria oggi: profili generali*, in *La Banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 22 e 23 settembre 2017, Giuffrè, Milano, 2018, pp. 85 ss.
- *Mercato assicurativo e proposte di riforma*, in AA.VV., *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, Atti del Convegno Camerino, 16 e 17 settembre 2016, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2018, pp. 101 ss.

## 2019

- *A che cosa serve il diritto?* in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, pp. 329 ss.
- *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta dalla "Proposta Rordorf al Codice della crisi"*, in AA.VV., *In ricordo di Michele Sandulli. La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 482 ss.
- *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in AA.VV., *L'abuso del diritto in materia tributaria e gli istituti del diritto civile e commerciale*, Atti del Convegno Roma, 4 novembre 2016, a cura di Franco Gallo e Giuliana Scognamiglio, Giuffrè, Milano, 2019, pp. 105 ss.
- *Le società a partecipazione pubblica quotate*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal Testo Unico*, Atti del convegno Sassari, 18-19 maggio 2018, Giuffrè, Milano, 2019, pp. 305 ss.
- *Prefazione. Il Modello "231" e l'Organismo di vigilanza nel sistema dei controlli societari: un quadro di insieme*, in AA.VV., *Modello organizzativo D.lgs. 231 e organismo di vigilanza*, seconda edizione, Eutekne, Torino, 2019, pp. 25 ss.
- *Introduzione* in AA.VV., *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di Stefano A. Cerrato, Giappichelli, Torino, 2019, pp. XVII ss.
- *Società e impresa tra contratto e "neoistituzionalismo"*, in AA.VV., *Attualità e necessità del pensiero di Santi Romano*, a cura di Roberto Cavallo Perin, Giovanna Colombini, Fabio Merusi, Aristide Police, Alberto Romano, Editoriale Scientifica, Napoli, 2019, pp. 89 ss.

**2020**

- *L'amministrazione delegata nelle società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Maurizio Irrera, Giappichelli, Torino, 2020, pp. 625 ss.
- *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 14 e 15 settembre 2018, Giuffrè, Milano, 2020, pp. 15 ss.
- *Il socio di società quotata*, in AA.VV., *Disciplina della società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, vol. I, *Principi e metodo, società e organizzazione*, a cura di Antonio Nuzzo e Andrea Palazzolo, Luiss University Press, Roma, 2020, 169 ss.
- *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, pp. 227 ss.
- *Start up, p.m.i. innovative: tipi, modelli e mercati finanziari*, in AA.VV., *Start up e p.m.i. innovative*, a cura di Oreste Cagnasso e Angelo Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, pp. 39 ss.
- *Intervento al convegno Impresa, società, governance: problemi e prospettive* tenuto a Torino il 16 febbraio 2018 in occasione della presentazione del volume *Impresa, società di capitali, mercati finanziari* di Paolo Montalenti, Giappichelli, Torino, 2017, in *Giur. comm.*, 2020, I, pp. 434 ss.
- *La responsabilità degli amministratori non esecutivi* (con Federico Riganti), in AA.VV., *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali. profili sostanziali e processuali*, a cura di Matteo De Poli e Gianluca Romagnoli, Pacini Giuridica, Roma, 2020, pp., 79 ss.
- *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, I, 2020, pp. 829 ss.

**2021**

- *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in AA.VV., *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, Atti del Convegno Courmayeur, 20 e 21 settembre 2019, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2021, pp. 13 ss.
- *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, pp. 11 ss.
- *Insurance Law and Corporate Governance in Europe: a general overview*, in *Assicurazioni*, 2021, pp. 9 ss.
- *Editoriale. Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, pp. 3 ss.
- *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, pp. 39 ss.
- *Le riforme del codice civile: assetti organizzativi societari*, in AA.VV., *La riforma delle procedure concorsuali. In ricordo di Vincenzo Buonocore*, a cura di Alberto Jorio e Roberto Rosapepe, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2021, pp. 41 ss.



- *Intervento*, in AA.VV., *Le imprese pubbliche nel Rapporto Barca e il diritto azionario italiano*, in *Giur. comm.*, I, 2021, pp. 538 ss.
- *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in AA.VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, Tomo II, a cura di Concetto Costa, Aurelio Mirone, Roberto Pennisi, Pierpaolo Sanfilippo, Ruggiero Vigo, Giappichelli, Torino, 2021, pp. 671 ss.
- *Aspetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in AA.VV., *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021*, Liber amicorum per Alberto Jorio, a cura di Stefano Ambrosini, Zanichelli, Bologna, 2021, pp. 701 ss.
- *Crisi d'impresa e risanamento aziendale: prime riflessioni*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, pp. 1587 ss.
- *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021, pp. 1107 ss.

## 2022

- *Il bilancio di esercizio: introduzione*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, pp. 215 ss.
- *Intervento in il diritto commerciale e la progettata riforma della laurea a ciclo unico in giurisprudenza*, seminario 15 maggio 2021, in *Giur. comm.*, 2022, I, pp. 152 ss.
- *Il diritto commerciale tra specialità e generalità nel dibattito scientifico e istituzionale: spunti di riflessione*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2022, pp. 337 ss.
- *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022, pp. 9 ss.
- *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, pp. 1 ss.
- *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, Atti del Convegno Courmayeur, 9 aprile 2021, Giuffrè Francis Lefevre, Milano, 2022, pp. 13 ss.
- *Il diritto societario europeo*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, pp. 963 ss.
- *Startup, P.M.I. innovative: tipi, modelli e mercati finanziari: profili generali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, pp. 1105 ss.
- *La corporate governance nella società per azioni: profili generali*, in AA.VV., *Trattato delle Società – Collana OMNIA*, Tomo II, a cura di Donativi, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2022, pp. 1181 ss.
- *Introduzione. Il diritto societario europeo*. in AA.VV., *Le Società*, a cura di Paolo Montalenti, in *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, diretto da Gianmaria Ajani e Gian Antonio Benacchio, Vol. IV, Giappichelli, Torino, 2022, pp. 1 ss.

## AUTRICI E AUTORI \*

Niccolò Abriani

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Firenze*

Anna Rosa Adiutori

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Marco Aiello

*Associato di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Carlo Amatucci

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Federico II"*

Stefano Ambrosini

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"*

Carlo Angelici

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Marco Arato

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Genova*

Luigi Ardizzone

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Brescia*

Christian Armbrüster

*Ordinario di Diritto privato nella Freie Universität Berlin*

Eugenio Barcellona

*Associato di Diritto commerciale nell'Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"*

Amedeo Bassi

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Federico II"*

Lorenzo Benedetti

*Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università di Pisa*

Angelo Bertolotti

*Già Avvocato del Foro di Torino*

---

\* L'elenco delle qualifiche è stato condiviso con Autrici e Autori del volume.

Vito Bevivino

*Ricercatore di Diritto dell'economia nell'Università "Ca' Foscari" di Venezia*

Massimo Bianca

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Trieste*

Luigi A. Bianchi

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*

Francesca Bichiri

*Assegnista di ricerca nell'Università di Torino*

Pietro Boero

*Notaio in Torino*

Luca Boggio

*Associato di Diritto commerciale nella Link Campus University di Roma*

Guido Bonfante

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Concetta Brescia Morra

*Ordinaria di Diritto dell'economia nell'Università Roma Tre*

Alice Briguglio

*Dottoranda di ricerca nell'Università di Milano*

Federico Briolini

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università "Gabriele d'Annunzio" di Chieti-Pescara*

Oreste Cagnasso

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Mia Callegari

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Mario Campobasso

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"*

Ilaria Capelli

*Associata di Diritto commerciale nell'Università dell'Insubria*

Giovanni Capo

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Salerno*

Vincenzo Cariello

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*

Raffaele Caterina

*Ordinario di Diritto privato nell'Università di Torino*

Daniela Caterino

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università "Aldo Moro" di Bari*

- Maurizio Cavanna  
*Associato di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Paolo Felice Censoni  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Urbino "Carlo Bo"*
- Mario Cera  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pavia*
- Elia Cerrato García  
*Dottorando nell'Alma Mater Studiorum – Università di Bologna*
- Stefano A. Cerrato  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Antonio Cetra  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*
- Marco Cian  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Padova*
- Alessandro Cogo  
*Associato di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Paoloefisio Corrias  
*Ordinario di Diritto dell'economia nell'Università di Cagliari*
- Monica Cossu  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Sassari*
- Concetto Costa  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Catania*
- Gastone Cottino  
*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Marco D'Arrigo  
*Avvocato del Foro di Torino*
- Alessandra Daccò  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Milano-Bicocca*
- Lorenzo De Angelis  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università "Ca' Foscari" di Venezia*
- Giada Emanuela De Leo  
*Dottoranda di ricerca nell'Università di Torino*
- Nicola de Luca  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"*
- Matteo De Poli  
*Ordinario di Diritto dell'economia nell'Università di Padova*

- Vincenzo De Stasio  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bergamo*
- Francesco Denozza  
*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Milano*
- Annamaria Dentamaro  
*Associata di Diritto commerciale nell'Università di Foggia*
- Eva R. Desana  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Vincenzo Di Cataldo  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Catania*
- Maria Di Sarli  
*Associata di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Vincenzo Donativi  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università LUM - Giuseppe De Gennaro*
- Bruno Dondero  
*Professore nell'Ecole de droit de la Sorbonne (Université Paris 1)*
- Massimo Fabiani  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università del Molise*
- Giuseppe Fauceglia  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Salerno*
- Raffaele Felicetti  
*Assegnista di ricerca nella Luiss "G. Carli"*
- Giuseppe Ferri jr  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*
- Giovanni Figà-Talamanca  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma "Tor Vergata"*
- Francesco Fimmanò  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Mercatorum*
- Sabino Fortunato  
*Emerito di Diritto commerciale nell'Università Roma Tre*
- Elena Fregonara  
*Associata di Diritto commerciale nell'Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"*
- Giulia Garesio  
*Dottoranda di ricerca nell'Università di Torino*
- Anna Genovese  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Verona*

Paolo Ghionni Crivelli Visconti

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Napoli Suor Orsola Benincasa*

Gianvito Giannelli

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università "Aldo Moro" di Bari*

Enrico Ginevra

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bergamo*

Gian Luca Greco

*Associato di Diritto dell'economia nell'Università di Milano*

Patrizia Grosso

*Associata f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Fabrizio Guerrera

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Messina*

Gianluca Guerrieri

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Alma Mater Studiorum – Università di Bologna*

Giuseppe Guizzi

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma "Tor Vergata"*

Carlo Ibba

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Sassari*

Maurizio Irrera

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Alberto Jorio

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Peter Kindler

*Ordinario di Diritto commerciale nella Ludwig-Maximilians-Universität (LMU) di Monaco di Baviera*

Marco Lamandini

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Alma Mater Studiorum – Università di Bologna*

Sara Landini

*Ordinaria di Diritto dell'economia nell'Università di Firenze*

Raffaele Lener

*Ordinario di Diritto dei mercati finanziari nell'Università di Roma "Tor Vergata"*

Mario Libertini

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Elisabetta Loffredo

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Cagliari*

Fabrizio Maimeri

*Ordinario f.r. di Diritto dell'economia nell'Università Guglielmo Marconi*

- Angelo Mambriani  
*Magistrato presidente di Sezione nel Tribunale di Milano*
- Giorgio Marasà  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Roma "Tor Vergata"*
- Piergaetano Marchetti  
*Emerito di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*
- Giuliana Martina  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università "Ca' Foscari" di Venezia*
- Marco Maugeri  
*Ordinario di Diritto commerciale presso l'Università Europea di Roma*
- Giovanni Meruzzi  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Verona*
- Gianni Mignone  
*Associato di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Ugo Minneci  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*
- Massimo Miola  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Federico II"*
- Alessandro Monteverde  
*Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"*
- Umberto Morera  
*Ordinario di Diritto bancario nell'Università di Roma "Tor Vergata"*
- Gian Domenico Mosco  
*Ordinario di Diritto commerciale nella Luiss "G. Carli"*
- Federico M. Mucciarelli  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Modena e Reggio Emilia*
- Giuseppe Niccolini  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nella Luiss "G. Carli"*
- Mario Notari  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*
- Gustavo Olivieri  
*Ordinario di Diritto commerciale nella Luiss "G. Carli"*
- Maurizio Onza  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Brescia*
- Ilaria Pagni  
*Ordinario di Diritto processuale civile nell'Università di Firenze*

- Luciano Panzani  
*Magistrato a riposo*
- Federica Pasquariello  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Verona*
- Sergio Patriarca  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università dell'Insubria*
- Ugo Patroni Griffi  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università "Aldo Moro" di Bari*
- Marino Perassi  
*Avvocato Generale della Banca d'Italia*
- Michele Perrino  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Palermo*
- Andrea Perrone  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*
- Barbara Petrazzini  
*Associata di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Lucia Picardi  
*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Federico II"*
- Vincenzo Pinto  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pisa*
- Paolo Piscitello  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Federico II"*
- Giuseppe Antonio Policaro  
*Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Irene Pollastro  
*Ricercatrice di Diritto commerciale nell'Università di Torino*
- Giuseppe B. Portale  
*Emerito di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*
- Gaetano Presti  
*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*
- Angela Principe  
*Ordinaria f.r. di Diritto dell'economia nell'Università di Salerno*
- Luciano M. Quattrocchio  
*Ricercatore di Diritto dell'economia nell'Università di Torino*
- Gabriele Racugno  
*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Cagliari*



Paolo Rainelli

*Associato di Diritto commerciale nel Politecnico di Torino*

David Ramos Muñoz

*Associato di Diritto nell'Universidad Carlos III de Madrid*

Riccardo Ranalli

*Dottore commercialista e revisore legale dei conti in Torino*

Elena Ratti

*Dottoranda di ricerca nell'Università di Torino*

Matteo Rescigno

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*

Giuseppe Alberto Rescio

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*

Paolo Reviglione

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Mercatorum*

Marco Ricolfi

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Federico Riganti

*Ricercatore di Diritto dell'economia nell'Università di Torino*

Emanuele Rimini

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*

Rossella Rivaro

*Ricercatrice di Diritto commerciale nel Politecnico di Torino*

Nicola Rondinone

*Ordinario di Diritto commerciale nella LIUC – Università Cattaneo*

Serenella Rossi

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università dell'Insubria*

Riccardo Russo

*Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università di Torino*

Roberto Sacchi

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*

Andrea Sacco Ginevri

*Ordinario di Diritto dell'economia nell'Università Telematica Internazionale Uninettuno di Roma*

Luigi Salamone

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Cassino e del Lazio Meridionale*

Pierpaolo M. Sanfilippo

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Catania*

Renato Santagata

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Napoli "Parthenope"*

Vittorio Santoro

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Siena*

Daniele U. Santosuosso

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Bianca Maria Scarabelli

*Dottoranda di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*

Giorgio Schiano di Pepe

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nell'Università di Genova*

Laura Schiuma

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Perugia*

Giulia Schneider

*Ricercatrice di Diritto dell'economia nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*

Antonella Sciarrone Alibrandi

*Ordinaria di Diritto dell'economia nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*

Giuliana Scognamiglio

*Ordinaria di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Michele Siri

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Genova*

Paolo-Maria Smirne

*Dottorando di ricerca nell'Università di Torino*

Paolo Spada

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Roma "La Sapienza"*

Marco Speranzin

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Padova*

Marina Spiotta

*Associata di Diritto commerciale nell'Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro"*

Marco Saverio Spolidoro

*Ordinario di Diritto industriale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano*

Mario Stella Richter jr

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma "Tor Vergata"*

Giovanni Strampelli

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*

Fabrizio Sudiero

*Assegnista di ricerca nell'Università di Torino*

Andrea Tina

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*

Umberto Tombari

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Firenze*

Luca Tubaro

*Dottore di ricerca nell'Università di Roma "Tor Vergata"*

Andrea Tucci

*Ordinario di Diritto bancario e del mercato finanziario nell'Università di Foggia*

Marco Ventoruzzo

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università Bocconi*

Paolo Venero

*Dottore commercialista e revisore legale dei conti in Torino*

Andrea Vicari

*Ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Milano*

Gustavo Visentini

*Ordinario f.r. di Diritto commerciale nella Luiss "G. Carli"*

Giuseppe Zanarone

*Emerito di Diritto commerciale nell'Università di Pavia*

## UN LUNGO CAMMINO

di *Gastone Cottino*

È esistito a Torino, incastonato tra le antiche case del cuore della città, un albergo ristorante il cui nome, Canelli, è tuttora inestricabilmente associato, nel ricordo mio e dei miei concittadini più attempati e non dimentichi della propria storia e delle proprie radici, al suo essere stato, tra il 1943 e il 1945, nei drammatici e meravigliosi venti mesi di lotta di liberazione, un punto nevralgico di incontro, accoglienza, smistamento dell'organizzazione clandestina: dove, in discretamente appartati salotti di gozzaniano stile demodé, si svolgevano, sotto gli occhi protettivi e complici dei suoi contitolari coniugi Chiadò, le riunioni del Comitato piemontese di liberazione nazionale e si tessevano le fila dell'attività resistenziale e delle trattative per gli scambi tra partigiani arrestati e nemici catturati. È poi divenuto, nel dopoguerra, sino a che non fu costretto a chiudere i battenti dall'avanzare dell'età dei suoi titolari e dal mutamento dei tempi e delle mode, meta abituale di vecchi compagni di lotta, occasione per essi di respirare, nella confortevole cornice di una buona cucina piemontese, qualche superstite scampolo di aria pura, non ancora contaminata dall'oblio e dalla rimozione, a ritrovarvi frammenti di memoria.

Fu perciò non casualmente che proprio lì, una sera di fine anni Sessanta, a cena, io e mia moglie Silvana, ci trovassimo seduti, nel tavolo accanto al nostro, Giorgio Montalenti e con lui, poco più che adolescenti, i suoi figli Paolo e Franca. Conoscevo Giorgio da anni; a lui, più anziano di me, mi univa, lui rappresentante socialista nel comitato di liberazione, io semplice organizzatore e dirigente giovanile, la comune esperienza resistenziale. Paolo invece lo incontravo per la prima volta; con lui scambiammo soltanto poche parole: che mi diedero però sin da subito la sensazione di una sua forte propensione, allora più orientata verso la filosofia che verso il diritto, per gli studi.

Non so se quell'incontro abbia avuto, anche per Paolo, un valore quasi profetico. A me, a ripensarlo a tanti anni di distanza e a ricollocarlo nel ricordo del luogo in cui esso avveniva, piace e penso non sia inappropriato vedervi il presagio e preludio di un quasi cinquantennale sodalizio di vita, di lavoro, di affetti: che, pur nel suo dipanarsi ed evolversi nel tempo e nel differenziarsi di scelte di metodo e di approcci ideologici, non avrebbe mai né tradito né appannato la comune fedeltà al messaggio civile e politico di libertà e fratellanza che trasudava da quelle mura.

Avrei reincontrato Paolo, ormai «convertito» all'opzione giuridica, alcuni anni dopo, prima frequentatore, nelle aule di via Sant'Ottavio, del mio corso di Diritto commerciale, guidandolo poi nella preparazione della tesi di laurea, da lui discussa nel 1975: e cui avrebbe fatto immediatamente seguito il suo coinvolgimento in una ricerca triennale finanziata dal CNR sulle Partecipazioni statali in Italia e in Europa. Il tema era di stringente attualità e interesse in una fase storica – gli anni Settanta del Novecen-

to – contrassegnata da un'ancora penetrante presenza pubblica nell'economia e percorsi da fermenti innovativi, sommovimenti sociali e forti spinte riformatrici: tale perciò da risultare particolarmente attraente, per i giovani più politicamente maturi, nel clima effervescente di quegli anni. Come infatti avvenne, consentendo di avviare giovani laureati o laureandi in giurisprudenza e in economia, cui il finanziamento assicurava una discreta retribuzione mensile, al loro apprendistato scientifico e formativo: essere per essi palestra di apprendimento, addestramento ed esperienze sul campo, banco di prova e trampolino di lancio verso future carriere accademiche e professionali.

Di quella elettrizzante avventura didattica e culturale sarebbero stati non spregevole né effimero frutto (e ricco infatti tuttora di suggestioni per l'oggi) i tre volumi pubblicati dalla Casa editrice Einaudi nel 1978. Essa rappresentò per Paolo, autore di tre densi saggi apparsi nel primo volume, la prima tappa della sua maturazione di giurista e di studioso. In essi accortamente destreggiandosi tra rigore nell'indagine e radicalità dell'approccio ideologico, egli infatti equilibratamente bilanciava l'impetosa denuncia degli aspetti degenerativi, burocratici e clientelari del fenomeno con l'analisi delle sue potenzialità quale strumento (se non di trasformazione e rovesciamento del sistema nel suo complesso) di impulso e regolazione dei fatti economici e delle crisi: già ben mettendo in luce quella sensibilità per il dato reale, per il rapporto tra diritto, storia ed economia, che, chiusa la parentesi delle «utopie» novecentesche e incanalata la ricerca entro le ordinate disegnate dal quadro «filosofico» e socioeconomico divenuto egemone a fine novecento, sarebbero stati costanti connotati del suo operato di giurista.

È sempre difficile, e anche forse un po' arbitrario, suddividere le fasi di un percorso scientifico entro rigide scansioni temporali. Credo tuttavia che sia proprio il «girare del vento» di fine Novecento a offrire una bussola di orientamento.

Individuerei infatti il punto di sutura e di ingresso, se così posso chiamarlo, di Paolo Montalenti nell'universo societario e nell'«ortodossia» commercialistica, nella sua prima bella monografia su *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*: che pur ancora influenzata, come non si mancò strumentalmente (e ingiustamente, data l'attualità, anche per i giuristi, dell'argomento) di addebitargli, dalle «impennate eterodosse» della sua prima stagione di studi, aveva tutte le carte in regola sia sotto il profilo tecnico che sotto quello logico-costruttivo. E ancor più nettamente, e nettamente emendato da ogni residua reminiscenza del recente passato, nel lavoro, pubblicato a breve distanza (1985), *Il socio accomandante*. Un lavoro che tuttora si segnala per l'originale rilettura della sua figura di socio capitalista, relegata entro gli stretti limiti imposti dal divieto di immistione e destinata perciò ad assumere, a contropartita della limitazione di responsabilità per i debiti sociali, una posizione defilata e passiva nella gestione: cui invece l'autore dischiudeva, con soluzioni talora a mio avviso arditamente estremizzanti, ma sempre riconosco congruamente motivate e ricche di suggestioni, più dinamiche prospettive di attiva partecipazione ed intervento.

Di società di persone Paolo Montalenti si sarebbe dopo di allora occupato solo saltuariamente. Dagli anni Novanta del Novecento l'ago dei suoi interessi si sarebbe spostato verso le società di capitali: sin dal primo approccio cogliendo il senso e la portata delle epocali trasformazioni che, sulle ceneri delle politiche del diritto dominanti sin quasi alle soglie degli anni Novanta e sull'onda del neoliberismo e della *deregulation*,

avrebbero scritto un nuovo capitolo della storia del capitalismo: della stagione in cui, parafrasando Ripert, *Le capitalisme (re)créa son droit*.

Nel 1991 Paolo pubblica il pionieristico e provocatorio saggio sul *Leveraged buyout*, nel 1995 la monografia sulle *Offerte pubbliche di acquisto*; nel 2004 quella (ampliata e rivista nel 2010) sulle *Società quotate* e, ancora nel 2010, un ampio contributo al volume sulle *Società per azioni* nel *Trattato di diritto commerciale* da me diretto.

Con questi lavori si intercaleranno, e dal 2010 diverranno modo abituale per Paolo di tradurre in scrittura i risultati delle sue ricerche, tre raccolte di scritti, su *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, nel 1999, su *Società per azioni, corporate governance, mercati finanziari*, del 2011, su *Impresa, società di capitali e mercato finanziario*, del 2017: frutto a loro volta di una scelta di metodo (non inusuale nella commercialistica italiana: si pensi a Ascarelli, Oppo, Minervini) tesa a privilegiare la saggistica sulla monografia, a sacrificare l'organicità, e la rigidità del lavoro monotematico alla varietà e articolazione di un amplissimo ventaglio di indagini, riflessioni, suggestioni: che, saldamente ancorate ad alcune linee portanti – il mercato, la concorrenza, la globalizzazione – spaziano tra argomenti di teoria e inquadramento generale (penso *ex multis* alle innovative riflessioni sulla nozione di impresa e sulla personalità giuridica, alla rivisitazione critica del principio di tipicità delle società, agli studi sul concetto di interesse sociale e sul suo progressivo liberarsi dalla contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo, all'originale elaborazione della teoria dei vantaggi compensativi nelle operazioni infragruppo) e il confronto ravvicinato con il diritto vivente e le sue problematiche nei suoi profili sia sostanziali che processuali, sia fisiologici che patologici, sia di diritto comunitario che comparato.

E che, accortamente raggruppate in capitoli omogenei, sono ricomposte in un quadro unitario alle cui molte iridescenze fa da collante il comune principio ispiratore: consentendo al loro autore sia di più efficacemente mettere a fuoco il suo pensiero e di sviluppare, con non spenti echi di giovanili scalpitanti impennate, un'analisi propositiva e critica sui temi nodali del governo societario, della trasparenza, controllo e autoregolazione della gestione, del potere e delle responsabilità di chi è chiamato a esercitarlo, della sofferta dialettica tra maggioranze e minoranze della tutela degli investitori dei cosiddetti *stakeholders*; sia di interrogarsi sui possibili correttivi: sinteticamente riassunti nelle formule dell'etica delle regole e dell'autodisciplina, e cui (lo ha puntualmente sottolineato Paolo nella sua ultima lezione del 26 aprile 2021) l'incalzante evolversi della legislazione comunitaria e il richiamo a più stringenti salvaguardie dei valori ambientali, della sostenibilità e dei diritti di tutti coloro che partecipano al processo produttivo, dovrebbero offrire, con la forza vincolante dei suoi dettati, ulteriori strumenti di contrappeso ed intervento.

Paolo Montalenti è, come a tutti e ben noto, un alpinista provetto: arrampicatore, guida alpina e, da me confesso invidiato, eccellente sciatore. Ha, dell'alpinista il passo sicuro, l'occhio attento, la familiarità con i rischi e le insidie della montagna, l'eleganza dell'arrampicare, l'ansia e la volontà di ricercare vie nuove, il piacere della conquista.

Ed è così che mi piace vederlo nell'esercizio del suo mestiere di giurista.

Di alpinista del diritto, scalatore, con lo stesso passo sicuro e l'elegante leggerezza dello stile, degli impervi pendii della ricerca, esploratore di terre vergini e delle sabbie mobili del cambiamento, delle trasformazioni e del capovolgimento di orizzonti norma-

tivi ed esegetici: alla costante ricerca di vie nuove e soluzioni originali, in essa non esitando a mettere spericolatamente in discussione, spargliando le carte, costruzioni teoriche consolidate, a gettare pietre in acque stagnanti.

Di alpinista del diritto e instancabile promotore e protagonista di iniziative di studio, di confronto tra le idee, nelle riviste, nei convegni, nei seminari e nei molti incontri multidisciplinari da lui organizzati sulle riforme; di aggregazioni associative nei campi più svariati, assicurativo (come non ricordare la presidenza di AIDA Sezione Piemonte e Valle d'Aosta dal 2007 e poi di AIDA Italia dal 2010), societario, fallimentare (e tutti gli siamo debitori della determinazione con cui ha ridato vita e slancio al «glorioso» Laboratorio di diritto commerciale).

Di esperto rassicurante capocordata dei tanti giovani che egli ha avviato, seguito, confortato e spronato nella loro formazione di giuristi e che oggi decisamente contribuiscono a rinnovare e rinvigorire, assicurandone la continuità, la scuola commercialistica torinese.

È stato davvero un lungo cammino: e ricolmo il cestello del raccolto.

Buon compleanno, Paolo.

*Torino, 22 gennaio 2021*

## ... MA IL VIAGGIO PROSEGUE

di *Stefano A. Cerrato*

Scrivere del proprio maestro, specie in quel particolare momento della sua vita accademica in cui transita – come l’asettico gergo burocratico recita – “fuori ruolo”, è molto insidioso perché si ha la sensazione che si stia chiudendo una lunga parentesi di vita e professione, che termini un “cammino” – per usare la vivida metafora di Gastone Cottino –, ed è forte il desiderio di cogliere l’occasione per voltarsi indietro e tracciare quasi un bilancio di tanti anni di intensa e fruttuosa collaborazione scientifica e, prima ancora, di frequentazione personale.

In realtà, credo sinceramente che ben poco potrei aggiungere ad un volume che coralmemente – negli oltre centocinquanta scritti di insigni maestri, autorevoli studiosi e studiosi italiani e stranieri, giovani e giovanissime leve (non solo) della Scuola torinese, nel ritratto magistrale pennellato da Gastone Cottino, nelle affettuose allocuzioni di saluto delle colleghe e colleghi del “suo” Dipartimento di Giurisprudenza – esprime nei confronti di Paolo i più vivi e sinceri sensi di affetto, di stima e non ultimo di riconoscenza per l’insostituibile contributo e gli insegnamenti che ha offerto al diritto commerciale.

Anzi, rischerei facilmente di scadere in un esercizio di pubblica celebrazione gratulatoria, non voluta dall’allievo, imbarazzante per il maestro.

Mi piace invece portare una testimonianza, specie per i più giovani che possano aspirare ad intraprendere un percorso accademico, di cosa per me abbia significato il privilegio di essere accolto, io neolaureato, come allievo nella Scuola torinese sotto l’ala protettiva di Paolo, e avere, con il passare degli anni, insieme ad altri giovani colleghe e colleghi, raccolto gradualmente il gravoso testimone da chi ci ha preceduto facendoci noi – e, almeno nel mio caso, con consapevole senso di inadeguatezza – carico di proseguire questo cammino.

Ha scritto tanti anni fa Gastone Cottino che imboccare la carriera accademica è scelta «*dura e aleatoria*»; posso confermare che lo è stato, e oggi lo è certamente molto più di un tempo, soggiungo. È dunque ancora più imprescindibile avere una guida – cioè un “maestro” secondo quella che continuo a trovare la definizione più pregnante e forse, per me, sensibile al fascino del passato, anche molto poetica della comunione intellettuale che si instaura – perché esprime nell’etimo composto *magis-ter* l’essenza del ruolo di colui che è “più esperto” e diviene punto di riferimento di altri.

Quando esattamente venticinque anni fa, nel lontano pomeriggio del 26 novembre 1996, timida matricola di Giurisprudenza qual io ero iniziai a frequentare – confesso, con scelta dettata più che altro da una comodità di orari delle lezioni – il corso C dell’insegnamento di Diritto privato che la Facoltà aveva appena assegnato a un giovane professore “nuovo”, che proveniva da Scienze politiche, Paolo Montalenti, rimasi



subito affascinato non solo dalla chiarezza nell'esposizione e dalla capacità di rendere semplici e comprensibili, anche per chi era alle prime armi e veniva da studi liceali scientifici, concetti complessi e molto tecnici (ricordo ad esempio, proprio nelle prime lezioni, il tema dell'interpretazione giuridica che subito mi appassionò portandomi poi alla lettura dell'insuperabile volume di Tarello del 1982), ma anche dalla sempre garbata disponibilità e pazienza con la quale si soffermava dopo la lezione a rispondere alle domande, magari anche ingenui, di noi studentesse e studenti.

Non nego di averne molto approfittato, forse fin abusato, tanto che quasi venne instaurandosi con il professor Montalenti una sorta di abitudine, cioè di percorrere insieme i portici di via Po dal Cinema dove si tenevano le lezioni – ahimè non ho avuto la fortuna di essere studente al nuovissimo Campus Luigi Einaudi! – al parcheggio dell'università, un breve tratto durante il quale beneficiavo di un "supplemento" peripatetico di lezione.

Ritrovai poi Paolo Montalenti, tre anni dopo, titolare di Diritto commerciale II, insegnamento monografico dedicato alla società quotata, la cui disciplina era stata appena rivoluzionata dalla legge Draghi. Fu quello, tra l'altro, e ancora per molti anni a venire, un vero e proprio cenacolo intellettuale nel quale – grazie all'instancabile cura con la quale Paolo e le sue assistenti del tempo (Barbara, Eva, Mia, Tilde) preparava le lezioni, organizzava seminari e seguiva chi volesse cimentarsi con la tesi di laurea – crebbero giovani leve molte e molti dei quali sono poi divenuti notai, avvocati, magistrati o colleghi oggi professori, tutti di grande spessore, brillante acume intellettuale, grande sensibilità anche pratica, e che ricordo con affetto e amicizia, senza poterli qui nominare uno ad uno.

Fu nel corso di quell'insegnamento che ebbi il coraggio di confessare a Paolo (verso cui era impossibile non nutrire un timore reverenziale) il mio interesse nella carriera accademica e gli chiesi se e come potessi coltivarla. Ecco, mi sono sempre chiesto – magari scioccamente – se sia il maestro che sceglie e accoglie un allievo o sia l'allievo che sceglie di seguire un maestro; e nel tempo mi sono convinto che è un'alchimia unica frutto di entrambe le cose, perché fra maestro e allievo si instaura un rapporto biunivoco di costante e continuo dialogo nel quale è imprescindibile che l'allievo voglia e sia disposto, anche con molti sacrifici, a ricevere gli insegnamenti, i consigli, le critiche ed anche i rimproveri (che nei miei confronti non sono mancati, ovviamente, ma sempre costruttivi) che il maestro – impegnatosi a "crescerlo" – gli rivolga. Forse ai più parrà forse scontato ma non lo credo pensando a quanto sia oggi facile che un giovane si disamori della carriera accademica non appena ne incontri asprezze e difficoltà o si senta trascurato da chi dovrebbe invece condurlo per mano.

È così iniziato per me, dall'anno 2000, un lungo e proficuo apprendistato (al quale mi sono potuto dedicare intensamente grazie alla disponibilità di tempo che mi veniva concesso dallo studio professionale al quale Paolo mi aveva con lungimiranza indirizzato) fatto di partecipazione e supporto nelle lezioni dei suoi insegnamenti, nella partecipazione alle commissioni di esami delle cattedre di diritto commerciale (e molto ho appreso da Guido Bonfante, Gino Cavalli, Alberto Jorio, Marco Ricolfi, Marcella Sarale, Roberto Weigmann, prima, da Oreste Cagnasso poi, la cui cattedra nella Facoltà di economia, oggi Dipartimento di management, ho ereditato), nell'assistenza a studenti e tesisti, nel disbrigo di attività burocratiche di vario genere, per richieste di fondi, parte-

cipazione a progetti di ricerca e acquisti per la biblioteca – tutte sempre utilissime per comprendere fin da subito gli oscuri meccanismi del mondo universitario –, nell’organizzazione di seminari (come non citare i *Laboratori di diritto commerciale* così cari a Paolo!) e, naturalmente e prima di tutto, nella ricerca scientifica e nella predisposizione di pubblicazioni.

È infatti indubbiamente questa – la ricerca scientifica – il vero banco di prova per chi aspira alla carriera accademica e non desidera soltanto collaborare con il mondo universitario disimpegnando pur importanti e preziosi incarichi di docente a contratto o di tutor.

Come tutti, neppure io sapevo, all’inizio, se fossi o meno portato per la “ricerca”, e non nascondo che ero anche un po’ restio ad affrontare questa “sfida”, dubbioso delle mie capacità. E fu di nuovo Paolo, con la consueta saggezza del maestro, a darmi un giorno la giusta spinta dicendomi pressappoco che chi non studia e pubblica... fa poca strada nel mondo universitario! Questo ricordo mi offre lo spunto anche per sfatare un pregiudizio che spesso circonda il mondo accademico, e cioè che tutto sommato per far carriera sia solo importante scegliere il “giusto” mentore accademico. Indubbiamente – e sono ancora sagge parole di Gastone Cottino – è importante che la propria guida sia «abile e autorevole sul piano esterno» ma sia chiaro che ben poco conta il maestro se l’allievo non si è impegnato nel tempo e con costanza per avere le “carte in regola” (un adeguato numero di pubblicazioni, su temi diversificati, in diverse riviste scientificamente autorevoli, sviluppate lungo un percorso di studi al quale si è applicato con dedizione, voglia e sacrificio) dimostrando di possedere il giusto livello di maturità e capacità. E credo di poter dire che è grazie al mio maestro, ai suoi insegnamenti, ai suoi incitamenti, ai suoi rimproveri, a volte anche in toni molto energici, magari quando pigrizia e sconforto mi assalivano (e succede più spesso di quanto si pensi, non li temano i giovani), che ho potuto farmi trovare pronto ogni volta che si è presentata l’occasione, che fosse il bando per una borsa di studio e di ricerca piuttosto che la procedura di abilitazione nazionale per la prima fascia.

Potrei forse proseguire ricordando altri momenti del mio lungo sodalizio con Paolo, ma rischerei di annoiare chi legge.

Vorrei concludere con un’ultima riflessione.

Paolo è stato ed è – pure oggi che mi riserva il privilegio di considerarmi un collega – il maestro al quale ho sempre fatto riferimento, ed è per me un onore potermi dire suo allievo diretto; ma come egli ha ricordato in occasione della “lezione aperta” del 26 aprile 2021, tutti noi siamo – chi direttamente, chi indirettamente – allievi di Gastone Cottino, al cui magistero devo una parte importantissima del mio essere studioso, ma prima ancora uomo e cittadino. Dal nostro comune Maestro ho appreso, in questi venticinque anni di frequentazioni, molti insegnamenti preziosi che posso solo in piccola parte ricordare: la passione, vitalità e curiosità con le quali Gastone continua a seguire l’evoluzione della società e del diritto sono uno sprone a guardare costantemente avanti e sempre con spirito critico; l’attenzione che dedica con immutata passione e affetto ai giovani e giovanissimi, senza mai imporre idee o opinioni, testimoniano il profondo attaccamento alla Scuola – e forse prima ancora ad un ideale di Scuola – che ha portato avanti raccogliendo l’eredità di Paolo Greco, tramandandola ai suoi allievi diretti, e da questi a noi; e non ultimo, la tenacia e costanza nell’adempiere con tutto se stesso –

partigiano e testimone di quasi un secolo di storia – al “dovere della memoria” mi ricorda ogni giorno l’importanza non solo di difendere ma anche di promuovere attivamente i valori della Resistenza e della democrazia, l’importanza della Storia, piccola o grande che sia, e dei ricordi, come ho sempre cercato di fare anche fuori dal contesto puramente accademico.

Siamo una Scuola perché tutti noi, maestri e allievi, sotto la comune guida di Gastone, abbiamo appreso insegnamenti e valori umani e personali, prima che accademici e professionali, che sentiamo nostri e a nostra volta condividiamo e tramandiamo, ciascuno ovviamente con le proprie sfumature di carattere, la propria inclinazione di pensiero, le passioni e i difetti.

È in questo – ne sono intimamente convinto – che si condensa l’essenza ultima e profonda di una Scuola e di un maestro.

E se sapremo dare continuità alla Scuola, ora che tocca a noi più giovani raccogliere questa gravosa eredità, mi sento di dire, almeno per me, che il merito dovrà essere condiviso con i nostri maestri: *«siamo come nani sulle spalle di giganti, così che possiamo vedere più cose di loro e più lontane, non certo per l’altezza del nostro corpo, ma perché siamo sollevati e portati in alto dalla statura dei giganti»*.

Grazie Paolo, per tutto, ieri, oggi e domani.

*Torino, 26 novembre 2021*

## SALUTI DEL DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA PER IL CONGEDO DI PAOLO MONTALENTI

A nome del Dipartimento di Giurisprudenza porgo un saluto affettuoso e grato a Paolo Montalenti in occasione della sua ultima partecipazione al Consiglio.

Marco Ricolfi, Mia Callegari ed Eva Desana illustreranno più nel dettaglio la sua figura di studioso.

Paolo Montalenti ha trascorso trent'anni a Torino come Professore, mi piace ricordarlo, prima di Istituzioni di diritto privato e poi di Diritto commerciale, un docente apprezzatissimo, capace di attirare a sé i migliori studenti e studentesse.

Pur scegliendo di non rivestire incarichi istituzionali nel Dipartimento, per la sua lucidità, la sua costante attenzione ai problemi dell'Università, il suo equilibrio, la sua autorevolezza è sempre stato un punto di riferimento, sempre pronto a offrire il suo contributo di fronte a un problema difficile o una scelta complessa. Dietro i suoi frequenti scherzosi riferimenti alla "tabellologia" e agli eccessi burocratici della nostra Università, si è sempre scorta un'attenzione costante, direi appassionata, ai veri grandi temi della didattica e una concezione altissima del compito formativo dell'Università.

Anche sul piano scientifico Paolo Montalenti ha saputo porsi come un interlocutore prezioso anche fuori dai confini della sua materia, per la sua cultura, per la sua attenzione anche ai temi di teoria generale del diritto, non solo privato, per la sua capacità di cogliere, oltre i problemi specialistici, le linee di evoluzione della nostra società. È stato, infine, un collega piacevolissimo, elegante e misurato, spesso capace di mettere nella giusta prospettiva le cose anche con la sua garbata ironia. (*Raffaele Caterina*)

\* \* \*

È con una certa emozione che prendo la parola in occasione dell'ultimo Consiglio di Dipartimento cui partecipa il collega – e soprattutto amico – Paolo Montalenti. E l'emozione è dovuta a tanti fattori: la stessa lunghezza del percorso che ha compiuto con noi (e a cui ho avuto la fortuna di partecipare fin dagli esordi: abbiamo lavorato insieme dal lontano – pensate – 1974!), la qualità del suo contributo scientifico, l'intensità e costanza del suo insegnamento.

Quanto al contributo scientifico: è impressionante. Si tratta di oltre 300 contributi se si sta alla sua bibliografia per così ufficiale; ma l'ultima volta che l'ho vista ho dovuto segnalargli varie omissioni importanti. L'ampiezza dei temi trattati è anch'essa davvero assai significativa: si va dal diritto societario classico al diritto delle assicurazioni, passando per i grandi temi della democrazia industriale e della governance dell'impresa; negli ultimi tempi sono emersi nella sua produzione i grandi temi del futuro dell'*environment, social e governance* (ESG). Siccome poi la qualità conta più della quantità, mi piace ricordare quante volte Paolo ha intuito prima dei tempi le dimensioni reali dei fenomeni che si stavano delineando nelle nostre economie e nel governo delle im-

prese. Quando è uscito il suo contributo del 1991 sulle operazioni di *leveraged buyout* pochi avevano iniziato a comprendere, come lui intuì e segnalò, i guasti che avrebbe potuto comportare, se portato agli estremi, il culto della massimizzazione dello *shareholder value*. Personalmente, io ci sono arrivato molto ma molto più tardi; e oggi dico: Paolo aveva ragione già molto tempo fa.

Paolo ci ha anche dato lustro come legislatore, o, forse, dovrei dire come consigliere del legislatore. Ai miei studenti ricordo sempre, quando insegno un tema importante come il diritto dei gruppi di società, che la quadra della nostra disciplina attuale è stata trovata quando il prof. Montalenti ha suggerito, e concettualmente fondato, la formula dei “vantaggi compensativi” fra imprese appartenenti allo stesso gruppo. Questo è uno solo dei momenti in cui l’opera costante di Paolo in Commissioni, ufficiali e no, ha lasciato un’impronta sull’evoluzione del nostro diritto societario.

In occasioni come queste si ricorda anche la partecipazione a istituzioni e accademie; anche qui la presenza di Paolo è stata particolarmente significativa: ricordo solo che è membro dell’Accademia delle Scienze di Torino, membro effettivo dell’Accademia dei Giusprivatisti europei, membro accademico dello *European Corporate Governance Institute* di Bruxelles e che è stato Presidente del Consiglio Direttivo di Orizzonti del diritto commerciale, Associazione italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale.

Ho lasciato da ultimo, perché veramente fondamentale, l’apporto che Paolo ha dato al *core business* della nostra Università, collocandosi in una linea di prosecuzione diretta di un grande insegnamento, quello del Maestro di noi tutti, Gastone Cottino. Parlo delle lezioni: dopo l’esperienza di Trento e di Scienze politiche qui di Torino, per trent’anni ha tenuto l’insegnamento di diritto commerciale, riscuotendo fra l’altro il plauso degli studenti (come ben so direttamente, avendo un figlio che ha studiato Giurisprudenza). Questo per lezioni sempre affollate e ricche di quella combinazione fra dottrina, esperienza pratica e testimonianze esterne, che sarebbe ottimale, se solo riuscissimo ad arrivarci come lui ci è sempre arrivato. Parlo degli allievi e della scuola: le moltissime tesi portate alla discussione si sono spesso tradotte nella selezione di giovani studiosi, che poi hanno fatto chi bene e chi benissimo (non cito i nomi, perché li conoscete tutti).

Fra i suoi meriti anche quello, raro, di sapere “presidiare”: accorgersi della possibile emersione di un problema, o di un’opportunità o, anche, di una costellazione in formazione con il dovuto anticipo, per orientare al meglio l’evoluzione. Dote che, posso aggiungere, è rara: io non la possego; ma questo mai mi ha preoccupato, perché ho sempre contato sull’intuito e sull’attenzione dell’amico.

Del passaggio di consegne odierne Paolo può essere più che orgoglioso: affida al gruppo un’eredità molto ricca; e per la verità tutti quanti possiamo essere orgogliosi del fatto che quando Roberto Weigmann, Paolo e (l’anno prossimo) io avremo lasciato, alla guida ci saranno due giovani e valorose colleghe, a riprova che il *gender balance* non è solo una bella frase ma una realtà che sta prendendo piede e promette assai bene. (Marco Ricolfi)

Ci uniamo al ringraziamento di Marco e aggiungiamo alcune parole per salutare affettuosamente Paolo Montalenti, che è stato per tutti e tutte noi studiosi e studiosi di diritto commerciale più giovani, prima ancora che un autorevole Collega, una guida e un punto di riferimento della nostra Scuola, che fa capo al Maestro, Gastone Cottino. È sempre stato presente ogni volta che un componente della Scuola ha avuto bisogno di lui, anche solo per discutere il contenuto e il titolo di un articolo o per aiutarlo a decidere in quale Università recarsi per un'esperienza all'estero. Paolo si è sempre interessato della carriera e dei successi di ciascuno e ciascuna di noi, accompagnandoci con i suoi preziosi consigli e continua a farlo con i nostri giovani e le nostre giovani. Non a caso è stato Direttore scientifico del Master per Giuristi d'impresa per quasi dieci anni; è sempre stato un importante riferimento nel Collegio Docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale dell'Università Bocconi di Milano e ha sempre seguito, fin dalla sua nascita, le vicende del Dottorato in Diritto, Persona e Mercato del nostro Dipartimento.

Si è già soffermato Marco sull'apporto scientifico al formante dottrinale e sull'eterogeneità dei temi approfonditi, a testimonianza della *vis expansiva* della materia e a definitiva smentita, come rammenta sempre Paolo, del luogo comune che assimila il diritto commerciale al "diritto dei bottegai". Se pensando ai "titoli" dei libri di Paolo, viene subito alla mente la fondamentale monografia sul socio accomandante, non si può dimenticare che Paolo è conosciuto anche all'estero come uno dei massimi esperti di *corporate governance* in materia di società di capitali e i suoi lavori sono citati da molti autori stranieri. In più di un'occasione ha tenuto relazioni in convegni internazionali, a conferma di quella vocazione transnazionale del diritto commerciale di cui Paolo ha sempre posto in luce l'importanza, da ultimo dedicandosi al coordinamento del volume sulle società del Trattato di diritto dell'Unione Europea, di prossima uscita.

Vogliamo poi richiamare anche la sua non comune capacità di coniugare la professione di avvocato, a cui si è dedicato con serietà e dedizione, conseguendo molti successi di cui peraltro non si è mai fatto vanto, con quella di accademico: le sue lezioni e i suoi interventi sono stati vivificati dal ricorso all'esempio concreto, arricchiti dalla sua esperienza nelle aule di Giustizia e dalla partecipazione come consulente a operazioni di grandissimo rilievo per la nostra economia; caratteristiche che i nostri studenti e studentesse hanno sempre mostrato di apprezzare e che hanno fatto sì che le aule (reali e virtuali...) dove si tenevano i suoi insegnamenti fossero sempre affollate; tuttavia ha sempre avuto cura che la sua attività di legale fosse subalterna al suo impegno nell'Accademia, pur utilizzando i suoi molteplici rapporti professionali e le sue conoscenze per arricchire le esperienze di apprendimento dei nostri studenti e studentesse: Paolo è stato uno dei primi ad esempio a organizzare la partecipazione degli studenti e delle studentesse alle assemblee di alcune società quotate. Inoltre, grazie alle sue iniziative, continua la tradizione torinese dei Laboratori di diritto commerciale, iniziati da Gastone Cottino, e da sempre appuntamento di confronto e aggiornamento molto atteso sia dagli studiosi che dai professionisti.

Si può senz'altro dire che ha esercitato e esercita la professione legale al massimo livello, ma senza dimenticare mai i suoi doveri di professore.

La sua autorevolezza lo ha portato nel 2010 alla presidenza della sezione nazionale di AIDA (associazione internazionale di diritto delle assicurazioni) succedendo ad Agostino Gambino e a essere altresì componente del *Presidential Council* di AIDA *World* dal 2010.

Infine, una *laudatio* delle sue doti sabaude: la serietà di Paolo Montalenti nell'approcciare qualsivoglia tema è nota a tutti e tutte noi.

Ha sempre dedicato grande attenzione all'organizzazione di ogni evento, dai convegni, alle lezioni, ai seminari, non trascurando neppure i minimi particolari e la sua cura nella scelta dei relatori e delle relatrici, dei titoli e dei temi dei convegni, l'attenta lettura delle relazioni da pubblicare negli atti ha contribuito a far assurgere alcuni eventi a veri e propri appuntamenti annuali di diritto societario, non solo fra accademici e accademiche, ma anche fra professionisti e professioniste. Ne citiamo uno per tutti: il convegno di Courmayeur di fine settembre, che da parecchi anni Paolo organizza in prima persona. Il convegno è oramai un'occasione di aggiornamento e di riflessione di altissimo livello a cui intervengono colleghi e colleghe provenienti da tutta Italia e dall'estero.

Concludiamo, ma Paolo già ne è informato, con un affettuoso avvertimento: non creda che rinunceremo al suo supporto... continueremo a coinvolgerlo nella vita del nostro Dipartimento e a considerarlo un punto di riferimento della nostra Scuola.

*(Eva R. Desana e Mia Callegari)*

*Torino, 26 novembre 2021*

PARTE I  
IL DIRITTO SOCIETARIO TRA PARADIGMI  
CLASSICI E NUOVE SFIDE





# «SOCIETÀ» IN EUROPA: PAROLE E PARADIGMI

di Carlo Angelici

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La «società». – 3. Le «società» e la «persona». – 4. «Società» e «patrimonio». – 5. «Società», «contratto» e «fatto».

1. *Premessa.* – È fuori questione, ma merita in ogni caso di essere sempre ricordato, che la comparazione giuridica richiede necessariamente, quando non vuole ridursi a un catalogo di fonti e soluzioni normative, la consapevolezza del significato storico e dei valori semantici coinvolti e implicati nei termini che si vogliono comparare.

Ugualmente è fuori questione che storia e linguaggio sono fra loro interdipendenti: nel senso che l'una assegna significato all'altro, mentre questo è poi in grado di influire sullo svolgimento di quella.

Il che in concreto significa che per la comparazione e per la sua concreta utilità avviene necessario un equilibrio fra due esigenze in certo modo contrapposte: tener conto che le diverse storie dei singoli ordinamenti ben possono, e in effetti molto spesso, dover far riconoscere un significato differente a termini che pur rappresentano lessicalmente la traduzione dell'uno con l'altro; ma anche non arrendersi di fronte al carattere approssimativo del confronto in cui la comparazione fondamentalmente risulta e che è poi a sua volta funzionale alla comunicazione (inevitabilmente approssimativa, ma ugualmente utile sia per la teoria sia per la prassi<sup>1</sup>) fra ordinamenti.

Per convincersi dell'esigenza di tener conto di questi diffusi rilievi, che vanno ben al di là dei temi giuridici e conseguono al carattere necessariamente approssimativo del linguaggio, è forse sufficiente ricordare che lemmi centrali per gli ordinamenti privatistici contemporanei come quelli di «proprietà» e «contratto» assumono in essi, e ovviamente a seguito di diverse evoluzioni storiche, significati tutt'altro che omogenei<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Doveroso è ricordare in argomento uno dei più autorevoli studiosi del diritto commerciale che a questi temi ha dedicato le sue ultime ricerche, TERRANOVA, *Il ragionamento giuridico*, Milano, 2021; cfr. pure, sempre fra gli autori che si occupano dei temi qui trattati, con accenti diversi, gli spunti in SPADA, *Mon droit, en quelques mots*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 687; e i saggi raccolti in CARIELLO, *Paradigmi e linguaggi interpretativi*, Torino, 2022.

<sup>2</sup> Si tratta di punti notissimi e sui quali non pare invero necessario soffermarsi. Può essere sufficiente ricordare da un lato il regime anglosassone della proprietà immobiliare e, in termini più generali, il percorso storico delle nozioni di «proprietà» e «diritto soggettivo» tracciato da VILLEY, di cui v. i saggi raccolti in *La formation de la pensée juridique moderne*, Paris, 2013 (fra gli altri cfr. pure, per una ricostruzione non del tutto coincidente, GORDLEY, *Foundations of Private Law*, Oxford-New York, 2006, spec. 49 ss.; e l'ampia indagine storiografica di BLAUFARB, *The Great Demarcation. The French Revolution and the Invention of Modern Property*, Oxford-New York, 2016); e dall'altro, per quanto riguarda il contratto, la diffusa opinione, pur non priva di criticità e in effetti spesso discussa, che distingue due linee evolutive, una che muove dalla concezione giusnaturalista imperniata sulla promessa

Del che ovviamente non si può non tenere conto, ma che non può impedire il confronto e la comparazione.

Né sorprende che queste esigenze generalissime si manifestino anche, e con particolare incisività, riguardo al diritto societario. In effetti, se esso è uno dei momenti in cui gli ordinamenti giuridici hanno risposto e rispondono alle moderne esigenze del capitalismo, quelle cioè affermatesi nel mondo occidentale degli ultimi due secoli<sup>3</sup>, pare del tutto naturale che tale risposta abbia subito variazioni in conseguenza dei diversi modi in cui tale sistema socio-economico si è affermato e, inoltre, poiché vi è stata una storica connessione con la forma stato, dei differenti percorsi seguiti nella formazione degli stati nazionali.

Il punto si rivela, in modo eclatante, osservando che il fenomeno da noi chiamato società per azioni è denominato, pur in ordinamenti che utilizzano la medesima lingua, *corporation* negli Stati Uniti di America e *company* in Inghilterra. Usi linguistici che, come sempre, non possono considerarsi neutrali, evocando il primo il «corpo» che si viene a creare e il secondo la comunità dei soci (che infatti sono intesi come *members* e non *shareholders*); e che in effetti si spiegano per una ben diversa storia: essendo la moderna *company* il risultato di un'evoluzione, fondamentalmente privatistica e largamente spontanea, in certo modo anzi con finalità elusive di limitazioni come quelle poste dal *Bubble Act* del 1720, della *partnership* e della sua utilizzazione con la tecnica del *joint stock*; ed essendo invece la *corporation* nordamericana l'erede delle strutture utilizzate dalla corona inglese per lo sfruttamento coloniale, avendo implicato l'indipendenza l'assunzione da parte dei singoli parlamenti nazionali del potere di *incorporation* prima spettante al re (e mancando, bisogna aggiungere, un'esperienza autoctona come quella della *joint stock company*)<sup>4</sup>.

---

e intende il contratto come *Rechtsübertragung*, e un'altra, che muoverebbe dall'illuminismo e dalle posizioni kantiane, al cui centro si porrebbero la *Vereinigung* delle volontà e il *Rechtsverhältnis*: cfr. la chiara esposizione di SCHMIDLIN, *Die beiden Vertragsmodelle des europäischen Zivilrechts: das naturrechtliche Modell der Versprechensübertragung und das pandektischen Modell der vereinigten Willenserklärungen*, in *Rechtsgeschichte und Privatrechtsdogmatik*, hrsg. von ZIMMERMANN R., Heidelberg, 1999, 187 ss.; e la sua condivisione, fra gli altri, in BUSSEUIL, *Contribution à l'étude de la notion de contrat en droit privé européen*, Paris, 2009, 84 ss.; v. pure in argomento l'ampia analisi di SOMMA, *Autonomia privata e struttura del consenso contrattuale*, Milano, 2000, spec. 67 ss. e 178 ss.; e GIANTI, *La legge dei privati. Genealogia dei paradigmi continentali del contratto*, 2017, spec. 265 ss.

<sup>3</sup>Non è certo questa la sede per argomentare il convincimento di chi scrive che il significato del diritto commerciale quale forma giuridica tipica del capitalismo debba essere inteso in senso proprio, con la conseguenza, fra l'altro, che del primo può propriamente parlarsi solo quando è riconoscibile l'assetto socio-economico indicato con il secondo (e v., per qualche cenno ulteriore, il mio *In tema di "ricommercializzazione del diritto commerciale"*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 7). Mi limito a ricordare, per un profilo di immediata rilevanza per i temi qui in rilievo, che proprio la società per azioni, strumento giuridico senza dubbio tra i più significativi per l'affermazione del capitalismo (v. per esempio le classiche pagine di RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris, 1951, 51 ss.; ma anche, per un esempio di visione esasperatamente marxista, POSCH, *Kapitalassoziationen. Ihre Rechtsfähigkeit und die Dogmatik der juristischen Person im Dienste des Vormonopolistischen deutschen Kapitalismus*, Berlin, 1955, spec. 65 ss.), ha assunto tale significato e ha operato per così dire una sorta di metamorfosi rispetto al ruolo originario di strumento della politica mercantile dello stato colbertiano a seguito del processo di sua «privatizzazione» avviato con la codificazione napoleonica del 1807; mentre in precedenza, come testimoniato dalla *Ordonnance pour le commerce* del 1673, neppure era considerata nella disciplina privatistica dell'attività commerciale.

<sup>4</sup>Per una prima informazione su queste vicende e per qualche indicazione bibliografica rinvio al mio *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, spec. 153 ss.

Si giustifica allora la scelta di concentrare le seguenti pagine, dedicate a un'analisi comparata degli atteggiamenti generali nei confronti della fenomenologia societaria, sulle principali esperienze giuridiche dell'Europa continentale: quelle francese, tedesca e italiana. Ciò sembra a chi scrive poter al meglio valorizzare i ricavi che un giurista di diritto positivo, le cui finalità ultime non sono solo conoscitive, ma soprattutto applicative, può ottenere da una comparazione nella materia<sup>5</sup>.

Così orientato il discorso, e in definitiva circoscritto, diviene infatti possibile massimizzarne l'utilità (lo si ribadisce: per il giurista di diritto positivo): che è in funzione del confronto di esperienze, le quali per essere confrontabili richiedono la possibilità di un dialogo e quindi di dati *comuni* idonei a consentirlo; ma è in funzione anche della loro *diversità*, poiché ovviamente la comparazione ha un senso solo fra diversi.

Per il primo aspetto non vi è dubbio che la storia giuridica delle società nell'Europa continentale abbia rilevanti e significativi momenti comuni. Basta pensare al ruolo della codificazione francese: che è stata più che un modello per gli stati italiani pre-unitari e poi per quello unitario, ma che a seguito della vicenda napoleonica è stata anche in vigore per ben più di mezzo secolo in parte degli stati tedeschi, rappresentando allora un costante termine di confronto.

È interessante peraltro osservare come minore sembra essere stata per la costruzione giuridica del sistema l'influenza, anche nei paesi tedeschi, di codificazioni giusnaturalistiche come il *Allgemeines Landrecht* prussiano del 1794 e il *Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch* austriaco del 1812, pur esse lungamente in vigore per il diciannovesimo secolo (e in effetti il secondo formalmente ancora oggi, anche se, per quanto riguarda il diritto societario, profondamente riformato<sup>6</sup>). Ciò è probabilmente spiegabile, in termini generalissimi, per l'affermazione nella cultura giuridica tedesca di orientamenti culturali che per certi aspetti si contrapponevano al giusnaturalismo; e, con riferimento specifico al diritto societario, per il modo inadeguato e da molti punti di vista confuso in cui il *ALR* lo trattava<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Non intendo dire, ovviamente, che non possono essere rilevanti gli apporti derivanti da altre culture giuridiche, in particolare quelle anglosassoni: il che è innegabile solo se si pensa al ruolo che in esse viene dato ai profili, di immediato rilievo per quanto qui si dovrà trattare, della stabilità dell'impresa e del c.d. *asset partitioning* (e v., fra i tanti saggi notissimi in argomento e certamente utili, HANSMANN-KRAAKMAN-SQUIRE, *Law and the Rise of the Firm*, in *Harvard Law Rev.*, 119 (2006), 1333; LAMOREAUX, *Partnerships, Corporations and the Theory of the Firm*, in *American Economic Rev.*, 88 (1998), 66; e il lavoro monografico di ORTS, *Business Persons*, Oxford, 2013, spec. 133 ss. e 175 ss.). Penso però che lo studio di queste esperienze può essere utile, anzi indispensabile, quando obiettivo è confrontare vicende storiche ed economiche; meno invece per una comparazione il cui obiettivo sia soprattutto agevolare la comprensione degli schemi teorici, dei paradigmi, su cui un ordinamento è costruito e deve essere interpretato: comparazione la quale, per essere realmente proficua come tale (e non mera recezione di dati esterni) e non solo estrinseca, richiede non solo la diversità, ma anche elementi sufficientemente comuni.

<sup>6</sup> Mi riferisco a due interventi legislativi di sicura rilevanza per la presente materia: da un lato la sostituzione nel 2005 del *Handelsgesetzbuch* tedesco, che nel 1938 aveva sostituito il *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* (adottato nei territori austriaci nel 1862), con un nuovo *Unternehmensgesetzbuch* (*UGB*); e dall'altro, nel 2014, la riforma sia della disciplina della *Gesellschaft bürgerlichen Rechts* contenuta nel *ABGB* sia quella delle società di persone commerciali nel *UGB*.

<sup>7</sup> È in effetti consueto rilevare la difficoltà di comprendere un sistema articolato in una disciplina che prima considera le *allgemeinen* e le *besondern Gesellschaften*, come comunioni contrattuali (v. I 17 §§ 169 ss.); poi dedica un ampio titolo alla disciplina *Von Gesellschaften überhaupt, und von Corporationen und Gemeinen insonderheit* (così il II 6): v. per tutti le analisi in argomento di RÖH, *Die allgemeinen und besonderen Gesellschaften des Allgemeinen Landrechts für die Preußischen Staaten von 1794*, Münster, 1995; e JAHNTZ, *Privilegierte Handelscompagnien in Brandenburg und Preußen*, Berlin, 2006, spec. 162 ss.; per

e per la fondamentale estraneità del *ABGB* alle esigenze della nuova economia capitalistica<sup>8</sup>.

Ancora più nota è la constatazione di una tendenziale sincronia in alcuni dei passaggi storici di più significativa rilevanza politica, come quello in cui per le società per azioni venne superato il sistema concessorio<sup>9</sup>; e si concluse così il processo di loro «privatizzazione» avviato con il *code de commerce* del 1807<sup>10</sup>.

Né vi è bisogno di sottolineare come nella situazione odierna siano soprattutto questi tre ordinamenti a poter influire sulla formazione delle norme europee e sulla loro evoluzione. Il che, sommato a una loro tendenziale omogeneità in termini generali, rende la comparazione fra essi ben più utile per il giurista di diritto positivo di quanto possa esserlo di quella con altri politicamente forse persino più importanti<sup>11</sup>.

Non mancano neppure, d'altra parte, i profili di diversità in grado di dare un senso alla comparazione: che esprimono storie per certi aspetti parallele, ma per altri di sicuro differenti.

Si tratta al vertice, al di là di specifici esemplari cui si accennerà in seguito, di un diverso modo in cui è avvenuta l'unificazione giuridica dello spazio nazionale: che in Francia si è realizzata essenzialmente con la codificazione civile, rappresentandone sotto questo profilo quella commerciale una sorta di appendice; mentre in Germania questo ruolo è stato svolto *in primis* dalla codificazione commerciale, soltanto seguita, do-

---

un significativo esemplare della dottrina coeva, ROSIN, *Zur Lehre von der Korporation und Gesellschaft, insbesondere der erlaubten Privatgesellschaft, nach A.L.R. und heutigem preußischen Recht*, in *Beiträge zur Erläuterung des deutschen Rechts*, 27 (1883), 78; v. pure, per un esempio giurisprudenziale nel quale ci si è confrontati con questo assetto legislativo, *Reichsgericht*, 25 settembre 1890, in *RGZ*, 27, 183.

<sup>8</sup> Il punto può essere evidenziato, fra l'altro, segnalando che nella disciplina originaria del *ABGB* da un lato vi era un § 26, volto sostanzialmente a definire la posizione giuridica delle «persone morali», non risultando in effetti del tutto chiaro il suo ambito di applicazione e probabilmente dovendo essere circoscritto alle sole *Korporationen*; mentre da un altro lato era dettata una disciplina della società civile da intendere come forma generale della società e da utilizzare quindi indiscriminatamente per tutte le tipologie di cui si avvale la prassi: cfr. per tutti, riguardo a quest'ultimo aspetto, OSTHEIM, *Zur Rechtsfähigkeit von Verbänden im österreichischen bürgerlichen Recht. Ein Beitrag zur Auslegung des § 26 ABGB*, Wien-New York, 1967, 172 ss.

<sup>9</sup> Mi riferisco, come evidente, da un lato alla legge tedesca del 1870, su cui v. per tutti LIEDER, *Die 1. Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870*, in *Aktienrecht im Wandel*, I, hrsg. von BAYER-HABERSACK, Tübingen, 2007, 318 ss.; e da un altro lato alla legge francese del 1867, per cui cfr. l'ormai classico saggio di LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX<sup>e</sup> siècle*, Paris, 1985, 419 ss.

<sup>10</sup> Osserverei però anche che questa sincronia, sicuramente spiegabile per ragioni politiche e in definitiva per quella che oggi si chiama «concorrenza fra ordinamenti», non può nascondere il fatto, la cui rilevanza si potrà in seguito verificare, che diverso è il contesto sistematico in cui la vicenda si svolge: in Francia nella prospettiva di un sistema per così dire dominato dal *code civil* e quindi dalla visione unitaria in esso adottata della fenomenologia societaria; in Germania nell'assenza di un analogo sfondo sistematico e di conseguenza senza dover presupporre una nozione generale e comune di «società».

<sup>11</sup> Non è certo questa la sede per discutere se e quale portata abbia per i nostri sistemi l'evidente influenza, anche linguistica, del mondo anglosassone; e non s'intende certamente chiedersi se e in che termini si possa parlare di una sorta di «ricezione» del corrispondente diritto (e v. per esempio la monumentale monografia di v. HEIN, *Die Rezeption US-Amerikanischer Gesellschaftsrechts in Deutschland*, Tübingen, 2008). Osserverei però, a giustificazione della scelta restrittiva qui operata, che tale influenza (o, per chi lo ritenesse, persino ricezione) ha fondamentalmente riguardato le soluzioni tecnico-applicative in materia di società per azioni, quelle in effetti di maggiore interesse in termini di politica economica, non invece i temi che qui soprattutto interessano, quelli concernenti il modo nel quale negli ordinamenti europei si è costruito il sistema generale del diritto societario.

po qualche decennio, da quella civile<sup>12</sup>. Con la conseguenza, per il settore normativo che qui interessa, che differente è stato e ancora per certi aspetti è, al di là dello stesso tenore letterale di disposizioni di principio, il rapporto fra le regole in tema di società civili e commerciali<sup>13</sup>.

Mentre non vi è certo bisogno di ricordare al giurista italiano come ancora diversa sia per questo profilo la situazione nel nostro ordinamento a seguito della unificazione del 1942 e della successiva evoluzione.

Merita anche di essere ricordato, su un piano questa volta soprattutto culturale, ma certo non privo di significati politici, che in Francia l'avvenuta codificazione ha reso in certo modo meno urgente, e orientato verso l'analisi del diritto scritto, quel compito di unificazione (e per certi aspetti nazionalizzazione) della scienza giuridica svolto invece in Germania utilizzando il diritto romano «odierno»<sup>14</sup>. Il che, per anticipare fin d'ora un aspetto di sicura rilevanza ai presenti fini, ha comportato la conservazione in Francia dell'espressione giusnaturalistica di «persona morale» e la sua sostituzione invece in Germania con quella di «persona giuridica»<sup>15</sup>.

2. *La «società»*. – Come si vede, con quest'ultimo cenno la comparazione ritorna, direi inevitabilmente, a segnalare il ruolo dell'espressioni utilizzate nel discorso giuridico, in definitiva del linguaggio, e a giustificare la puntualizzazione delle pagine che seguono su una segnalazione (necessariamente sommaria) dei loro significati nei sistemi considerati, una sorta di glossario comparato.

Ed è interessante immediatamente osservare che il primo lemma a richiedere precisazioni e distinzioni è quello stesso di «società», il cui significato positivo in effetti non coincide negli ordinamenti a confronto e il cui ruolo in essi conseguentemente si distingue.

Non vi è dubbio in realtà che sia comune il valore semantico del riferimento a un *sodalizio* e, si può facilmente aggiungere, a un sodalizio che possa ritenersi risultato di

---

<sup>12</sup> Segnala recentemente questa caratteristica del sistema tedesco del diritto commerciale, della quale si potranno fra breve constatare alcuni esiti di rilevante portata applicativa, KINDLER, *La "comercializzazione" imperfetta del diritto civile tedesco. Cenni sistematici ed interpretativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 55.

<sup>13</sup> Si potrà infatti fra breve constatare che è in certo modo tradizionale nella cultura giuridica tedesca non soltanto, come indica il diritto scritto, porsi il problema se e come il diritto della società civile sia in grado di integrare quello delle società commerciali, ma anche il problema inverso, se utilizzare la disciplina delle seconde per colmare lacune rilevabili in quella della prima; cfr. intanto, a conferma trattarsi di una tematica risalente e in definitiva spiegabile per il ruolo decisivo svolto dalla codificazione commerciale nell'unificazione nazionale del diritto (e in assenza di una codificazione civile, della cui stessa compatibilità con la costituzione del *Reich* si dubitò fino a poco prima dell'emanazione del *BGB*), le considerazioni metodologiche di PISKO, *Handelsgesetze als Quelle des bürgerlichen Rechts*, Wien, 1935, spec., con riferimento ai temi societari, a 70 ss.

<sup>14</sup> Alludo così, con tutta evidenza, all'opera di SAVIGNY, che appunto intendeva costruire un *diritto romano odierno*, «*heutigens*», e perciò si preoccupava di precisare che la sua vigenza non poteva ritenersi pregiudicata dal superamento del «diritto comune» a seguito dello scioglimento del sacro romano impero: v. espressamente il *System des heutigen römischen Rechts*, I, Berlin, 1840, 4 s. (e cfr. anche le significative considerazioni nel *Vorrede*, spec. XIV ss.).

<sup>15</sup> E v. intanto, a riprova di una piena consapevolezza delle implicazioni di questa diversa scelta terminologica, lo stesso SAVIGNY, *System*, II, cit., 240 s.

scelte dell'autonomia privata (poi tendenzialmente, ma il discorso a questo punto dovrebbe essere articolato, nella sua forma contrattuale<sup>16</sup>).

Entrambi gli aspetti risultano con chiarezza dal diritto scritto degli ordinamenti a confronto: i quali analogamente, denunciando in tal modo la comune origine romanistica<sup>17</sup>, definiscono la società mediante una definizione del relativo contratto e in termini espliciti lo caratterizzano per la presenza di uno «scopo comune».

Si tratta evidentemente, per il primo aspetto, del nostro art. 2247 c.c. (il cui mutamento di rubrica, da «nozione» a «contratto» di società vale essenzialmente a prendere atto della possibilità di differenti vicende costitutive, ma certamente non ne può escludere il ruolo per la definizione della generale vicenda societaria), dell'art. 1832 *code civile* francese e del § 705 *BGB* tedesco [N.B. quando non diversamente indicato si fa riferimento al testo legislativo vigente nel momento di redazione di queste pagine]: i quali, con formule sotto questo aspetto analoghe, prevedono che in principio la società è *instituée* o, rispettivamente, *errichtet* con contratto<sup>18</sup>.

Il secondo aspetto, quello dello «scopo comune», è formalmente presente nel nostro ordinamento in disposizioni come l'art. 1420 c.c., certamente pensate con lo sguardo rivolto soprattutto ai problemi della società<sup>19</sup>; è esplicito nel riferimento a un *gemein-*

<sup>16</sup> Cfr. intanto per tutti, in un discorso di sintesi volto a sottolineare questi aspetti, e a evidenziare la contraddizione ora risultante sia da fenomenologie come la società unipersonale sia da vicende, come emblematicamente quella della grande società per azioni, che sempre meno consentono di riconoscere la solidarietà degli interessi che dovrebbe essere la base per discorrere di un «sodalizio», SPADA, *C'era una volta la società*, in *Riv. notariato*, 2004, 1.

<sup>17</sup> Consueto è in effetti ricordare che la *societas* era classificata come ipotesi di contratto consensuale (ma v. per tutti, per una tematica ben più complessa, l'approfondita sintesi di TALAMANCA, *Società (dir. rom.)*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 814 ss.).

Del resto è risalente la discussione in merito all'opportunità sistematica di comprendere la disciplina generale delle società all'interno di quella dei contratti ovvero delle persone o ancora dei beni (v. intanto per tutti la posizione, rilevante anche per gli sviluppi successivi dell'ordinamento tedesco, di FLUME W., *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, I, 1, *Die Personengesellschaft*, Berlin-Heidelberg-New York, 1977, 1 ss.; cfr. anche le valutazioni sul punto di SCHMIDT K., *Die Personengesellschaft als Rechtsfigur des "Allgemeinen Teils"*: *Dogmatisches Konzept und Wirkungsgeschichte von Werner Flumes "Personengesellschaft"*, in *AcP*, 209 (2009), 181; e, discutendo ancora il punto con riferimento al progetto che ha condotto alla riforma cui fra breve si farà cenno, BACHMANN, *Zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (MoPeG)*, in *NZG*, 2020, 612).

<sup>18</sup> Fin d'ora è possibile segnalare come tali espressioni contengano valori semantici che possono fare (e hanno fatto) pensare a un riferimento a teorie come quella della *institution*. Mentre in ogni caso segnalano un tema tradizionale e di sicuro interesse, quello del senso di una possibile distinzione, per alcuni tipi sottolineata dai modi stessi del procedimento costitutivo, fra il rapporto obbligatorio (la *societas*) che il contratto instaura e la società come ente costituito: la questione in definitiva, cui si farà ancora cenno e che potrebbe anche considerarsi centrale per l'intero sistema del diritto societario, se e in che termini i problemi che si pongono con riferimento alla seconda possono ancora essere valutati e risolti nella prospettiva del primo.

E si tratta di un tema la cui rilevanza (almeno) per la storia dei concetti e in definitiva dei dogmi non ha certo bisogno di essere sottolineata: cfr. intanto, per una ricostruzione storiografica del periodo che va dall'umanesimo al diciannovesimo secolo, e tutta imperniata sulla dialettica fra *Gesellschaftsvertrag* e *Gesellschaft* e fra *Schuldverhältnis* e *Personenrecht*, BLATH, *Societas sive communio*, Berlin, 2010; v. anche, per un esemplare manualistico che muove da tale dialettica, MAGNIER, *Droit des sociétés*, Paris, 2022, 13; e fra gli altri, rilevando che il fenomeno societario è troppo ampio e complesso per essere circoscritto a una vicenda contrattuale, RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. Buonocore*, diretto da COSTI R., Torino, 2015, 40.

<sup>19</sup> E non credo che vi sia bisogno per il giurista italiano di ricordare il ruolo del pensiero di ASCARELLI in argomento, e con una considerazione in primo luogo dei problemi della società: v. il classico *Il contratto plurilaterale*, ora in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, 259 ss.

*samer Zweck* nel § 705 BGB; e pare agevolmente ricavabile, per quanto riguarda l'ordinamento francese, dal riferimento a una *entreprise commune* nell'art. 1832 *code civil* e, direi soprattutto, dall'esigenza posta nell'art. 1833 *code civil* che la società sia «constituée dans l'interêt commun des associés»<sup>20</sup>.

E si può fin d'ora ammettere che tale «scopo comune», che appunto esprime l'idea del «sodalizio», si colora in termini (ancora generici, ma più) tecnici per il suo ruolo di segnalare da un lato una sorta di omogeneità qualitativa delle posizioni dei soci<sup>21</sup> e da un altro lato, soprattutto per la circostanza che esso non viene direttamente realizzato con le prestazioni contrattuali, e quindi con loro non si identifica, bensì mediante un *quid* ulteriore<sup>22</sup> rispetto a esse.

Proprio questo aspetto appare decisivo per la comparazione giuridica: in quanto è con riferimento a esso che gli ordinamenti considerati si sono formalmente distinti e hanno avuto una differente evoluzione.

In effetti, anche da un punto di vista soltanto logico potrebbe essere evidente che un discorso in termini di «scopo comune» può assumere un significato concreto per il giusprivatista (e forse non solo) se si precisa *quale* esso possa essere e *come* lo si persegue. Due aspetti che sono inoltre in grado di decisamente condizionare (ma sono anche condizionati da) il modo di atteggiarsi generale del sistema.

E così nel sistema tedesco, ove la *Gesellschaft* si definisce soltanto per l'impegno a perseguire un *gemeinsamer Zweck*, senza formalmente delimitarlo e senza caratterizzare le modalità con cui deve essere perseguito<sup>23</sup>, ne è risultata una figura in grado di fungere da schema generale e in definitiva residuale per le vicende associative: al punto che lo stesso legislatore si è da tempo avvalso della sua disciplina per la regolamentazione di vicende come quella delle nostre associazioni non riconosciute<sup>24</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. da ultimo, per tutti sul senso di tale formula, sui suoi rapporti con quella dell'*affectio societatis* e con l'altra di *intérêt social*, la sintesi di MAGNIER-PACLOT, *Le clair-obscur de la loi Pacte: Vers un nouveau paradigme de la gouvernance?*, in *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret*, Paris, 2020, 121 ss., a 124 s.

<sup>21</sup> Questo profilo dell'omogeneità, che è a volte espresso nella cultura giuridica francese richiedendo per la c.d. *affectio societatis* una sorta di uguaglianza nelle posizioni dei soci, serve in realtà sul piano tecnico-applicativo per distinguere lo «scopo comune» che deve caratterizzare la società e altri rapporti di collaborazione come in primo luogo quello di lavoro subordinato: v. infatti, per due significativi casi nei quali si discuteva se e in che termini lo strumento societario fosse stato utilizzato per dissimulare un rapporto di lavoro, le decisioni di Cass. civ., 22 giugno 1976, in *Dalloz*, 1977, 619, con nota di DIENER; e Cass. com., 10 febbraio 1998, in *Bulletin Joly Sociétés*, 1998, 767, con nota di DAIGRÉ.

<sup>22</sup> Per questo diffuso rilievo cfr. fra gli altri il classico saggio di BALLERSTEDT, *Der gemeinsame Zweck als Grundbegriff des Rechts der Personengesellschaften*, in *Juristische Schulung*, 1963, 253; cfr. pure, segnalando la neutralità delle prestazioni riguardo al tema della comunanza dello scopo, SCHULZE-OSTERLOH, *Der gemeinsame Zweck der Personengesellschaften*, Berlin, 1973, 14 ss.

<sup>23</sup> E v. da ultimo, sottolineando questa genericità e per una sua valutazione storico-comparatistica, in effetti non del tutto coincidente con quella qui svolta, LÜDEKING, *Der gemeinsame Zweck in § 705 BGB*, in *AcP*, 220 (2020), 303; cfr. pure la ormai risalente analisi di MÜLLER-GUGENBERG, *Gesellschaft, Société und Groupement als Rechtsformen zur Unternehmenskooperation*, Baden-Baden, 1976, spec. la sintesi a 283 ss.

<sup>24</sup> Mi riferisco in particolare al notissimo § 54 BGB, che nel suo testo originario rinviava per la disciplina dei *nicht rechtsfähige Vereine* alle disposizioni sulla *Gesellschaft*; e che ora, a seguito della sua riscrittura con il *MoPeG*, non solo ha modificato la rubrica (che adesso recita: *Vereine ohne Rechtspersönlichkeit*), ma prevede inoltre per le ipotesi di scopi non economici una applicazione *entsprechend* della disciplina dei *Vereine* e invece per l'ipotesi di scopi economici di quella sulla *Gesellschaft*, pur essa *entsprechend* e allora proseguendo le distinzioni cui in via interpretativa si era pervenuti: v. in argomento, valutando sul punto il progetto di riforma, per tutti HABERSACK, *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts – aber wie?*, in



Il che consente all'interprete di qualificare come società ai sensi del *BGB* vicende fra le più eterogenee e che altrimenti si colorerebbero in termini di atipicità. Ma gli impone pure e poi anche, come di recente è avvenuto, allo stesso legislatore di elaborare le necessarie distinzioni all'interno di una figura così generale, e in definitiva generica, e di articolare discipline adeguate alle differenti fenomenologie.

Per il primo aspetto può essere sufficiente ricordare che lo schema della *BGB-Gesellschaft* è stato in grado di comprendere vicende che vanno dai consorzi di emissione o collocamento titoli, a quelli di finanziamento, ai cartelli, ma anche alle associazioni professionali e a occasionali *Reise- und Fahrgemeinschaften*<sup>25</sup>; dovendosi inoltre osservare, per un altro verso, che con questa prospettiva generale non si pongono problemi a intendere quale «società» anche un'ipotesi come quella della *stille Gesellschaft*, per molti versi corrispondente alla nostra associazione in partecipazione<sup>26</sup>. Mentre, per quanto riguarda il secondo, si deve fin d'ora segnalare il recente *Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (MoPeG)*, del 10 agosto 2021 e destinato a entrare in vigore il 1° gennaio 2024: il quale, come si dovrà in seguito precisare, ha in gran parte recepito orientamenti giurisprudenziali ed ha perciò elaborato distinte discipline pur contenute nello schema della società, la distinzione in particolare a seconda che essa partecipi in quanto tale al *Rechtsverkehr* oppure esaurisca il suo significato giuridico in un rapporto fra i soci (così ora il § 705, Abs. 2, *BGB*).

E forse non è azzardato spiegare questa scelta originaria del *BGB*<sup>27</sup> non solo per l'evidente influenza culturale dei pandettisti, ma anche e forse soprattutto perché meno

---

ZGR, 2020, 539, a 557 s.; e, considerando la riforma attuata nel 2021 con il *MoPeG* cui spesso dovremo ancora riferirci, WERTENBRUCH, in SCHÄFER, *Das neue Personengesellschaftsrecht*, München, 2022, 401 ss.; v. pure, descrivendo un assetto giurisprudenziale che nella sostanza era già pervenuto a risultati simili a quelli del testo legislativo riformato, MÜLBERT, *Einheit der Methodenlehre? – Allgemeines Zivilrecht und Gesellschaftsrecht im Vergleich*, in *AcP*, 214 (2014), 188, a 268 s.

Potrebbe forse non essere inutile segnalare anche, in un'analisi di diritto comparato come quella che si sta svolgendo, che in effetti l'utilizzazione della disciplina societaria per fenomeni associativi in essa non formalmente compresi è un fenomeno diffuso a prescindere da indicazioni di diritto scritto, e ciò in definitiva in ragione della maggiore articolazione della prima: il che avviene anche nel diritto italiano (v. il cenno *infra* nota 68) ed è stato riconosciuto pure in principio per quello francese da Cass. civ., 3 maggio 2006, n. 03-18.229, in *Dalloz*, 2006, con nota di RODRIGUEZ.

<sup>25</sup> Cfr. fra gli altri, per un'ampia rassegna delle molteplici utilizzazioni della *BGB-Gesellschaft*, WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht. II. Recht der Personengesellschaften*, München, 2004, 605 ss.; v. pure la risalente analisi tipologica di WESTERMANN, *Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit im Recht der Personengesellschaften*, Heidelberg, 1970, spec. 163 ss.

<sup>26</sup> Non vi è certo bisogno di sottolineare l'importanza che ai fini di una ricostruzione del sistema può assumere la collocazione di una figura per così dire di confine come la *stille Gesellschaft* o la nostra associazione in partecipazione. Mi limito soltanto a ricordare il dibattito sul punto in un momento storico decisivo per il diritto tedesco delle società, quello in sede di elaborazione del *ADHGB* (v. per tutti l'ampia ricostruzione in ENGLER, *Die Kommanditgesellschaft (KG) und die stille Gesellschaft im Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1861*, Frankfurt am Main, 1999, 49 ss. e, in termini storico-comparatistici, 167 ss.); e a ricordare che in effetti non mancano perplessità anche nei confronti dell'esplicita indicazione del diritto scritto: cfr. fra gli altri la discussione in SCHULZE-OSTERLOH, *Der gemeinsame Zweck*, cit., 34 ss.

<sup>27</sup> Ed è quasi di stile la ricostruzione storiografica secondo cui l'originaria impostazione del primo progetto di *BGB* secondo una prospettiva decisamente nel senso della *societas* «romanistica» sarebbe stata poi parzialmente corretta, a seguito soprattutto dell'intervento di autori come GIERKE, con l'introduzione degli elementi «germanistici» della *Gesamthand*: v. appunto GIERKE, *Personengesellschaften und Vermögensbegriffe in dem Entwurfe eines Bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich*, Berlin, 1889, spec. 95 ss.; per un esempio di prospettiva coeva non dissimile immediatamente dopo l'emanazione del *BGB*, NÄGLER, *Die gesammte Hand im Gesellschaftsrecht*, in *Sächsisches Archiv für bürgerliches Recht und*

urgente era per i redattori del *BGB* il compito di soddisfare le esigenze relative all'utilizzazione della forma societaria per l'economia allora contemporanea: esigenze che erano in gran parte soddisfatte dalla codificazione commerciale vigente da quasi quattro decenni nello spazio giuridico tedesco (il *ADHGB*) e dalla successiva legislazione, quella in particolare in tema di società per azioni<sup>28</sup>.

Il che può spiegare anche la successiva evoluzione, con la quale si è in certo modo capovolta l'indicazione sistematica del § 105, Abs. 3, *HGB*, secondo cui la disciplina della *BGB-Gesellschaft* serve anche a integrare le lacune in quella della *offene Handelsgesellschaft* (e in conseguenza, alla luce del § 161, Abs. 2, *HGB*, pure quella della *Kommanditgesellschaft*); l'affermarsi cioè di una prassi giurisprudenziale volta all'utilizzazione selettiva della disciplina delle società commerciali al fine di integrare, ma anche correggere con operazioni di *richterliche Rechtsfortbildung*, quella della *BGB-Gesellschaft*<sup>29</sup>.

Diversa, quasi speculare, è la prospettiva che per la definizione della «società» è stata adottata dall'ordinamento italiano. In esso la decisione politica di eliminare un'autonoma codificazione commerciale, peraltro volendo conservare il modello francese e la sua caratteristica di presupporre una nozione *unitaria* di società, ha in un certo senso imposto di abbandonare quella romanistica di *societas*, intesa come vicenda soltanto obbligatoria fra le parti, priva di ciò che nella odierna terminologia si usa da noi chiamare «rilievo reale»<sup>30</sup>. Sicché, anche a seguito di una motivazione ideologica che particolarmente sottolineava le esigenze produttivistiche, le quali poi s'intendevano descrivere con la formula della «impresa», centrale e decisiva per la vicenda societaria è divenuta non solo la *finalità* economica che ci veniva dalla tradizione francese, ma anche il suo perseguimento mediante un'*attività* economica: è nel suo *esercizio in comune* che si concentra e soprattutto caratterizza il «sodalizio» sociale<sup>31</sup>.

---

*Prozeß*, 10 (1900), 695; e per questa ricostruzione storiografica, fra gli altri, FLUME, *Die Personengesellschaft*, cit., 2 ss. (che da essa muove per la propria proposta dogmatica); già prima BUCHDA, *Geschichte und Kritik der deutschen Gesamthandlehre*, Marburg in Hessen, 1936, 189 ss.; prima ancora, pur in prospettiva per certi aspetti diversa, BINDER, *Das Problem der juristischen Persönlichkeit*, Leipzig, 1907, 90 ss.; e ora, per un sintetico e suggestivo *excursus*, KINDLER, *Filippo Ranieri und die rechtsfähige Gesellschaft*, in *ZHR*, 185 (2021), 598.

<sup>28</sup> Per un primo approccio a questa evoluzione può essere qui sufficiente rinviare al già ricordato *Aktienrecht im Wandel*, cit.

<sup>29</sup> Un orientamento il quale ha ora trovato conferma con la riforma del *MoPeG* (per esempio, secondo un aspetto cui si farà in seguito cenno, in tema di regime della responsabilità del socio o di poteri del rappresentante sociale); e che corrisponde per un verso alle prospettive accennate a nota 12, per un altro a una generale tendenza nel senso di un fondamentale «annacquamento» della distinzione fra società civili e commerciali pur in sistemi il cui diritto scritto non solo conserva la distinzione, ma la formalizza in differenti codificazioni: v. per tutti, rilevando questa tendenza, FLEISCHER-COOLS, *Internationale Trajektorien und Trends im Recht der Personengesellschaften*, in *ZGR*, 2019, 463, spec. 496 ss.; e nel sistema francese LE CANNU-DONDERO, *Droit des sociétés*, Paris, 2022, 37; cfr. pure, per la discussione in argomento successiva alla riforma del 1978, con cui la vicenda cui si accenna si è sostanzialmente realizzata nel sistema francese, MERCADAL, *Le critere de distinction des sociétés civiles et commerciales*, in *RTDCom.*, 1982, 511; e DEKEUWER-DESOSSEZ, *L'unification des sociétés civiles et commerciales: vers un droit commun? Les sociétés en participation*, *idem*, 1984, 569.

<sup>30</sup> È questa una formula la quale, ormai divenuta di uso comune, vale fra l'altro a distinguere fra il significato specifico delle clausole statutarie e quello soltanto obbligatorio dei patti parasociali; ma che, in termini ben più generali (e, bisogna riconoscere, per certi aspetti generici), può essere utilizzata anche per segnalare il valore *organizzativo* del contratto sociale, sotto questo aspetto la sua «diversità» rispetto a quanto tradizionalmente si predica per il contratto e sulla cui base esso in effetti è stato storicamente costruito.

<sup>31</sup> Cfr. per tutti, sottolineando la centralità di questo aspetto nel nostro sistema, MARASÀ, *Le società*,

Significativo delle motivazioni ideologiche cui si allude è, in certo modo per confronto, che in un'altra codificazione che unifica diritto civile e commerciale, quella del *Obligationenrecht* svizzero, la formula *Gewerbe* (con qualche approssimazione traducibile come «attività») è riservata alle società commerciali (cfr. l'art. 552 per la collettiva e l'art. 594 per l'accomandita); mentre è il solo *gemeinsamer Zweck* a definire la *einfache Gesellschaft* nell'art. 530, potendo allora essa pienamente svolgere nel sistema il ruolo residuale che le è espressamente attribuito dal secondo comma della disposizione<sup>32</sup>.

Con la conseguenza, per il nostro ordinamento, che non si pone tanto il problema di operare distinzioni e articolazioni all'interno di una generale e (persino troppo) generica nozione di «società» come quella adottata in Germania, quanto l'altro in certo modo speculare di dover fare i conti con una nozione più (e, anch'essa, persino troppo) ristretta: con la conseguenza dell'esclusione da essa di figure che in precedenza comprendeva e con quella ulteriore, ben più rilevante a fini applicativi, di condurre nello spazio dell'atipico vicende le quali, se si muovesse da una generale prospettiva del «sodalizio», ben potrebbero esservi comprese.

Emblematica è per il primo aspetto la vicenda dell'associazione in partecipazione. La quale ben può essere intesa quale ipotesi societaria (e infatti, come accennato, la *stille Gesellschaft* è qualificata nel sistema tedesco come tipo di società) e come tale era classificata nell'art. 106 cod. comm. del 1865; che è stata esclusa da tale classificazione nell'art. 76 cod. comm. del 1882; ma che in entrambi i testi era disciplinata, seppur in un distinto capo, all'interno di un titolo denominato «Delle società e associazioni commerciali» (rispettivamente il titolo VII del libro I e il titolo IX del libro I). Mentre, a significativa conferma che la questione classificatoria riguarda soprattutto la nozione di «società», modificandosene gli esiti a seguito dei suoi cambiamenti, in entrambi i codici l'associazione in partecipazione veniva distinta dai tipi della collettiva, dell'accomandita e dell'anonima per il suo non essere «ente collettivo» (così, per un profilo sulla cui rilevanza si dovrà tornare, l'art. 197 cod. comm. 1865 e l'ultimo comma dell'art. 77 cod. comm. 1882)<sup>33</sup>.

Il sistema italiano si caratterizza in sostanza, se confrontato con quello tedesco, non soltanto per la mancanza formale di una «società civile», conseguenza in certo modo inevitabile dell'unificazione dei codici, ma soprattutto per la sostanziale restrizione che si è operata con la definizione dell'art. 2247 c.c.; e ciò essendosi assunto a paradigma

---

Milano, 2000, 27 ss.; e, in una visione che dalla considerazione della possibilità di una società unipersonale deriva l'esigenza di concentrare l'attenzione sul momento dell'*esercizio* di un'attività, piuttosto che sul suo essere *comune*, RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 14 ss.

Significativo è del resto che a tale momento si guarda soprattutto quando il tema qualificatorio si pone a fini internazionalprivatistici (v. di recente, discutendo del *entrepreneur individuel à responsabilité limitée* del diritto francese, cui si farà cenno anche in seguito, WEDEMANN, *Der Begriff der Gesellschaft im Internationalen Privatrecht*, in *RabelsZ*, 2011, 541, spec. 564 ss.; ma cfr. anche la assimilazione a questi fini di ogni altro ente nell'art. 25, L. 31 maggio 1995, n. 218, recante la riforma del diritto internazionale privato).

<sup>32</sup> Cfr. fra gli altri, anche segnalando per questo specifico aspetto una sostanziale omogeneità fra la *einfache Gesellschaft* di diritto svizzero e la *BGB-Gesellschaft* tedesca, certamente diverse invece da altri punti di vista, FURRER, *Der gemeinsame Zweck als Grundbegriff und Abgrenzungskriterium im Recht der einfachen Gesellschaft*, Zürich, 1996, spec. 26 ss.

<sup>33</sup> V. per un approfondimento di questi temi storiografici nella nostra letteratura in particolare MIGNONE, *Un contratto per i mercanti del Mediterraneo*, Napoli, 2005, ove anche, a 169 ss., una sintesi comparatistica degli assetti attuali.

per essa la prospettiva dell'attività, poi economica, tipica storicamente delle società commerciali: la caratteristica, a ben guardare, per cui esse, a differenza dell'originario modello civilistico della *societas*, potevano essere considerate «enti collettivi»<sup>34</sup>.

Ed è anche comprensibile, a ben riflettere, che ne risultino problemi per certi aspetti contrapposti a quelli che si pongono nel sistema tedesco. In esso l'amplissima e in definitiva generica nozione di «società» consente agevolmente di comprendervi fenomenologie anche fra loro diversissime, ma richiede poi all'interprete ed ha da ultimo richiesto al legislatore del *MoPeG* del 2021 un'articolazione della disciplina e in ultima analisi l'elaborazione di sottotipi; nel nostro, invece, la restrizione che si è operata della nozione ha posto e pone problemi di inquadramento di vicende ove è riconoscibile un «sodalizio», non potendo perciò essere ricondotte al paradigma generale dello scambio, ma che paiono resistere a un inserimento nella «società» come descritta con l'art. 2247 c.c.

Sicché la reazione a questo tipo di problemi non è stata quella di distinguere fra ciò che il testo legislativo considerava unitariamente, ma da un lato per così dire di dilatare la nozione fornita dal legislatore, in modo da renderla più comprensiva, e dall'altro di costruire nuove forme giuridiche, se si vuol dire tipi, per ipotesi di «sodalizio» che richiedono di essere riconosciuto come tali, ma che la nozione di «società» non è in grado di recepire.

Notissima è così, per il primo aspetto, la progressiva evaporazione dello «scopo lucrativo», pur espressamente segnalato nell'art. 2247 c.c.<sup>35</sup>; ed è ugualmente nota l'evoluzione anche legislativa che ha indotto a ritenere compatibile con la forma societaria, in particolare quando nella veste di società semplice, funzioni di godimento e amministrazione di beni<sup>36</sup>.

Mentre, per quanto concerne il secondo aspetto, è ugualmente nota l'emersione nel diritto legislativo di formule, che poi l'incompletezza e/o imperfezione della disciplina non sempre rendono agevole comprendere sistematicamente, che fanno riferimento a «reti», «raggruppamenti» o «consorzi»<sup>37</sup>: potendosi pure avere l'impressione che specie quest'ultima formula, a seguito anche della modificazione dell'art. 2602 c.c. rispetto al testo originario del 1942, venga utilizzata dal legislatore e dalla prassi per indicare genericamente vicende in cui più soggetti collaborano in una «impresa», per tale dovendosi intendere non tecnicamente quella cui alludono il nostro art. 2082 c.c. e in de-

---

<sup>34</sup> Per un'accurata sintesi di questa evoluzione rinvio a MARASÀ, *Le società*, cit., 84 ss.

<sup>35</sup> Per questa ben nota evoluzione, in effetti soprattutto concentrata nell'area delle società di capitali, ove da un lato il regime di limitazione di responsabilità e dall'altro il più elaborato assetto organizzativo possono prestarsi a utilizzazioni anche al di fuori di uno «scopo lucrativo», e per le quali si conoscono infatti vicende come quella della c.d. «società *benefit*» (v. per tutti il volume collettaneo *Dalla benefit corporation alla società benefit*, a cura di De DONNO-VENTURA, Bari, 2018), cfr. in generale la sintesi di RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 7 ss.

<sup>36</sup> Anche per questa evoluzione si dispone nel nostro ordinamento di una precisa sintesi, MARASÀ, *Le società*, cit., 190 ss.; v. inoltre, più di recente sullo specifico punto accennato nel testo, MARTUCCI, *Il godimento collettivo di beni in forma societaria nell'esperienza europeo-continentale*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 311; ID., *Le società di godimento nel diritto italiano oggi*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 465; SPADA, *Dalla società civile alla società semplice di mero godimento*, in *Riv. notariato*, 2016, 835; v. pure da ultimo, per un problema specifico che può comportare anche un'ipotesi di riqualificazione del tipo societario, PORTALE-CETRA, *Società semplice controllante di società di capitali e attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. società*, 2021, 1085.

<sup>37</sup> V. per esempio, su questa articolata fenomenologia e su questa confusa legislazione, il volume *Reti di imprese e contratti di rete*, a cura di IAMICELI, Torino, 2010; e il saggio di MOSCO, *Frammenti ricostruttivi sul contratto di rete*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 839.

finitiva l'art. 2247 c.c., bensì una generica *intrapresa* nel senso di *iniziativa*, su un piano corrispondente a quello che la lingua inglese indica come *venture*. Una formula, quella del «consorzio», che sembra perciò aver in certo modo assunto nella prassi un ruolo analogo a quello che un tempo svolgeva la «società»<sup>38</sup>.

Posizione in certo modo intermedia fra il sistema tedesco e quello italiano assume, per gli aspetti ora considerati, l'ordinamento francese. Il quale nella definizione della *société* ora fornita dall'art. 1832 *code civil* utilizza in termini lessicali la prospettiva della *entreprise commune*<sup>39</sup>; il cui valore semantico è però ben più ampio di quanto potrebbe apparire a un frettoloso giurista italiano, comprendendo in effetti, per riprendere un aspetto appena accennato, ogni «intrapresa» ovvero «iniziativa»<sup>40</sup>: con soluzione che sotto questo profilo, se in parte potrebbe specificare e quindi circoscrivere il generico «scopo comune» di cui all'ordinamento tedesco, da esso fondamentalmente non troppo si allontana a seguito del significato pur esso generico di una «iniziativa comune».

Da un altro punto di vista, però, il sistema francese condivide con il nostro il riferimento per la società a uno «scopo lucrativo» dei soci: la *entreprise commune* si caratterizza in quanto *en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter*. Il che assolve fondamentalmente il compito sistematico, in termini anch'essi in buona parte analoghi a quanto avviene presso di noi, di consentire nell'ambito dei fenomeni associativi una *summa divisio* fra società e associazioni non lucrative<sup>41</sup>.

Significativo è in effetti che per modellare il sistema generale della fenomenologia associativa il criterio sia nella storia dell'ordinamento francese quello *funzionale*, nel senso che, se tale fenomenologia si caratterizza costantemente per la presenza e rilevanza di uno «scopo comune», ciò che consente una prospettiva in termini di «sodalizio», la sua articolazione si svolge conseguentemente sulla base di tale «scopo» e della sua qualità: essendo poi evidenti le ragioni politiche che in sistemi giuridici improntati dall'affer-

<sup>38</sup> E si potrebbe del resto ricordare, in termini peraltro solo suggestivi, ma anche tali da confermare una persistenza dei valori linguistici, che è diffusa l'opinione secondo cui alle origini della *societas* del diritto romano vi sarebbe anche una figura come quella del *consortium ercto non cito*: v. per tutti, oltre al lavoro di TALAMANCA ricordato a nota 16, più di recente MEISSEL, *Societas*, Frankfurt am Main, 2004, spec. 78 ss.

<sup>39</sup> Mentre il testo originario del 1804 discorreva di un «contrat par lequel deux ou plusieurs personnes conviennent de mettre quelque chose en commun, dans la vue de partager le bénéfice qui pourra en résulter»; riferendosi del tutto analogamente l'art. 1697 del nostro cod. civ. 1865 al «contratto col quale due o più persone convengono di mettere qualche cosa in comunione, al fine di dividere il guadagno che ne potrà derivare».

<sup>40</sup> Il che diviene ancora più comprensibile, a prescindere da quanto si osserverà in seguito, se si tiene conto che non avrebbe senso, in un sistema che almeno formalmente conserva la distinzione fra società civili e commerciali e nel quale conformemente alla tradizione la definizione generale è fornita in sede di disciplina delle prime, ipotizzare che essa richieda connotati in qualche modo corrispondenti a quelli tecnicamente individuati dal nostro art. 2082 c.c. Con la conseguenza, riterrei, che l'indubbia centralità che anche nella disciplina del *code civil* assume la considerazione dell'attività (come noi diremmo) volta alla produzione e scambio (come di recente evidenziato fra l'altro dall'esigenza che la società sia gestita *en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*: art. 1833, al. 2, *code civil*, introdotto con la L. n. 2019-486, del 22 maggio 2019, la c.d. *loi PACTE*) non significa escludere dalla nozione generale di *société* vicende che non possono definirsi come «attività economiche» in senso stretto, ma «civili»: come dimostrato, fra l'altro, dalla constatazione che ipotesi come la gestione e amministrazione di beni o lo svolgimento di professioni liberali non trovano nell'ordinamento francese gli ostacoli che incontrano nel nostro ad essere intesi come società, anche se con adattamenti puntuali in punto di disciplina.

<sup>41</sup> Per una sintetica descrizione dell'evoluzione che ha condotto nel 1978 a questa formulazione legislativa cfr. LE CANNU-DONDERO, *Droit des sociétés*, cit., 203 ss.; e MERLE-FAUCHON, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Paris, 2021, 31 ss.

mazione del capitalismo liberale, come appunto quello francese e per questo profilo in termini del tutto analoghi anche il nostro, hanno indotto a porre soprattutto l'accento sul suo carattere oppure no «economico», da esso in particolare facendo conseguire un ben diverso grado di libertà dei privati e delle loro formazioni sociali<sup>42</sup>. Perciò sia nell'ordinamento francese sia nel nostro di particolare rilievo è stata la discussione se in tale «scopo lucrativo» potessero comprendersi anche i fenomeni mutualistici<sup>43</sup>; e per questo motivo nel primo si è riformato il tenore originario dell'art. 1832 *code civil*, ove si faceva riferimento soltanto a una «vue de partager le bénéfice qui pourra en résulter».

Ma si comprende anche, per limitarsi a un facile confronto, che in un ordinamento come quello tedesco, per il quale lo «scopo comune» che caratterizza la *Gesellschaft* non è in effetti circoscritto, la distinzione rispetto al *Verein* sia invece fondamentale *strutturale*: con la duplice conseguenza da un lato di rendere più complessa la qualificazione come *Gesellschaft* di vicende, come la società per azioni, che presentano caratteristiche strutturali per molti aspetti assimilabili a quelle del *Verein*; e da un altro lato di una tendenza, anche esplicitata nel diritto scritto, volta ad avvalersi della disciplina della prima per le ipotesi che nel nostro ordinamento definiremmo «associazioni non riconosciute»<sup>44</sup>.

Deve peraltro osservarsi che, se per questo aspetto è evidentemente riconoscibile una fondamentale omogeneità fra sistema francese e italiano, del resto non sorprendente solo se si pensa alla storia della nostra codificazione, un importante e per molti profili decisivo elemento di distanziamento risulta dalla scelta del nostro codificatore di voler «comune» non solo uno «scopo», poi economico e «lucrativo», ma anche un'*attività* economica e il suo «esercizio». Il che, come accennato, restringe decisamente l'area di utilizzabilità della nozione e della relativa disciplina.

Si potrebbe dire, in un confronto fra i tre sistemi, che i loro rapporti si prestano a essere descritti come una serie di cerchi concentrici: quello esterno e più ampio rappresentato dall'ordinamento tedesco, che definisce la *Gesellschaft* per il solo impegno a perseguire un *gemeinschaftlicher Zweck*; quello al suo interno e quindi più ristretto dell'ordinamento francese, che costruisce la nozione di *société* riferendosi a una *entreprise commune* (il cui significato atecnico di «iniziativa» non è poi molto diverso, come accennato, da quello di «scopo comune») caratterizzata però da una specifica finalità di guadagno; e quello ancora più interno e ristretto dell'ordinamento italiano che a

<sup>42</sup> Il punto è notissimo e posso quindi limitarmi a segnalare, fra gli autori che l'hanno sottolineato, MARASÀ, *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 3 ss.

<sup>43</sup> Ed è sintomatico di prospettive fondamentalmente comuni che da un lato la ricordata modifica operata nel 1978 del testo dell'art. 1832 *code civil* sia servita in primo luogo a risolvere una controversia interpretativa risalente alla notissima decisione delle *Chambres réunies* nel caso di una società cooperativa di credito a capitale variabile, la *Caisse rurale de Manigod*, decisione del 11 marzo 1914, fra l'altro in *Dalloz*, 1914, 1, 257; e da un altro lato che proprio la considerazione dei fenomeni mutualistici sia stata l'area problematica per cui nel nostro ordinamento si è più discusso sui confini dello «scopo lucrativo» come indicato dall'art. 2247 c.c.: e cfr. ancora, per un'attenta ricostruzione del dibattito cui si allude, MARASÀ, *Le «società» senza scopo di lucro*, cit., 267 ss.

<sup>44</sup> Consueto era così distinguere fra *Gesellschaft im engeren Sinn* e *im weiteren Sinn* (e v. per esempio, ancora utilizzando queste espressioni, LEHMANN-DIETZ, *Gesellschaftsrecht*, Berlin und Frankfurt a. M., 1970, 1; KÜBLER, *Gesellschaftsrecht*, Heidelberg, 1999, 1; e HUECK-WINDBICHLER, *Gesellschaftsrecht*, München, 2008, 22); mentre era diffusa l'espressione *Aktienverein*; essendosi peraltro già ricordato a nota 22 il singolare ruolo sistematico svolto dal § 54 *BGB*.

tale finalità aggiunge l'ulteriore requisito che sia «comune» anche l'attività, pur essa «economica», con cui la si persegue.

Con la conseguenza che ciò che è «società» nel nostro ordinamento può certamente qualificarsi come tale negli altri due, non valendo invece necessariamente il reciproco.

Merita anche di essere sottolineato che il sistema francese, in termini per questo aspetto analoghi a quello tedesco, e diversamente dal nostro, può comprendere nella nozione di *société* anche fenomenologie come quella della nostra associazione in partecipazione, per la quale è ben possibile riconoscere uno «scopo comune» di guadagno, distinguendola così dai rapporti parziari<sup>45</sup>; ma in cui è per definizione assente un rilievo di tale scopo che vada oltre i rapporti obbligatori fra le parti e l'attività economica. Se si vuol dire: l'iniziativa non è in questo senso «comune», ma riferita al solo associante.

3. *Le «società» e la «persona».* – I profili da ultimo accennati evidenziano che un importante momento per la comparazione fra i sistemi considerati è rappresentato, oltre che dai confini della nozione di «società», dai modi e criteri sulla cui base alla fenomenologia ivi compresa viene riconosciuto un rilievo ulteriore e diverso rispetto a quello caratteristico dei rapporti obbligatori, ciò che nel linguaggio del giurista italiano è divenuto consueto indicare come *rilievo reale*.

Il tema è per certi aspetti segnalato dalla collocazione che nei tre sistemi viene assegnata alla vicenda che noi chiamiamo associazione in partecipazione: la quale si caratterizza per la presenza di uno «scopo comune», ma anche in quanto la sua realizzazione non richiede (e anzi si qualifica per l'assenza de) l'«esercizio in comune» di un'attività; e allora può essere intesa come «società» negli ordinamenti che prescindono da quest'ultimo requisito, non in quello italiano che a tal fine lo richiede.

Sicché, e il punto merita di essere sottolineato, è in generale rilevabile una correlazione fra il momento (almeno per certi aspetti) effettuale dell'«esercizio in comune» e quello del suo valore giuridico che si esprime come «rilievo reale».

Con la conseguenza che nel sistema italiano quest'ultimo è connotato che l'ordinamento assegna alla «società» in quanto tale; mentre in quelli tedesco e francese, essendo tale una vicenda per la sola presenza di uno «scopo comune», poi diversamente circoscritto nell'uno e nell'altro ordinamento, la possibile mancanza di un «esercizio comune» implica l'eventualità di una «società» cui quel «rilievo reale» non è assegnato dall'ordinamento.

Sicché esso, il «rilievo reale», emerge come un attributo, se si vuol dire come un'espressione linguistica volta a segnalare una peculiarità nei confronti dei consueti rapporti obbligatori. Peculiarità la quale o è addirittura coesenziale per il significato giuridico della fenomenologia societaria, come nel nostro ordinamento, oppure come in quelli francese e tedesco per una rilevante parte di essa, in effetti la più significativa, quella in cui può inoltre riconoscersi, oltre alla vicenda obbligatoria, una «attività comune».

In effetti, quando si vuole una «attività comune» (ovvero quando, come vedremo, la situazione effettuale pone per l'ordinamento l'esigenza di riconoscerla), emerge imme-

---

<sup>45</sup> Cfr. per tutti, interpretando il nostro art. 2554 c.c., MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Comm. Schlesinger*, diretto da BUSNELLI, Milano, 2008, 683 ss. (e, a 591 ss., una rassegna comparatistica secondo una linea di pensiero largamente simile a quella qui seguita).

diatamente l'esigenza di riconoscere nella società un operatore del mercato in qualche modo *diverso* dai soci; mentre nella sua mancanza, e quando allora si tratta soltanto di una condivisione dei risultati economici nei loro rapporti, la vicenda può agevolmente svolgersi imputando l'azione economica al solo soggetto che la compie, e provvedendo poi a tale condivisione con i consueti strumenti del rapporto obbligatorio, le posizioni in definitiva del diritto soggettivo e dell'obbligazione.

Ed è perciò che, come constatato, l'associazione in partecipazione è posta nel nostro ordinamento al di fuori della figura della «società» e al suo interno invece in quelli francese e tedesco: poiché a essa, caratterizzata dalla piena imputabilità dell'attività imprenditoriale all'associante e quindi nei termini solo di un rapporto obbligatorio con l'associato (seppur improntato dall'impegno per uno «scopo comune»), manca appunto una «attività comune» e sarebbe per definizione contraddittorio un «rilievo reale».

Perciò può essere interessante confrontare i paradigmi di cui ci si avvale per indicare e sintetizzare i presupposti concettuali e le implicazioni operative del «rilievo reale» cui si sta facendo cenno; che assolvono perciò una funzione (anche o solo) semantica, ma sono pure il risultato di importanti storie culturali e pertanto non possono aprioristicamente ritenersi privi, se non altro per la loro forza suggestiva, di implicazioni teoriche e persino applicative<sup>46</sup>.

Sotto questo profilo la situazione che a prima vista potrebbe apparire la più lineare è quella del sistema francese. La formula in esso utilizzata per quel «rilievo reale» è unitaria e in principio senza distinzione fra i tipi sociali, la formula della *personnalité morale*; a essa inoltre espressamente si riferisce il legislatore.

E si tratta di una formula la quale immediatamente deriva da (e allora inevitabilmente evoca) antecedenti giusnaturalistici, quando in particolare a opera di Pufendorf si elaborò la nozione di *persona moralis* e si costruì quella di *persona composita*<sup>47</sup>: una nozione, la seconda, in origine priva di una precisa valenza tecnico-giuridica, ma fondamentalmente orientata a segnalare, su un piano in primo luogo politico, la rilevanza di interessi collettivi e l'esigenza di un'azione collettiva per la loro soddisfazione.

Significativo del perdurare di questa prospettiva nella cultura giuridica francese è il valore in certo modo paradigmatico ancora oggi riconosciuto a una decisione del 1954 (Cass. civ., 28 gennaio 1954, 54-07.081) la quale viene spesso intesa come affermazione in quell'ordinamento della c.d. «teoria della realtà» e nella quale si legge che la *personnalité* «*appartient, en principe, à tout groupement pourvu d'une possibilité d'expression collective pour la défense d'intérêts licites, dignes, par suite, d'être juridiquement reconnus et protégés*», potendo essere perciò riconosciuta, ai fini dell'agire in giudizio, a un *comité d'établissement*.

<sup>46</sup> E non vi è certo bisogno di ricordare che anche le metafore e i miti sono in grado di svolgere un ruolo concreto ed effettivo, nel senso almeno di indirizzare e condizionare il lavoro dell'interprete: v. per esempio, proprio nel contesto del diritto societario, i rilievi di GREENWOOD, *Introduction to the Metaphors of Corporate Law*, in *Seattle Journal for Social Justice*, 4 (2005), 273; cfr. pure di recente l'ampio saggio di MACEY, *Corporate Law as Myth*, in *Southern California Law Rev.*, 93 (2020), 923.

<sup>47</sup> Il tema è notissimo e anche in seguito vi si dovrà fare cenno; mi limito perciò a rinviare intanto, per un primissimo inquadramento di ordine generale, a GOYARD-FABRE, *Pufendorf et le droit naturel*, Paris, 1994, 49 ss.; cfr. pure, per qualche ulteriore indicazione bibliografica su questa vicenda ottocentesca di ricezione della formula giusnaturalistica, il mio *Questioni*, cit., 166 ss.



Comprensibile è che in questo contesto culturale di lunga durata il tema della *personnalité morale* delle società sia stato immediatamente posto dalla dottrina fin dai primi periodi di vigenza del *code civil*, successivamente seguita dalla giurisprudenza, secondo una linea interpretativa che si ritiene consolidata con la decisione del 1891 (Cass. civ., 23 febbraio 1891), con la quale si riconobbe anche per le *sociétés civiles* la caratteristica, *tant qu'elles durent* (allora, diremmo noi ora, non si esauriscano in un singolo atto, ma implicino un'attività), «*de créer, au profit de l'individualité collective, des intérêts et des droits propres et distinctes des intérêts et des droits de chacun de ses membres*»<sup>48</sup>. Una prospettiva poi per certi aspetti formalizzata a seguito della riforma del 1978 con il nuovo art. 1842 *code civil*, secondo il cui comma 1 «*les sociétés autres que les sociétés en participation visées au chapitre III jouissent de la personnalité morale à compter de leur immatriculation*», precisando inoltre il comma 2, a conferma che in effetti si tratta di ciò che qui viene chiamato «rilievo reale» nel senso di portata giuridica diversa da quella del consueto rapporto obbligatorio, che «*jusqu'à l'immatriculation, les rapports entre les associés sont régis par le contrat de société et par les principes généraux du droit applicable aux contrats et obligations*».

Vi è anche da notare che questo assetto legislativo, relativamente nuovo e comunque tecnicamente diverso da quello originario del *code civil*, può avere una serie di implicazioni non trascurabili anche per il discorso comparatistico che si sta qui tentando di svolgere.

Interessante è in primo luogo sottolineare il ruolo «costitutivo» ai fini della *personnalité morale* che viene assegnato, per tutti i tipi societari, all'adempimento pubblicitario della *immatriculation*. Il che segnala, per un profilo che in forme anche diverse vedremo presente pure in altri ordinamenti, come il connotato della *personnalité morale*, poiché serve a indicare il «rilievo reale» dell'attività sociale, richieda necessariamente indici che ne consentano la riconoscibilità all'esterno, nei confronti in definitiva dei terzi estranei alla cerchia dei soci: indici in ultima analisi di pubblicità.

Ne derivano alcuni problemi che quel valore «costitutivo» della *immatriculation* e la sua generalizzazione per tutti i tipi di società in certo modo esaspera e rende più evidenti, problemi che possono sintetizzarsi negli interrogativi posti dall'eventualità di un'attività sociale che come tale si svolga e si *manifesti nei confronti dei terzi* in assenza dell'adempimento pubblicitario: ciò sia nel caso in cui l'ipotesi si verifichi in attesa della sua realizzazione sia nell'altro che di essa non vi sia l'intenzione; le due ipotesi, cui si dovrà in seguito accennare, che nella terminologia francese sono indicate con le formule della *société en formation* e della *société créée de fait*<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> Una soluzione giurisprudenziale già ampiamente anticipata in dottrina (v. per tutti, discorrendo di una *personnalité morale* persino delle *associations en participation*, PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, VI ed., a cura di ROZIÈRE, III, Paris, 1854, 171 ss.) e che si è affermata con una sincronia che non può ritenersi casuale con le soluzioni legislative nell'ordinamento tedesco e con quella giurisprudenziale nella *common law* inglese (la notissima decisione del caso *Salomon v. Salomon* del 1897).

<sup>49</sup> E si potrà così sommariamente constatare che la prima formula, quella della *société en formation*, svolge un ruolo al fine soprattutto di selezionare le operazioni che possono essere compiute (e i modi del loro compimento) prima della *immatriculation* (v. intanto, per una posizione giurisprudenziale, che pare prevalere e che si caratterizza per una singolare rigidità – distinguendo gli atti compiuti «*non pas au nom et pour le compte d'une société en cours de formation mais par la société elle-même, avant son immatriculation*», i primi validi e suscettibili di successiva *reprise*, i secondi affetti da *nullité absolue* –, Cass. com., 19 gennaio 2022, n. 20-13.719, in *Droit et sociétés*, 2022, n. 4, 31, con nota di MORTIER; v. pure il commento di PELLIER, in *Semaine Juridique. Entreprise et affaires*, 17 mars 2022, n. 11, 29; e l'analogia decisione di

Merita anche di essere sottolineato, peraltro, che questa centralità della *immatriculation* ha condotto il legislatore francese, probabilmente anche per una sua tradizionale tendenza alla tassonomia, a farne un criterio per la classificazione dei tipi societari. Con una conseguenza sistematica di non poco conto: che in una visione generale unitaria della fenomenologia societaria, caratterizzata dallo «scopo comune» e quindi dal «sodalizio» fra i soci, si articola una sorta di divisione fra le vicende che in quanto destinate alla *immatriculation* hanno attualmente o prospetticamente la *personnalité morale* e quelle che invece non hanno tale destinazione.

Si deve anche osservare, per un profilo di sicura rilevanza in un discorso comparatistico, che alle seconde viene dal legislatore assegnata la denominazione di *société en participation* (art. 1871 *code civil*): la cui portata è perciò ben più ampia della nostra associazione in partecipazione, anche se essa certamente comprende, riguardando in definitiva tutte le ipotesi nelle quali è possibile operare ed effettivamente si opera senza postulare un «rilievo reale» della società (cfr. in particolare l'art. 1872-1 *code civil*); e con l'ulteriore conseguenza che la relativa disciplina può svolgere una funzione in certo modo residuale per le società prive di *immatriculation* (v. l'art. 1873 *code civil*)<sup>50</sup>.

Importante è in ogni caso segnalare che il ricorso alla nomenclatura giusnaturalistica della *personnalité morale*, come riferimento a una *persona composita*, consente anche di escludere ogni contraddizione fra il senso originario della società quale «sodalizio» e la formula che indica la possibilità di un'azione collettiva: poiché è questa appunto l'origine storica e la funzione della *personne morale*. Consente inoltre che la sua utilizzazione sia compatibile con l'unità sistematica del diritto societario.

Diversa è la strada seguita dal sistema tedesco; si dovrebbe anzi dire a partire da un momento storico nel quale, pur mancando un ordinamento unitario, i giuristi tedeschi si assunsero il compito di elaborare una comune cultura giuridica: fra loro distinguendosi a seconda della scelta di un percorso «romanistico», come quello elaborato da Savigny e proseguito dalla pandettistica fino a Windscheid e ai redattori del *BGB*, e un altro «germanistico», come quello proposto da Beseler e poi soprattutto Gierke.

Si tratta, in estrema e approssimativa sintesi, della elaborazione in primo luogo a opera di Savigny di una nozione di *juristische Person* che consapevolmente vuole distinguersi dalla «persona morale» dei giusnaturalisti<sup>51</sup>; e da essa distinguersi nel senso di segnalare una separazione di questa nuova «persona» creata dal diritto, e che senza tale opera di «creazione» non potrebbe giuridicamente riconoscersi, rispetto ai soci considerati *sia individualmente sia anche collettivamente*.

---

Cass. com., 10 febbraio 2021, n. 19-10.006, in *RJDA*, 2021, 226); mentre il ruolo della seconda è essenzialmente quello di consentire l'utilizzazione del diritto societario per regolare rapporti che sono intercorsi con i terzi, naturalmente soprattutto nell'ipotesi di crisi, e fra i (supposti) soci.

<sup>50</sup> Su questa, per certi aspetti singolare, collocazione sistematica della *société en participation* cfr. intanto, oltre al lavoro di MIGNONE ricordato a nota 33, GERMAIN, in RIPERT-ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, I, 2, Paris, 2009, 178 ss.; LE CANNU-DONDERO, *Droit des sociétés*, cit., 981 ss.; e, immediatamente dopo la riforma del 1978, CHARTIER, *Remarques sur la société en participation*, in *RTDCom.*, 1979, 637; v. pure, per un recente caso giurisprudenziale che concerne i suoi rapporti con la *société créée de fait*, la Cass. civ., 17 giugno 2021, n. 19-16640, commentata da LECOURT, in *RTDCom.*, 2021, 850.

<sup>51</sup> Cfr. già il cenno a nota 15 e per una prima valutazione della vicenda concettuale cui si allude LIPP, «*Persona Moralis*», «*Juristische Person*» und «*Personenrecht*» – *Eine Studie zur Dogmengeschichte der «juristischen Person» im Naturrecht und frühen 19. Jahrhundert*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico*, 11/12 (1982/83), I, 217 ss.

Una prospettiva che per questo specifico aspetto, merita di essere segnalato, è condivisa anche dalla posizione «germanistica» di Gierke: pure ovviamente, come notorio, distinguendosi per le motivazioni e soprattutto per le istanze politiche.

Dal punto di vista che qui interessa, in effetti, la *Verbandsperson* di cui discorre Gierke si distingue e in certo modo si contrappone ai soci, pure intesi come gruppo, non meno (e per certi aspetti ancora di più) di quanto faccia la persona giuridica nel pensiero di Savigny<sup>52</sup>.

Non sorprende perciò che, a differenza di quanto avveniva nella cultura giuridica francese, in cui la formula della *personne morale* immediatamente evoca l'idea di una collettività e di un'azione appunto collettiva, il diverso schema della *juristische Person* della cultura giuridica tedesca abbia posto un problema di rapporto con quello di «società» e della prospettiva del «sodalizio» che esso evoca.

Con una duplice conseguenza sistematica: che lungamente ci si è chiesto se effettivamente, e comunque in che senso, fenomenologie come la società per azioni, poiché appunto «società», potessero essere considerate *juristische Personen*; e che, per un altro verso, ciò definitivamente riconosciuto dal legislatore, è stata l'unità stessa della nozione di «società» a essere posta in dubbio. E ciò, in ultima analisi, poiché la dimensione stessa della persona giuridica, la sua astrazione rispetto ai soci e al loro gruppo, sembrava far venire meno la prospettiva del «sodalizio».

Si tratta di rilievi per un verso ben noti e che per un altro richiederebbero ben maggiore approfondimento. Mi limito perciò a ricordare che fu lo stesso Savigny a porre in dubbio la personalità giuridica della società per azioni, un dubbio in seguito condiviso anche da altri importanti studiosi e del resto giustificato pure da espressioni letteralmente utilizzate nella codificazione commerciale del 1861<sup>53</sup>. Tali dubbi risultarono su-

---

<sup>52</sup> Non vi è in effetti bisogno di soffermarsi a ricordare come anche nelle posizioni gierkiane la *Verbandsperson* è il risultato di un'astrazione, come la stessa personalità giuridica della *Einzelperson*, ed è tale solo se e in quanto «riconosciuta» dall'ordinamento: v. per esempio la sintesi di questa posizione in GIERKE, *Deutsches Privatrecht*, I, Leipzig, 1895, 470 ss. Si ritiene però, in questa linea di pensiero, da un lato che sia giustificata, come per la persona fisica, una pretesa politica al riconoscimento da parte dell'ordinamento; e da un altro lato che, riconosciuta la «persona», essa debba essere trattata, almeno in linea tendenziale, come la persona fisica, essendo come essa «reale» (con implicazioni, per esempio, nella disciplina degli illeciti).

<sup>53</sup> A questa vicenda storica ho già dedicato alcune pagine nel mio *Questioni*, cit.; e per essa si dispone ora dell'approfondimento di RANIERI, *L'invenzione della persona giuridica*, (traduzione rivista e ampliata del contributo originariamente comparso in *Liber amicorum Giuseppe B. Portale*, Baden-Baden, 2019, 109 ss.), Milano, 2020, spec. 63 ss.

E in effetti, come si accenna nel testo, la questione si spiega per un verso per una qualche ambiguità dei testi legislativi (in particolare dell'*ADHGB*, il cui art. 213 dispone che «*die Aktiengesellschaft als solche hat selbständig ihre Rechte und Pflichten*»; mentre secondo l'art. 216 «*jeder Aktionär hat einen verhältnißmäßigen Antheil an dem Vermögen der Gesellschaft*»); ambiguità la quale però corrisponde ed esprime (probabilmente anche derivando da) un approccio culturale che scorge una fondamentale dialettica fra la «società», che è affare dei soci, e la «persona», che da essi si astraie. Una dialettica che non a caso si esprime nella forma più netta nel pensiero di SAVIGNY (per il quale, non bisogna dimenticarlo, modello per la costruzione della «persona giuridica» era stata soprattutto la *Stiftung*), che infatti, incidentalmente occupandosi delle società ferroviarie, assume una prospettiva che intende «*die Aktionäre als Miteigentümer der Anstalt*», spiegando il riconoscimento della *corporative Verfassung* per la sola funzione di agevolare i rapporti esterni, e giustificando tale posizione con il rilievo (per certi aspetti ancora presente nei temi accennati a nota 17) non potersi ritenere che la concessione della personalità giuridica modifichi sostanzialmente i rapporti instaurati con il contratto di società: cfr. *Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts*, II, Berlin, 1853, 113 in nota; v. pure, per un esempio di opinione che ancora si muoveva in questa linea, AFFOLTER, *Zur Lehre der Gesellschaft*, in *Archiv für Bürgerliches Recht*, 35 (1910), 225, spec. 234

perati verso la fine del XIX secolo; con la conseguenza però, poiché di persona giuridica si parla nel linguaggio legislativo solo per alcuni tipi societari, di una sorta di rottura dell'unità del sistema delle «società» e di una distinzione, per lungo tempo praticata, fra *Gesellschaft im weiteren Sinn* e *im engeren Sinn*<sup>54</sup>.

Vi è da rilevare peraltro che, in questo modo intesa la *juristische Person* e così la sua contrapposizione alla *Gesellschaft*, residuava in ogni caso il tema di come distinguere, con riferimento alle ipotesi in cui di una «persona giuridica» il diritto scritto non consente di discorrere, fra le vicende caratterizzate per la sola rilevanza in termini obbligatori e le altre in cui è riconoscibile il «rilievo reale» di cui stiamo parlando.

Il che in termini storicamente significativi venne discusso sul piano di una dialettica fra *societas* «romanistica» e *Gesamthand* «germanistica».

È infatti consueto, lo si è già segnalato<sup>55</sup> ed è costante premessa per tutte le trattazioni in argomento, ricordare che durante i lavori del *BGB* si susseguirono due progetti e che, essendo il primo impostato sulla figura «romanistica» della *societas*, interventi di orientamento «germanistico», come soprattutto quello di Gierke, indussero all'introduzione nel secondo progetto di elementi ispirati invece allo schema della *Gesamthand*: con un risultato che è costante definire in termini di «ibrido»<sup>56</sup>.

Deve rilevarsi d'altra parte che di questa discussione, come per tutte quelle con forte carica ideologica, è necessario per chi vuole storicamente verificarne il senso distinguere fra gli aspetti tecnici e quelli appunto essenzialmente ideologici, e perciò superati con il superamento dell'ideologia alla loro base. Il che, per quanto qui interessa, è reso evidente dalla constatazione che, trattandosi in definitiva di uno schema per intendere e descrivere quello che qui viene chiamato «rilievo reale» della società, la questione è stata soprattutto discussa per la *BGB-Gesellschaft*, ove anche storicamente aveva senso porsi come termine di confronto la *societas* del diritto romano, non invece per le società commerciali, la cui diversa storia si pone in termini del tutto differenti: come confermato dalla constatazione che il loro «rilievo reale» era ben acquisito in giurisprudenza e prescindendo del tutto da un'evocazione della *Gesamthand*<sup>57</sup>; mentre per un

---

ss.; e cfr. anche, per una valutazione largamente simile, DIESELHORST, *Zur Theorie der juristischen Person bei Carl Friedrich von Savigny*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico*, 11/12 (1982/83), I, 319 ss., a 326 s.

Pure può essere interessante ricordare, a conferma trattarsi non di posizioni isolate ed eccentriche, ma di una linea culturale di lunga durata, che questi temi sono stati anche presenti, in certo modo presentando l'altra faccia della medaglia, quando GOLDSCHMIDT criticava la proposta di legge istitutiva della società a responsabilità limitata e fondamentalmente sottolineava la incompatibilità fra un tipo societario caratterizzato dai rapporti personali fra i soci e la personalità giuridica della società: così in *Alte und neue Formen der Handelsgesellschaft*, (1892), ora in *Gemischten Schriften*, II, Berlin, 1901, 321 ss.

<sup>54</sup> V. le indicazioni in proposito nella precedente nota 44.

<sup>55</sup> Cfr. il cenno nella precedente nota 27.

<sup>56</sup> V. fra gli altri, per questo diffuso rilievo discutendo il progetto di riforma da cui è derivato il *MoPeG*, HABERSACK, *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts – aber wie?*, in *ZGR*, 2020, 539; e MARTENS, *Vom Beruf unserer Zeit für ein Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts – Kritische Anmerkungen zum “Mauracher Entwurf”*, in *AcP*, 221 (2021), 68, spec. 73 ss.

<sup>57</sup> Cfr. infatti, per ricordare alcune decisioni che a fini diversi hanno riconosciuto l'operare di una distinzione patrimoniale fra soci e società, e così, se si vuol dire, un qualche suo «rilievo reale», *Reichsoberhandelsgericht*, 17 febbraio 1871, in *ROHG*, 2, 36 (discorrendo di un principio consuetudinario e su di esso basando il riconoscimento della possibilità di agire in giudizio anche di una società costituita all'estero e non registrata); e *Reichsoberhandelsgericht*, 14 febbraio 1872, in *ROHG*, 5, 204 (che così giustifica la possibilità di insinuare al passivo del fallimento di una società il credito di un socio).

altro verso, come conferma *a contrario*, non può non apparire ora paradossale, ed espressione di un parossismo nazionalistico, la ricostruzione che al fine di trovare un fondamento «germanistico» nelle società commerciali italiane del medioevo postulava un'influenza decisiva dell'invasione longobarda<sup>58</sup>.

Mentre neppure deve trascurarsi l'esplicito riconoscimento che al fondo la figura «germanistica» della *Gesamthand* e quella giusnaturalista della *persona moralis* potrebbero rivelare una sostanziale omogeneità<sup>59</sup>.

Ne è risultata, in definitiva, una complessa situazione secondo cui nell'ambito di una concezione ampia della *Gesellschaft* si comprendevano figure corrispondenti alla *societas* romanistica, altre il cui «rilievo reale» si esprime secondo le modalità della *juristische Person*, corrispondenti in primo luogo alla società azionaria e in cui la prospettiva del «sodalizio» rimane sullo sfondo potendo persino in concreto risultare assente, e altre infine in posizione in certo modo intermedia, che trovano il loro modello storico nelle società commerciali, ma che si tendevano a concettualizzare, per così dire *ex post*, con l'ipotesi storico-dogmatica della *Gesamthand*.

Il che significa anche qui, come nel sistema francese, isolare le vicende che si realizzano in un'attività e richiedono un «rilievo reale» rispetto a quelle, pur esse da comprendere nelle «società», in cui non essendo richiesta e non essendo realizzata un'«attività comune» può essere sufficiente il consueto schema del rapporto obbligatorio. Con la differenza però che modello dogmatico per le prime non è quello generale e per certi aspetti generico della *personne morale*, ma sono due formule che si pretendono dotate di maggiore valenza tecnico-giuridica, la *juristische Person* e la *Gesamthand*. E con l'ulteriore risultato, nel sistema tedesco, che da un lato l'utilizzazione della prima instaura una sorta di dialettica con lo schema della «società» e del «sodalizio», un po' come in effetti avviene con la figura della *corporation* nel diritto statunitense; e da un altro lato che la seconda, se non altro per il suo carattere ibrido, testimoniato fra l'altro dalle incertezze in merito alla collocazione fra il diritto dei beni ovvero delle persone, e ancora per la sua pretesa di comprendere anche vicende largamente eterogenee, come la comunione ereditaria e quella coniugale, si è rivelato e si rivela fonte di rilevanti incertezze e ambiguità<sup>60</sup>.

<sup>58</sup> Per questa affermazione, riferita alle origini del diritto commerciale in quanto tale, v. GIERKE, *Der Entwurf des neuen Handelsgesetzbuches*, Dresden, 1897, 5.

<sup>59</sup> Cfr. infatti l'esplicito riconoscimento di GIERKE, *Deutsches Privatrecht*, I, cit., 668, in nota; e v. ora le ampie analisi, con approcci in tesi generale tutt'altro che coincidenti, dei rapporti fra *persona moralis* e *Gesamthand*, in DIECKMANN, *Gesamthand und juristische Person*, Tübingen, 2019, spec. 13 ss. e 59 ss.; e LIMBACH, *Gesamthand und Gesellschaft*, Tübingen, 2016, spec. 77 ss.

E potrebbe essere pure interessante, a conferma trattarsi anche (se non soprattutto) di «parole» la scelta fra le quali deriva da importanti tradizioni culturali, certo tutt'altro che ininfluenti, volte in definitiva ad esprimere l'esigenza, e il suo riconoscimento da parte dell'ordinamento, di un'azione collettiva, che il diritto scritto francese espresse espressamente dispone che «la collectivité des copropriétaires est constituée en un syndicat qui a la *personnalité civile*»; mentre quello tedesco discorre di una *Rechtsfähige Gemeinschaft der Wohnungseigentümer* (così il titolo del Abschnitt 3 del vigente *Gesetz über das Wohnungseigentum*, disponendo il suo § 9a che «Die Gemeinschaft der Wohnungseigentümer kann Rechte erwerben und Verbindlichkeiten eingehen, vor Gericht klagen und verklagt werden»; e soprattutto l'importante decisione del *Bundesgerichtshof*, 2 giugno 2005, V ZB 32/05, ove espressamente si distingue fra *sachenrechtliche Seite* e *korporative Ausgestaltung* e si afferma la rilevanza della seconda nella prospettiva del *Teilnahme am Rechtsverkehr*, la formula in effetti ora usata per la *BGB-Gesellschaft*: cfr. in particolare 11 s.).

<sup>60</sup> È lo stesso GIERKE a sottolineare la elasticità del concetto (*Deutsches Privatrecht*, I, cit., 669); che

Incertezze e ambiguità le quali soprattutto si manifestano con riferimento alla *BGB-Gesellschaft*: sia perché è stata essa per così dire il terreno di scontro e compromesso fra visione «romanistica» e «germanistica», con il conseguente carattere compromissorio della disciplina scritta; sia perché il problema non presentava profili di urgenza per le società commerciali, il cui «rilievo reale» poteva considerarsi da tempo acquisito anche a prescindere dalla controversia fra «romanisti» e «germanisti»<sup>61</sup>; sia infine, ed è forse questo l'aspetto più importante, perché è nella disciplina del *BGB* che si trovano a dover convivere società con valore solo obbligatorio e altre invece con «rilievo reale»<sup>62</sup>.

Da ciò un lungo e articolato dibattito, appunto concentrato soprattutto sulla *BGB-Gesellschaft*, fondamentalmente caratterizzato dall'esigenza dell'interprete di distinguere ciò che il legislatore non aveva distinto, fra l'una e l'altra ipotesi; e caratterizzato inoltre, per evidenti esigenze operative, da una sempre più ampia utilizzazione analogica della disciplina dettata dal *HGB* per le società commerciali anche per quelle civili cui fosse in qualche modo riconoscibile un momento di «esercizio in comune» dell'attività: in questo secondo caso, poi, per lo più chiedendosi come i risultati applicativi così raggiunti possano essere razionalizzati e descritti mediante un ricorso alla figura della *Gesamthand*.

In definitiva: una distinzione di significati e discipline per la *BGB-Gesellschaft*, separandosi quella la cui valenza può essere solo obbligatoria e l'altra in cui, dovendo essere «comune» un'attività e non solo lo «scopo» con essa perseguito, si pone l'esigenza di un suo «rilievo reale»; con la conseguenza di tipo applicativo che con riferimento alla seconda ipotesi si riduce sostanzialmente la distinzione in punto di disciplina fra società civili e commerciali.

Non è naturalmente il caso, al di là di questa estrema e approssimativa sintesi, di ri-

---

con la *Gesamthand* si tratta di un *Wesen* e non di un *Begriff* (*Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung*, rist. ed. 1887, 441); e che essa non indica un *Rechtsinstitut*, bensì un *Rechtsprinzip* (*Handelsgesellschaftsrecht und bürgerliches Recht*, in *Archiv für Bürgerliches Recht*, 19 (1901), 114, a 117).

Il che del resto, è forse agevole aggiungere, non potrebbe essere altrimenti solo che si pensi alla eterogeneità delle vicende per cui lo schema della *Gesamthand* pretenderebbe di essere utilizzato, oltre alle società la comunione ereditaria e quella coniugale; come confermato dalla constatazione che è rimasta sostanzialmente isolata la proposta di estendere alla comunione ereditaria la «capacità» che, anche e soprattutto per l'influenza di FLUME, si riconosceva alla *BGB-Gesellschaft*: così in particolare GRUNEWALD, *Die Rechtsfähigkeit der Erbengemeinschaft*, in *AcP*, 197 (1997), 305.

<sup>61</sup> Il punto merita di essere segnalato, e per certi aspetti già risulta dalle indicazioni a nota 57 (cui *adde* quella alla successiva nota 79): che in effetti, per quanto riguarda le società commerciali, il tema del loro «rilievo reale» ha seguito una linea di sviluppo in buona parte indipendente rispetto alla dialettica fra *societas* e *universitas* [v. infatti l'ancora importante dissertazione di MAX WEBER, *Zur Geschichte der Handelsgesellschaften im Mittelalter nach südeuropäischen Quellen*, Stuttgart, 1889, pienamente consapevole del coevo dibattito (cfr. 3 ss.), ma che in definitiva ne limita la rilevanza (v. 163 ss.)].

<sup>62</sup> Per certi aspetti singolare, dal punto di vista formale del diritto scritto, è l'attuale soluzione dell'ordinamento austriaco: che, a seguito della riforma del 2014, nella disciplina del *ABGB* distingue, come ora il *BGB* tedesco, fra *Innen* – e *Außen*gesellschaft (v. il § 1176), ma dispone in generale che la *Gesellschaft bürgerlichen Rechts* è *nicht rechtsfähig* (così il § 1175, Abs. 2); mentre stabilisce nel *UGB* che la società commerciale è *rechtsfähig* (così il § 105 per la *offene Gesellschaft*); una soluzione che viene spiegata anche considerando che in effetti la *offene Gesellschaft* può essere costituita per il perseguimento di *jeden erlaubten Zweck* e che quindi, qualora i privati avvertono l'esigenza del «rilievo reale» di cui stiamo discorrendo anche per attività «civili» o persino non economiche, hanno senza problemi a disposizione questo tipo societario: e v. per tutti, per un primo approccio al sistema austriaco, le considerazioni in SCHÄFER, *Empfiehl sich eine grundlegende Reform des Personengesellschaftsrechts?*, *Gutachten E zum 71. Deutschen Juristentag*, München, 2016, 18 ss.; e SCHAUER, *Rechtspolitische Perspektiven im Recht der Personengesellschaften: Das Beispiel Österreich*, in *ZGR*, 2014, 143.

percorrere qui un dibattito certamente complesso e articolato. E può essere qui sufficiente ricordare che momento per esso importante è concordemente considerato l'intervento di Flume, il quale ha proposto, riprendendo peraltro prospettive già presenti nella posizione di Gierke e altri, una c.d. *Gruppenlehre* caratterizzata dalla distinzione fra *Verbandsperson* e *Personenverband* e dal riconoscimento in definitiva al «gruppo» di una posizione quale *Subjekt*<sup>63</sup>. Il che, da un punto di vista dogmatico, ha in certo modo esasperato il problema se e in che senso abbia ancora un significato la distinzione rispetto alla *juristische Person*<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> Si tratta in effetti di una posizione notissima. Come notissimo è il suo contributo decisivo per l'evoluzione del tema. Si muove da una ricostruzione delle posizioni gierkiane e di esse si sottolinea il significato della *Gesamthand* quale *kollektive Einheit*, l'esigenza allora di operare come tale e come tale di disporre della *Rechtsfähigkeit*, caratterizzandosi in effetti come *verbundene Mehrheit* e non, come invece la persona giuridica, quale *Verbandsperson*; da ciò la possibilità di presentarsi come *Personengemeinschaft*, come *Gruppe* e come *Organisationseinheit* e dovendo essere intesa in questo senso come *Rechtssubjekt*: v. la sintesi di questa argomentazione in FLUME, *Die Personengesellschaft*, cit., 54 ss.; e, per un confronto, le affermazioni di GIERKE, quando osserva trattarsi di una vicenda per cui una «*Merheit, aber nicht als Merheit schlechtin, sondern als so und so verbundene Merheit Subjekt einer Gemeinschaftssphäre wird*» (*Genossenschaftsrecht*, II, Berlin, 1873, 928), osservando inoltre che si distingue dalle persone giuridiche per ciò che si tratta, diversamente dalla *Verbandsperson*, di un *Rechtsverhältnis*, non di un *Rechtssubjekt*, ma anche che «*kraft der gesamten Hand ist die verbundene Personenmerheit als solche rechtsfähig*» (*Deutsches Privatrecht*, I, cit., rispettivamente a 660 e 682).

Merita anche di essere segnalato che, se la posizione di GIERKE trova evidenti e riconosciuti antecedenti in quella del suo maestro (cfr. infatti, caratterizzando la prospettiva «germanistica» come ricerca di una posizione intermedia fra *communio* e *universitas*, che sarebbe invece ignota alla tradizione romanistica, BESELER, *System des gemeinen deutschen Privatrechts*, Leipzig, 1847, 357 ss.; e v. pure, ricostruendo la formazione del pensiero di GIERKE e BESELER, SEIF, *Die Gesamthand als Konstruktion der Germanistik*, in *Savigny Z. G.A.*, 118 (2001), 302), anche quella di FLUME può essere intesa come un'evoluzione di tendenze ricostruttive che già si erano manifestate: cfr. in particolare BUCHDA, *Geschichte und Kritik der deutschen Gesamthandlehre*, cit., spec. 225 ss. e 262 ss.; e FABRICIUS, *Relativität der Rechtsfähigkeit*, München-Berlin, 1963, 158 ss., ove caratterizza la *Rechtsfähigkeit* della *BGB-Gesellschaft* nel senso di un *juristisches Verhaltensvermögen* cui si collega una *Vertretungsmacht*.

Non sono mancate, naturalmente, posizioni critiche nei confronti della proposta di FLUME e delle soluzioni giurisprudenziali che a essa si sono espressamente ispirate: cfr. fra gli altri, da un punto di vista storico-ricostruttivo, LIMBACH, *Gesamthand*, cit., spec. 179 ss. e 239 ss., ove si discute l'ipotesi di un'influenza della figura della *Gesamthand* per la storia delle società; DIECKMANN, *Gesamthand*, cit., 17 ss., che addebita a FLUME un fraintendimento della posizione di GIERKE, in particolare di non aver inteso che egli considerava le *personenrechtliche Gemeinschaften* come *Rechtsverhältnis*, non come *Rechtssubjekt*; più di recente WILHELM, *Das Recht der Gesamthand im 21. Jahrhundert*, Tübingen, 2021, spec. 27 ss.; cfr. anche, per ricordare due voci critiche da un punto di vista tecnico-applicativo, TEICHMANN, *Die Personengesellschaft als Rechtsträger*, in *AcP*, 179 (1979), 475 (che nella distinzione fra *Personenverband* e *Verbandsperson* vede poco più che un giuoco di parole); BEUTHIEN, *Zur Begriffsverwirrung im deutschen Gesellschaftsrecht*, in *JZ*, 2003, 715; ID., *Was hat die "rechtsfähige Personengesellschaft" Neues gebracht? Zur Entzauberung der Gruppenlehre*, in *NZG*, 2011, 481.

<sup>64</sup> Il tema è in effetti tradizionale (e, a significativa conferma del carattere culto della riforma realizzata con il *MoPeG*, è stato espressamente considerato dallo stesso legislatore: cfr. in particolare *Gesetzentwurf der Bundesregierung*, Drucksache 19/27635, 17/03/2021, a 106) e non è certo difficile segnalare studi anche risalenti nei quali è stato affrontato, eventualmente pure deducendo dalla riconosciuta capacità operativa della società in quanto tale la sostanziale perdita di significato della distinzione: v. per esempio AFFOLTER, *Die rechtliche Natur der offenen Handelsgesellschaft*, in *Archiv für Bürgerliches Recht*, 5 (1891), 1; e KOHLER, *Nochmals die offene Handelsgesellschaft als juristische Person*, *Idem*, 40 (1914), 229; cfr. pure, fra gli autori ormai antichi e con particolare autorevolezza, WIELAND, *Handelsrecht*, I, 1921, spec. 402 ss. (ove si evidenzia che l'espressione *Rechtsfähigkeit* riferita alle *menschlichen Gemeinschaften* ha un altro significato rispetto a quando riferita a *Einzelmenschen*).

Ma è naturale che la questione sia divenuta in certo modo più urgente a seguito dell'affermazione in dottrina e giurisprudenza di posizioni come quelle cui si sta accennando. Ed è comprensibile, alla luce del

Un intervento, quello di Flume, la cui influenza sulla giurisprudenza si è concreto esplicitata sia nell'esplicito riconoscimento della *Rechtsfähigkeit* della *BGB-Gesellschaft* quando opera come (*Außen*) *Gesellschaft*<sup>65</sup> sia nell'adozione di soluzioni applicative,

---

già segnalato rilievo che i profili strutturali hanno nel sistema tedesco dei fenomeni associativi (v. il cenno a nota 44 e testo corrispondente) che prospettiva prevalente sia ora quella che riferisce la distinzione cui si accenna ad aspetti appunto strutturali, in ultima analisi a una più intensa astrazione della società rispetto ai soci; e, di conseguenza, a una rafforzata stabilità rispetto alle loro vicende individuali, in definitiva la distinzione fra società di persone e di capitali: cfr. in particolare, per ricordare alcuni dei protagonisti di questo dibattito, in vario senso, RAISER, *Gesamthand und juristische Person im Licht des neuen Umwandlungsrechts*, in *AcP*, 194 (1994), 495, spec. 500 ss.; ID., *Der Begriff der juristischen Person. Eine Neubesinnung*, in *AcP*, 199 (1999), 104, che a 139 s. osserva, criticando l'opinione prevalente, che in effetti vi è un processo di avvicinamento fra società di persone e di capitali; ULMER, *Die Gesamthandsgesellschaft – ein noch immer unbekanntes Wesen?*, in *AcP*, 198 (1998), 113; ULMER-SCHÄFER, *Gesellschaft bürgerlichen Rechts und Partnerschaftsgesellschaft*, München, 2009, sub § 705, spec. Rdn. 307 ss.; SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München, 2002, spec. 206 ss.; REUTER, *Rechtsfähigkeit und Rechtspersönlichkeit: Rechtstheoretische und Rechtspraktische Anmerkungen zu einem großen Thema*, in *AcP*, 207 (2007), 673; MÜLBERT, *Einheit der Methodenlehre? – Allgemeines Zivilrecht und Gesellschaftsrecht im Vergleich*, in *AcP*, 214 (2014), 188, a 238 ss.; KLINGBEIL, *Der Begriff der Rechtsperson*, in *AcP*, 2017 (217), 848, spec. 871 ss.; BRODYAGIN, *Weshalb die Personengesellschaft keine Gesamthand ist*, Frankfurt am Main, 2012, spec. 89 ss.; HABERSACK, *Die Anerkennung der Rechts – und Parteifähigkeit der GbR und der akzessorischen Gesellschafterhaftung durch den BGH*, in *BB*, 2001, 477, spec. 478; BURETTIN GÜVEN, *Die Unterscheidung von Innen- und Außengesellschaft bürgerlichen Rechts*, Berlin, 2010, 32 ss.

Neppure potrebbe stupire il lettore italiano, consapevole della storia culturale di questi problemi nel nostro ordinamento, l'opinione ormai risalente con cui si osservava che in effetti le formule della *Gesamthand* e della *juristische Person* non sono in grado di condurre a conseguenze applicative, ma possono solo servire alla concettualizzazione dei risultati interpretativi: così SCHÜNEMANN, *Grundprobleme der Gesamthandsgesellschaft*, Bielefeld, 1975, 31; cfr. pure, in senso analogo e ricercando allora nel regime di responsabilità dei soci un criterio giuridico per la *Typisierung* delle società, BEHME, *Die Gesellschaft mit persönlicher Gesellschafterhaftung als Rechtsformtyp*, Tübingen, 2022, 42 ss.

Potrebbe anche essere un significativo esemplare di diritto scritto, a dimostrazione della rilevanza/irrelevanza concreta di questi temi, il Reg. CEE n. 2137/85 del 25 luglio 1985, relativo all'istituzione del GEIE, il cui art. 1 da un lato riconosce al gruppo in quanto tale la «capacità», giuridica e di agire, dall'altro rinvia al diritto degli stati membri il tema della sua «personalità giuridica».

<sup>65</sup> È consueto ritenere decisivo il *Bundesgerichtshof*, 29 gennaio 2001, in *BGHZ*, 146, 341, decisione che ha assunto un ruolo iconico (v. infatti il commento di WEDEMANN, in *Gesellschaftsrechts-Geschichten*, hrsg. von FLEISCHER und THIESEN, Tübingen, 2018, 491 ss.; e, tra i tanti, la monografia di WEISS, *Rechtsfähigkeit, Parteifähigkeit und Haftungsordnung der BGB-Gesellschaft nach dem Grundlagenurteil des Bundesgerichtshof vom 29.01.2001*, Würzburg, 2005), ove si trattava della *Parteifähigkeit* di una *bauwirtschaftliche Arbeitsgemeinschaft (ARGE)* costituita in forma di *BGB-Gesellschaft*; decisione che si caratterizza nell'evoluzione giurisprudenziale per la consapevole presa di posizione sul tema generale e per l'esplicito confronto con le prospettive storicamente in proposito discusse, a partire da quelle di GIERKE e poi FLUME (e v. pure, decidendo in sede di rinvio, *Bundesgerichtshof*, 18 febbraio 2002, II ZR 331/00). Perciò, per questa piena consapevolezza, essa si segnala rispetto a precedenti che già si erano orientati nella stessa direzione e viene intesa come una sorta di approdo finale e conclusione di un'evoluzione da tempo avviata: la quale potrebbe persino farsi risalire al *Reichsgericht*, 25 settembre 1890, ricordato a nota 7 (ove si riconosce la *Parteifähigkeit* di una *erlaubte Privatgesellschaft* ai sensi del II 6 del *ALR* prussiano); passando poi, fra l'altro, al *Reichsgericht*, 4 giugno 1932, in *RGZ*, 136, 402 (ove si afferma la necessità di una *Auflassung* per il trasferimento di un immobile da una *OHG* a una società civile composta dagli stessi soci); e poi, per limitarsi ad alcune decisioni che si ritengono fra le più significative, *Bundesgerichtshof*, 4 novembre 1991, in *BGHZ*, 116, 86 (in tema di iscrizione di una società civile nella *Liste der Genossen*); *Bundesgerichtshof*, 15 luglio 1997, in *BGHZ*, 136, 254 (in tema di *Scheckfähigkeit*); v. pure, per ricordare alcuni interventi giurisprudenziali successivi, *Bundesgerichtshof*, 16 luglio 2001, in *BGHZ*, 148, 291 (riguardo alla possibilità di assumere la posizione di accomandante); *Bundesgerichtshof*, 4 dicembre 2008, in *BGHZ*, 179, 102 (ove si affronta con ampia motivazione il tema della pubblicità immobiliare e, riconoscendo in proposito una *planwidrige Lücke*, si ritiene non possa essere colmata con l'indicazione dei soci, ma sia necessaria un'applicazione analogica della soluzione conosciuta per la *OHG*); *Bundes-*



in punto specialmente di regime di responsabilità dei soci, che in definitiva estendono a essa la disciplina del *HGB* per la società in nome collettivo<sup>66</sup>. Orientamenti giurispru-

*gerichtshof*, 25 settembre 2006, II ZR 218/05; *Bundesgerichtshof*, 28 aprile 2011, V ZB 194/10; e *Bundesgerichtshof*, 20 maggio 2016, V ZB 142/15 (tutte per il tema concernente la pubblicità immobiliare).

<sup>66</sup> Il tema è notissimo e può essere qui sufficiente un'estrema sintesi. Esso si caratterizzava per l'assenza nel *BGB* di un'esplicita disciplina in punto di responsabilità personale del socio e per l'avvertita esigenza, allora, di interrogarsi sui modi in cui può essere costruita e giustificata, modi i quali possono logicamente ridursi all'alternativa se ricercare un duplice significato nella vicenda da cui sorge l'obbligazione della società, quello di impegnare il patrimonio sociale e l'altro di impegnare *anche* quello personale del socio (e allora poiché chi lo compie dispone del relativo *potere*) ovvero intendere la sua posizione (e quindi pure la sua responsabilità) come *accessoria* rispetto a quella della società: da ciò il tradizionale dibattito nella dottrina tedesca fra *Doppelverpflichtungstheorie* e *Akzessorietätstheorie*: e v. per tutti, in generale, BECK, *Die Haftung der Gesellschafter bei der BGB-Erwerbgesellschaft*, Berlin, 1999, spec. 63 ss.; SCHULZE, *Die akzessorische Haftungsverfassung der Außengesellschaft bürgerlichen Rechts*, Berlin, 2006, spec. 70 ss.

Ma soprattutto può essere di un qualche interesse segnalare che queste alternative teoriche possono avere immediate ricadute applicative, essendo questa in definitiva la ragione per cui anche in proposito è rilevabile un ampio movimento giurisprudenziale ed è poi intervenuto il legislatore del *MoPeG*.

Si trattava in primo luogo della questione se e in che modo sia possibile nella *BGB-Gesellschaft* limitare la responsabilità del socio, essendo per certi aspetti spontaneo, qualora si discorresse di una *Doppelverpflichtung*, in concreto del potere di chi agisce per la società di agire anche per il socio, riconoscere nella possibilità di limitare questo potere una possibilità anche di limitare quella responsabilità: e v., negando ciò, *Bundesgerichtshof*, 27 settembre 1999, in *BGHZ*, 142, 315 (in un caso nel quale si era cercato di limitare la responsabilità dei soci adottando il nome sociale di *Gesellschaft bürgerlichen Rechts mit beschränkter Haftung*, ritenendo invece il giudice che fosse necessaria una *mit dem Vertragspartner individualvertraglich getroffenen Vereinbarung*); ma cfr. anche, in una prospettiva dichiaratamente tipologica, la soluzione per cui, trattandosi di un fondo immobiliare costituito come *BGB-Gesellschaft*, per la limitazione di responsabilità dei soci non è necessaria una *Individualvereinbarung mit dem Vertragspartner*, trattandosi con la partecipazione di *eine reine Kapitalanlage*: così *Bundesgerichtshof*, 21 gennaio 2002, in *JZ*, 2002, 1110, con nota critica di CASPER; e in tema, fra i tanti, ARMBRÜSTER, *Die Schranken der „unbeschränkter“ persönlichen Gesellschafterhaftung in der BGB-Gesellschaft*, in *ZGR*, 2005, 34, spec. 36 ss.; una questione che ora, come altre, è stata espressamente risolta nel senso dell'orientamento che si era affermato in giurisprudenza (così il nuovo § 721 *BGB*).

Si poneva inoltre il problema, forse il più delicato, se e in che termini la responsabilità personale del socio possa comprendere anche obbligazioni di origine non contrattuale imputabili alla società e *in primis* quelle concernenti obblighi risarcitori per illeciti aquiliani di chi agisce per la società. Una questione la quale nell'ordinamento tedesco riguarda sia il tema della possibile utilizzazione diretta o analogica, anche al di fuori delle *juristische Personen*, della disciplina del § 31 *BGB* (e v., ancora per una soluzione negativa, *Bundesgerichtshof*, 30 giugno 1966, in *BGHZ*, 45, 311) sia, e direi soprattutto, l'interrogativo se e come ne possa derivare la responsabilità anche di chi come il socio è materialmente estraneo al comportamento illecito: e v., giustificando allora la responsabilità con il modello della *akzessorische Haftung*, *Bundesgerichtshof*, 24 febbraio 2003, in *BGHZ*, 154, 88; v. pure, applicando analogicamente il § 128 *HGB* nell'ipotesi di società civile fra avvocati e in un caso di responsabilità professionale, *Bundesgerichtshof*, 3 maggio 2007, in *BGHZ*, 172, 169; e ancora in tema *Bundesgerichtshof*, 14 giugno 2003, in *BGHZ*, 155, 205. Questioni certamente delicate, come dimostrato dalle stesse critiche di chi, come FLUME, si pone alle origini dell'orientamento cui si accenna (v. il saggio *Die persönliche Haftung der Gesellschafter einer BGB-Gesellschaft für deliktisches Handeln der geschäftsführenden Gesellschafter*, in *Der Betrieb*, 2003, 1775; v. pure la decisa critica, impennata in definitiva sulla considerazione che l'orientamento giurisprudenziale non tiene pienamente conto delle ragioni per cui i privati possono scegliere la forma della *BGB-Gesellschaft*, CANARIS, *Die Übertragung des Regelungsmodells der §§ 125-130 HGB auf die Gesellschaft bürgerlichen Rechts als unzulässige Rechtsfortbildung contra legem*, in *ZGR*, 2004, 69). E che in termini per certi aspetti non del tutto dissimili si sono poste anche nella nostra giurisprudenza, quando si è dovuta interrogare sul possibile fondamento della responsabilità del socio per illeciti amministrativi compiuti nell'interesse della società: cfr. in particolare Cass. civ. 9 settembre 2021, n. 24373, ove tale fondamento viene ravvisato non nell'art. 2291 c.c. (che significherebbe una sorta di «accessorietà» del tipo di cui si discute nell'ordinamento tedesco), bensì in una «colpa» propria in quanto amministratore, decisione commentata da CICALLELLI, in *Società*, 2022, 27.

Vi era infine il problema concernente l'applicabilità della disciplina delle *Altverbindlichkeiten*, della responsabilità cioè prevista dal § 130 *HGB* (corrispondente al nostro art. 2269 c.c.) per le obbligazioni sociali anteriori all'acquisto della qualità di socio: e v., anche qui muovendo dal modello della «accessorietà»,

denziali i quali hanno creato una significativa discrasia fra il diritto scritto nel *BGB* e quello effettivamente applicato; e hanno indotto perciò il legislatore a intervenire, al fine in primo luogo di superare le ambiguità e incertezze che da tale situazione possono derivare<sup>67</sup>: con il *MoPeG* del 2021 cui si è già fatto cenno.

La discussione si è in effetti (diremmo: per il momento) conclusa con una riforma la quale, pure volta all'intero diritto delle società di persone e contenendo innovazioni nel diritto scritto di non poco conto anche per le società commerciali<sup>68</sup>, è soprattutto concentrata sulla disciplina della *BGB-Gesellschaft*: che distingue ora espressamente fra *rechtsfähige* e *nicht rechtsfähige Gesellschaft*, e ciò sulla base della circostanza che «*sie nach dem gemeinsamen Willen der Gesellschafter am Rechtsverkehr teilnehmen soll*» oppure «*sie kann den Gesellschaftern zur Ausgestaltung ihres Rechtsverhältnisses untereinander dienen*»<sup>69</sup>; e soprattutto alla prima dedica un'ampia e articolata disciplina, la quale appunto largamente riprende le soluzioni del *HGB* per le società commerciali.

Di tale disciplina merita qui soprattutto di essere segnalata, sia perché è stata oggetto di ampio dibattito sia per le sue possibili implicazioni di ordine generale, la soluzione che prevede anche per la *BGB-Gesellschaft* un regime di pubblicità, ma assegnandole un valore in certo modo diverso da quello consueto: non «costitutivo», come avviene con la *immatriculation* prevista dal diritto francese, in mancanza della quale non si è *personne morale*, e nemmeno semplicemente «di notizia», come nel nostro ordinamento per la società semplice, bensì come presupposto per la realizzazione di altre forme di pubblicità che possono risultare necessarie per l'attività sociale, in particolare ma non solo la pubblicità immobiliare<sup>70</sup>.

---

*Bundesgerichtshof*, 7 aprile 2003, in *BGHZ*, 154, 370; cfr. pure il lavoro monografico interamente dedicato al tema di WEBER, *Die Haftung eintretender Gesellschafter für die Altverbindlichkeiten der Gesellschaft bürgerlichen Rechts*, Frankfurt am Main, 2005; e la soluzione, pure qui conforme all'orientamento giurisprudenziale, del nuovo § 71a *BGB*; e, per un caso giurisprudenziale nel diritto italiano, Cass. civ. 20 aprile 2010, n. 9326.

<sup>67</sup> Sul ruolo decisivo di questa motivazione del riformatore cfr. la stessa *Gesetzentwurf der Bundesregierung*, cit., a 2 ss.; v. pure per tutti in argomento FLEISCHER, *Annäherungen an den Mauracher Entwurf für ein Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, in *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts. Der Mauracher Entwurf in der Fachdiskussion*, in *ZGR – Sonderheft 23*, 2021, 3 s.; per ricordare un esemplare di posizione critica proprio per questo aspetto ALTMIPPEN, *Kritischer Zwischenruf zum „Mauracher Entwurf“*, in *NZG*, 2020, 822, a 823; v. pure da ultimo, per una considerazione delle motivazioni della riforma e dei suoi principali contenuti, SCHÄFER, in SCHÄFER, *Das neue Personengesellschaftsrecht*, cit., 1 ss.

<sup>68</sup> Fra esse pare a chi scrive soprattutto significativa, per le sue implicazioni anche metodologiche, la scelta di adottare una disciplina dell'invalidità delle deliberazioni sostanzialmente modellata su quella contenuta nell'*Aktiengesetz*: cfr. in particolare i nuovi §§ 110 ss. *HGB* e, per un primo approccio alla discussione in argomento, HABERSACK, *Modernisierung*, cit., 559 ss.; DRESCHER, *Beschlussmängelrecht*, in *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, cit., 114 ss.; e ampiamente commentando sul punto il *MoPeG*, GRUNEWALD-LIEBSCHER, in SCHÄFER, *Das neue Personengesellschaftsrecht*, cit., 107 ss. Un approccio che in effetti è riconoscibile anche nel nostro ordinamento, la tendenza cioè a considerare la disciplina dell'invalidità delle deliberazioni assembleari di società per azioni come una sorta di normativa cui attingere per la fenomenologia deliberativa in generale: cfr. in particolare la nostra Cass. civ. 28 gennaio 2015, n. 1624, fra l'altro in *Società*, 2015, 803, con nota di BONAVERA.

<sup>69</sup> Così il nuovo testo del § 705 *BGB* (ora rubricato come *Rechtsnatur der Gesellschaft*) il quale in questi termini distingue le due ipotesi di *BGB-Gesellschaft*, precisando inoltre che la partecipazione al *Rechtsverkehr* si presume quando oggetto della società è il *Betrieb eines Unternehmens*. Il che, come appare a chi scrive evidente, rende esplicito il senso della *Rechtsfähigkeit* come strumento tecnico-giuridico per consentire appunto tale partecipazione: in definitiva, riprendendo la formulazione di FABRICIUS riferita a nota 63, un momento del *juristisches Verhaltensvermögen* della società.

<sup>70</sup> Il punto è concordemente ritenuto fra i più significativi della riforma realizzata con il *MoPeG* (già pri-

Ma deve anche essere segnalato, in termini più generali, che con riferimento in particolare a quella che ora il legislatore nel *BGB* chiama *rechtsfähige Gesellschaft*, la cui disciplina si pone peraltro al centro di quella della *BGB-Gesellschaft*, può ritenersi in certo modo compiuto un lungo processo di «commercializzazione» della società civile, quel processo che in Germania era stato fin qui affidato al giudice e all'interprete e che in Italia e Francia si era realizzato rispettivamente con la codificazione del 1942 e con la riforma del 1978<sup>71</sup>.

E diviene possibile osservare, già sulla base di questa semplice esposizione degli assetti degli ordinamenti francese e tedesco, che la prospettiva di quello italiano condivide aspetti dell'uno e dell'altro: non sorprendentemente del resto, se si pensa alla storia anche culturale del nostro diritto privato e alle influenze che nelle sue diverse fasi ha subito da essi.

---

ma scorgendosi in esso una delle principali esigenze riformatrici: così in particolare HABERSACK, *Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts – gestern, heute und morgen*, in *Liber amicorum Portale*, cit., 213 ss., a 218 ss.; e v. infatti la sua illustrazione nella *Gesetzentwurf der Bundesregierung*, cit., spec. 3, 108 ss. e 127 ss.): la scelta, cioè, di istituire un *Gesellschaftsregister* (v. i nuovi §§ 707 ss. *BGB*) l'iscrizione nel quale è presupposto necessario per adempimenti pubblicitari come la trascrizione nel *Grundbuch* immobiliare (v. il nuovo § 47 Abs.2, *Grundbuchordnung*), o nel *Schiffsregister* (così il nuovo § 51 Abs. 2, *Schiffsregisterordnung*), o ancora per l'ottenimento di un brevetto (così il nuovo § 4 della *Patentverordnung*), ma anche, per limitarsi fra i tanti a due soli esempi particolarmente significativi, per l'iscrizione nel *Aktienregister* (v. ora il § 68, Abs. 1, *Aktiengesetz*) o nella lista dei soci di una *GmbHG* (così nel nuovo § 40 *GmbHG*); e cfr., per un esame di questi aspetti, da ultimo, HERMANN, *Register für die GbR*, in SCHÄFER, *Das neue Personengesellschaftsrecht*, cit., 27 ss., spec. 39 ss.

Una soluzione la quale si spiega, in definitiva, per la valutazione che da un lato ritiene inadeguata rispetto alla *BGB-Gesellschaft*, in particolare tenendo conto della sua caratteristica utilizzazione per finalità e con modi fra loro eterogenei e variabili, una soluzione rigida come quella francese (per converso spiegabile poiché in tale sistema la *société* è circoscritta negli scopi), da un altro lato considera idoneo allo scopo di trasparenza e certezza dei rapporti giuridici, che con la pubblicità si persegue, l'*incentivo* derivante dal fatto che senza di essa sono sostanzialmente ostacolate operazioni come quelle immobiliari o aventi per oggetto brevetti oppure partecipazioni in altre società: v. per tutti le diverse valutazioni di questa scelta politica in HABERSACK, *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, cit., 550 ss.; BOCHMANN, *Reform des Personengesellschaftsrechts*, in *Bucerius Law Journal*, 2020, 71, a 72 ss.; SCHÄFER, *Grundzüge des neuen Personengesellschaftsrechts nach dem Mauracher Entwurf*, in *ZIP*, 2020, 1149, 1151; HERRLER, *Das neue Gesellschaftsregister*, in *Modernisierung*, cit., 39 ss.; WERTENBRUCH, *Der BMJV-Referentenentwurf eines MoPeG*, in *GmbHR*, 2021, 1, 4 s.; MARTENS, *Vom Beruf*, cit., 97 ss.; SCHMIDT, *Ein neues Zuhause für das Recht der Personengesellschaften*, in *ZHR*, 185 (2021), 16, a 30 ss.; v. pure il precedente approfondimento del tema in RÖDER, *Reformüberlegungen zum Recht der GbR*, in *AcP*, 215 (2015), 450, a 461 ss.; SCHÄFER, *Empfiehl sich*, cit., 61 ss.; e WIMMER, *Ein Register für die Gesellschaft bürgerlichen Rechts*, Berlin, 2021, spec. la rassegna comparatistica a 47 ss. e l'esame del progetto di riforma a 239 ss.

<sup>71</sup> E un aspetto particolarmente significativo per una valutazione sistematica potrebbe essere, fra l'altro, la nuova regola che anche per la *BGB-Gesellschaft* rende inopponibili ai terzi i limiti dei poteri di rappresentanza della società (v. il nuovo § 720, Abs. 3, *BGB*); e per tutti il positivo apprezzamento di SCHMIDT, *Ein neues Zuhause*, cit., 34); o ancora l'eliminazione dalla disciplina della *BGB-Gesellschaft* di una regola classicamente «civilitica», come era quella che nel § 708 *BGB* prevedeva una responsabilità del socio regolata secondo il criterio della *diligentia quam in suis*: v. sullo specifico argomento l'analisi di SCHIRRMACHER, *Der Haftungsmaßstab in der Personengesellschaft nach dem MoPeG*, in *ZHR*, 186 (2022), 250; e i rilievi critici di BACHMANN, *Zum Entwurf*, cit., 613; e, riguardo a entrambi gli aspetti appena segnalati, GEIBEL, *Mauracher Entwurf zum Personengesellschaftsrecht. Ein Gesetzgebungsvorschlag mit gewissen Widersprüchen*, in *ZRP*, 2020, 137.

Sicché è diffusa, con riferimento a queste e ad altre nuove regole, la constatazione di un mutamento del *Leitbild* sulla base del quale era stata costruita originariamente la disciplina della società civile: v. fra gli altri FLEISCHER, *Leitbildwandel im Recht der BGB-Gesellschaft*, in *Der Betrieb*, 2020, 1107; LIEDER, *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts. Der Regierungsentwurf des MoPeG in der rechtspolitischen Analyse*, in *ZRP*, 2021, 34; SCHÄFER, *Grundzüge*, cit., 1150.

Può essere sufficiente ricordare, per il profilo specifico cui si sta accennando e in estrema sintesi, che il sistema era caratterizzato da una dicotomia fra società civili, intese essenzialmente come rapporti obbligatori fra i soci, e società commerciali, quali «enti collettivi» da loro distinti, una formula che immediatamente evocava la «persona morale» della cultura giuridica francese. La sua evoluzione compiuta con la codificazione del 1942 ha poi visto l'affermazione di una prospettiva ancora più incisivamente unitaria, in questo senso pur sempre di tipo francese, ma nella quale si discorre di una «persona giuridica» di tipo tedesco e allora, come appunto tradizionalmente in Germania, la si riferisce alle sole società di capitali: per questo aspetto in certo modo rompendo l'unità della «società».

Sotto questo profilo la discussione sui rapporti fra «società» e «persona» si è svolta e si svolge in termini non dissimili da quelli cui si è accennato per la cultura giuridica tedesca. È stato così consueto, specie in una stagione culturale di profonda discussione sulla personalità giuridica, interrogarsi se e in che termini le soluzioni tecnico-applicative con essa evocate possano ritenersi condivise dalla disciplina delle società di persone, cui il discorso legislativo la ritiene estranea<sup>72</sup>. E così, in termini analoghi a quanto discusso nel sistema tedesco, ci si è chiesto se sia possibile distinguere fra «soggettività» (espressione che ai presenti fini, soprattutto illustrativi, può ritenersi nella sostanza equivalente a quella di *Rechtsfähigkeit* ora preferita nelle discussioni in Germania e adottata dallo stesso legislatore) e «personalità»<sup>73</sup>; ma si è anche ritenuto, a conferma

---

<sup>72</sup> Ed è quasi superfluo ricordare che in questo dibattito, per certi aspetti simile a quello svolto nel diritto tedesco, ma con esiti ben diversi (nel senso soprattutto che si è pervenuti nella nostra cultura giuridica a un giudizio di sua sostanziale irrilevanza, risultando quindi in definitiva abbandonato), un ruolo decisivo è stato svolto da contributi, anche metodologicamente caratterizzati, come soprattutto quelli di ASCARELLI (e v. in particolare il saggio ora in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, 233 ss.), D'ALESSANDRO, il cui saggio, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, del 1963, è stato pubblicato anche come volume autonomo, Padova, 1989; e GALGANO, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 553; cfr. ora, per una recente sintesi di questo dibattito, in termini diversi da quelli qui preferiti, GINEVRA, *Identità e rilevanza della persona giuridica alla luce del d.lgs. n. 231/2001*, in *Riv. società*, 2020, 72.

<sup>73</sup> Per una chiara sintesi di questa discussione rinvio ancora a MARASÀ, *Le società*, cit., 113 ss.; e più di recente RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 181 ss.; cfr. pure, per ricordare qualche recente esemplare giurisprudenziale in cui il tema è stato affrontato, Cass. civ., 21 gennaio 2000, n. 642 (che dalla «soggettività» della società deduce che la domanda di liquidazione della quota del socio defunto si deve proporre nei confronti della stessa e non dei soci); Cass. civ., 18 luglio 2002, n. 10427 (per una questione di legittimazione processuale ad agire per il pagamento di una fattura emessa dalla società); Cass. civ., 20 agosto 2015, n. 17004 (ove è stato deciso che l'appello proposto da tutti i soci impedisce il giudicato nei confronti della società semplice); Cass. civ., 27 novembre 2018, n. 30729 (con la quale, espressamente dichiarando di muovere dal presupposto che «all'interno delle società di persone la soggettività giuridica riveste una funzione unicamente strumentale, volta a consentire alla pluralità di soci una unitarietà delle forme di azione», si trae la conseguenza che è regolarmente instaurato il contraddittorio «tutte le volte in cui, indipendentemente dalla formale citazione a mezzo del rappresentante, risultino personalmente convenuti in giudizio tutti i soci, facendo poi stato la pronuncia emessa nei confronti di questi anche nei riguardi della società»); Cass. civ., 4 marzo 2021, n. 6028 (deducendo dalla «soggettività» della società di persone la possibilità di un suo credito nei confronti dei soci, nel caso specifico alla restituzione di utili indebitamente percepiti); cfr. pure, scorrendo di «soggetti distinti», al fine di riconoscere un rapporto di successione nell'ipotesi di trasformazione eterogenea da società a comunione di godimento di azienda e di poter così affermare la possibilità di un fallimento della società entro l'anno dalla sua eventuale cancellazione dal registro delle imprese, Cass. civ., 19 giugno 2019, n. 16511, in *Vita not.*, 2019, 1441; per un'ipotesi in cui il giudice tedesco ha riconosciuto, nel caso specifico ai fini della pubblicità immobiliare, la *Rechtsfähigkeit* di una società semplice italiana, *Bundesgerichtshof*, 9 febbraio 2017, V ZB 166/15.

di una transnazionalità dei rapporti culturali, di proporre per la comprensione delle nostre società di persone un confronto con la figura germanistica della «comunione a mano unita»<sup>74</sup>.

Mentre, da un punto di vista che potrebbe dirsi sostanziale, e anche qui analogamente a quanto avviene nella discussione tedesca, non manca l'osservazione che, se in ogni caso vi è la ricerca di formule in grado di segnalare una qualche «alterità» nei confronti delle vicende individuali dei singoli soci, quella della «persona» possiede una carica semantica in grado di approfondire ed esasperare questa «alterità», al punto da consentire un superamento della prospettiva del «sodalizio» e in definitiva della stessa «società»: come possibile nella disciplina delle società di capitali e come sottolineato dalla possibilità per esse, e non per le società di persone, di una situazione di unipersonalità<sup>75</sup>.

Si deve sottolineare, d'altra parte, che questi temi si pongono nell'ordinamento italiano anche e soprattutto in conseguenza della scelta che nell'*attività comune*, e non nel solo «scopo comune», individua il cuore della nozione di «società». Il che spiega l'emersione di un orientamento culturale, di cui è evidente l'influenza nel dibattito in materia, che nell'attività appunto ricerca il paradigma dogmatico per la costruzione della disciplina, quello che con altra scelta terminologica si propone di intendere come il suo *a priori*; e in essa e nella sua organizzazione individua la ragione dell'unità sistematica della fenomenologia societaria<sup>76</sup>.

Una prospettiva la quale per un verso, in termini generalissimi, presuppone la possibilità di un superamento dell'approccio che vuole costruire il sistema privatistico muovendo dal soggetto e dai suoi diritti; e per un altro verso, con specifico riferimento al diritto societario, ne ricerca il fondamento nell'*impresa* come attività e nella sua organizzazione: in termini allora che possono anche prescindere dalla prospettiva del «sodalizio»<sup>77</sup>.

4. «Società» e «patrimonio». – Pare comunque evidente che le formule cui si è fin qui fatto cenno servono essenzialmente a esprimere, in termini che per certi aspetti potrebbero considerarsi metaforici, l'esigenza di segnalare una qualche sorta di «alterità» fra ciò che avviene con lo svolgimento dell'attività sociale e le sfere individuali del

---

E si potrebbe incidentalmente osservare che forse non è del tutto priva di significato la circostanza che la maggior parte di questi interventi giurisprudenziali, come anche i *leading cases* degli altri ordinamenti qui considerati, le ricordate decisioni della Cassazione francese del 1954 e del *Bundesgerichtshof* del 2001, si sono posti con riferimento alla partecipazione al processo: forse per la circostanza che in esso è particolarmente urgente individuare una «parte» e un «soggetto», meno soddisfacente il riferimento oggettivo a un'attività e ai modi in cui oggettivamente si svolge.

<sup>74</sup> Così in particolare FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2019, 228.

<sup>75</sup> Rinvio in proposito, per una prima indicazione bibliografica, a nota 64.

<sup>76</sup> Mi riferisco, come evidente, soprattutto all'opera di FERRO-LUZZI e al suo *I contratti associativi*, Milano, 1971, un'opera sicuramente decisiva per orientare il dibattito nella nostra cultura giuridica su questi temi; e v. per tutti, a conferma di ciò, SPADA, *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai «contratti associativi» di Paolo Ferro Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II, 143; e D'ALESSANDRO, *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 487.

<sup>77</sup> Per qualche ulteriore cenno su queste prospettive rinvio al mio *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 5 ss.; cfr. pure, per segnalare un altro noto approccio che pur in prospettiva diversa segnala la possibilità di muovere non dal soggetto, ma dall'impresa e dal ruolo che in essa e per essa il soggetto svolge, BRECHER, *Subjekt und Verband*, in *Festschrift für Alfred Hueck zum 70. Geburtstag*, München-Berlin, 1959, 233 ss., spec. 244 s.

singolo o dei singoli soci: nel senso, almeno, di richiedere la possibilità di distinguere l'una e le altre.

Non vi è dubbio, cioè, che il ruolo di tali formule, pur storicamente caratterizzate da diverse cariche semantiche, come quelle di «persona morale», «persona giuridica», «soggetto», «comunione a mano unita» e altre ancora, si spiega in quanto al momento dell'*attività* si fa riferimento. È esso, per la sua valenza oggettiva e in definitiva per il suo significato di partecipazione al mercato<sup>78</sup>, a porre l'esigenza di una distinzione rispetto a quanto il singolo o i singoli soci già fanno e possono individualmente fare<sup>79</sup>, l'esigenza appunto di distinguere fra sfera «sociale» e sfera «individuale». Perciò tali formule assumono un senso quando la vicenda si caratterizza per tale momento: nella «società» quindi come intesa nell'ordinamento italiano e in una porzione soltanto di quanto in tal modo compreso dagli ordinamenti francese e tedesco. Mentre, qualora di ciò non si tratti, risolvendosi il tutto nei rapporti obbligatori fra i soci, di esse non vi è naturalmente bisogno.

Deve peraltro osservarsi che quelle formule, in particolare quando in qualche modo «soggettivizzano» l'attività, soddisfano cioè quell'esigenza di alterità postulando una distinzione di soggetti, muovono evidentemente da una comprensione del sistema generale che pone al suo centro, facendone una sorta di perno per ogni discorso giuridico,

---

<sup>78</sup> E credo che la ricordata formula del legislatore tedesco, che distingue a seconda che si abbia oppure no un *Teilnahme* della società *am Rechtsverkehr*, derivando da ciò l'imputazione a essa di situazioni attive e passive, quindi la *Rechtsfähigkeit*, sia particolarmente espressiva delle prospettive che si stanno illustrando: poiché segnala che in effetti si tratta non tanto di un problema di esteriorizzazione nei confronti dei terzi, quanto della valutazione se lo scopo perseguito con la società richieda oppure no che la società *in quanto tale*, quindi come operatore distinto dai suoi soci, operi nel mercato. Perciò lo stesso legislatore pone una presunzione a favore del riconoscimento di tale *Teilnahme* quando oggetto della società è «*der Betrieb eines Unternehmens unter gemeinschaftlichem Namen*»; e perciò, a parere di chi scrive, questa prospettazione risulta maggiormente corretta, *dal punto di vista della fattispecie*, rispetta a quella più consueta che distingue fra *Innen-* e *Außengesellschaft*, che riguarda invece fondamentalmente il tema della disciplina e dell'imputazione delle situazioni giuridiche soggettive: v., per un confronto, la formulazione legislativa nel § 1176 *ABGB* austriaco; e, per osservazioni non del tutto dissimili, BURETTIN GÜVEN, *Die Unterscheidung*, cit., 93 ss.; cfr. pure, analizzando il progetto alla base di quello governativo che ha dato poi luogo al *MoPeG*, ARMBRÜSTER, *Außengesellschaft und Innengesellschaft*, in *Modernisierung*, cit., 143 ss. (e lo stesso autore, commentando il *MoPeG*, in SCHÄFER, *Das neue Personengesellschaftsrecht*, cit., 53 ss.); e, immediatamente dopo la decisione del 2001 ricordata a nota 65, discutendo i possibili criteri per un'articolazione della disciplina della *BGB-Gesellschaft*, DERLEDER, *Die Aufgabe der monistischen Struktur der Gesellschaft bürgerlichen Rechts durch Verleihung der Rechtsfähigkeit*, in *BB*, 2001, 2485, spec. 2488 ss.

Si comprende d'altra parte perché si sia discusso in argomento se porre l'accento sistematico della vicenda sulla dimensione del *Unternehmen*: una proposta soprattutto avanzata da K. SCHMIDT e che non è stata formalmente accolta sulla base della considerazione che in tal modo si sarebbe da un lato posta la questione se intervenire sulle più generali prospettive del *Handelsrecht* e dall'altro che quella dimensione neppure sarebbe in grado di presentare contorni più precisi di quella tradizionale del *Kaufman*: v. per tutti, su questa discussione, HÜFFER, *Die Reform des Schuldrechts im Spiegel weiterer Gutachten und Vorschläge*, in *AcP*, 184 (1984), 584; SCHÄFER, *Empfiehl sich*, cit., 31 ss.; FLEISCHER, *Annäherungen an den Mauracher Entwurf für ein Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, in *Modernisierung*, cit., 5 ss.; MARTENS, *Vom Beruf unserer Zeit*, cit., 87 ss.; e di recente lo stesso SCHMIDT, *Ein neues Zuhause*, cit., 20 ss.

<sup>79</sup> E v. già, sottolineando questa esigenza di identificazione nella società in quanto tale di un operatore giuridico-economico e spiegandola, in consapevole dissenso rispetto a visioni esasperatamente «germanistiche», per usi commerciali affermatasi in Italia e successivamente recepiti in Germania, la decisione del *Reichsoberhandelsgericht*, 5 giugno 1878, in *ROGH*, 24, 156 (in un caso nel quale le stesse persone avevano costituito due diverse società collettive per la gestione di due distinti negozi commerciali; e v. anche, analogamente ragionando in un caso simile, ma con diversa soluzione avendo le due società utilizzato la medesima *Firma*, *Reichsgericht*, 14 maggio 1886, in *RGZ*, 16, 16).

il soggetto appunto e i suoi diritti. Una prospettiva evidentemente storicamente condizionata, discutendosi in effetti se e in che termini a essa si possa per i temi qui considerati sostituire un'altra che tale ruolo assegna invece all'attività in quanto tale<sup>80</sup>.

Il punto, da tempo ben noto, si comprende anche considerando un'altra formula che nel discorso sulla società e sulla sua attività svolge un ruolo certo non trascurabile, quella di *patrimonio*.

Una formula che nella storia della cultura giuridica moderna è soprattutto utilizzata nella prospettiva del soggetto, in una sorta di relazione biunivoca con esso, ma che è pure pensabile ed è stata in effetti pensata anche con riferimento a una funzione e all'attività che per essa si svolge.

La prima prospettiva, quella storicamente dominante, ha soprattutto caratterizzato, rappresentandone una sorta di emblema, la cultura giuridica francese: ove viene fatta risalire agli studi di Aubry e Rau, a loro volta derivati da quelli di Zachariae. Una prospettiva secondo la quale il «patrimonio», come complesso unitario di situazioni giuridiche attive e passive, è inteso quale attributo della persona, e ciò nel duplice senso che ogni patrimonio richiede di essere riferito a una persona e ogni persona è titolare di un patrimonio e di uno soltanto; sicché, come anche a volte viene osservato, persona e patrimonio vengono in definitiva a identificarsi e il secondo può essere pure inteso come il modo in cui nei rapporti economico-patrimoniali si manifesta la prima<sup>81</sup>.

La seconda prospettiva è anch'essa risalente, potendosi ricondurre al pensiero di Brinz e soprattutto Bekker ed essendo da noi consapevolmente ripresa in significativi spunti di Spada. Essa segnala invece che fra le possibilità dell'autonomia privata non vi è solo quella di *disporre* delle situazioni giuridiche soggettive, in definitiva trasferirle dall'uno all'altro soggetto (ponendosi allora esso al centro del discorso giuridico), ma anche l'altra di *destinarle* a una funzione (la quale è essa allora ad assumere una posizione centrale): con la conseguenza, in ultima analisi, che il loro regime non può essere inteso come volto ad affrontare e risolvere problemi del soggetto, bensì quelli che si pongono nello svolgimento della funzione e per la sua tutela<sup>82</sup>.

<sup>80</sup> Ed è quasi superfluo ricordare in proposito l'insegnamento, in termini generali e di metodo, di ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, (1960), ora in *Scritti*, III, Napoli, 1998, 1401; e, con specifico riferimento alle tematiche qui accennate, di FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit.

Neppure può dubitarsi, peraltro, che gran parte dei temi qui trattati conseguono a prospettive le quali, muovendo dal soggetto, pongono al centro il diritto soggettivo e si pongono in definitiva un problema di compatibilità fra (il modo in cui di volta in volta si vuole intendere) esso e le vicende collettive considerate: un aspetto di cui è diffusa la consapevolezza e che spesso viene esplicitato, come, per indicare un altro esempio, in KUNZ, *Über die Rechtsnatur der Gemeinschaft zur gesamten Hand*, Bern, 1963, 91 ss.

<sup>81</sup> Il tema è notissimo e può essere qui sufficiente limitarsi a rinviare alle ormai note monografie di HIEZ, *Étude critique de la notion de patrimoine en droit privé actuel*, Paris, 2003, spec., per quanto qui in particolare interessa, 109 ss.; e THOMAT-RAYNAUD, *L'unité du patrimoine: essai critique*, Paris, 2007, 21 ss. e 267 ss.; cfr. pure, per una difesa in certo modo assoluta della teoria originaria, COHET-CORDAY, *La valeur explicatif de la théorie du patrimoine en droit positif français*, in *RTDCiv.*, 1996, 819; per una sua rivisitazione volta invece a mostrarne le sfumature e possibilità di adattamento, DENIZOT, *L'étonnant destin de la théorie du patrimoine*, in *RTDCiv.*, 2014, 547; con prospettive intese ad evidenziarne i nessi con il ruolo nel sistema della «persona» e della «proprietà», FABRE-MAGNAN, *Propriété, patrimoine et lien social*, in *RTDCiv.*, 1997, 583; e ZENATI, *Mise en perspective et perspectives de la théorie du patrimoine*, in *RTDCiv.*, 2003, 667.

<sup>82</sup> Anche queste prospettive sono ben note: mi limito quindi a ricordare la proposta di BEKKER, in *Zur Lehre vom Rechtssubjekt: Genuß und Verfügung; Zwecksatzungen, Zweckvermögen und juristische Personen*, in *Jherings Jahrbücher*, 12 (1873), 1, quando distingue due manifestazioni dell'autonomia privata in

E in effetti, deve rilevarsi, la seconda prospettiva può ora apparire molto meno eversiva di quanto in altri momenti si sarebbe potuto pensare. Per convincersi di ciò è forse sufficiente porre mente non soltanto a soluzioni come quella storicamente tradizionale della *Treuhand* di diritto tedesco<sup>83</sup>, ma anche e forse soprattutto, come sintomo di un'evoluzione che non può non essere anche culturale, a recenti interventi legislativi nei diritti europei di cui si sta trattando.

Mi riferisco in primo luogo ai «*patrimoni destinati*» introdotti nel nostro sistema con la riforma del diritto delle società di capitali: che possono servire a isolare il rischio relativo a uno specifico settore dell'attività sociale, ma tale settore anche inevitabilmente isolano, allora separando esso e i rapporti patrimoniali che ne conseguono.

Il punto è notissimo, almeno nelle sue linee generali, e per il giurista italiano non vi è certo bisogno di soffermarsi su esso<sup>84</sup>. Basta qui segnalare che con tale nuova disciplina si è espressamente creata un'alternativa alla prassi che per soddisfare queste esigenze di separazione patrimoniale ricorreva allo strumento di una «società veicolo». Con la conseguenza, per il discorso dogmatico, di sottolineare per un verso un'alternativa rispetto alla distinzione dei soggetti e per un altro l'interrogativo se e in che termini le due prospettive si distinguono<sup>85</sup>.

Ma mi riferisco anche a una vicenda legislativa che si è appena (parrebbe) conclusa nell'ordinamento francese, nel febbraio del 2022, a esito della quale è divenuta regola di principio quella secondo cui «*l'entrepreneur individuel n'est tenu de remplir son engagement à l'égard de ses créanciers dont les droits sont nés à l'occasion de son exercice professionnel que sur son seul patrimoine professionnel*»; mentre, per converso, «*seul le patrimoine personnel de l'entrepreneur individuel constitue le gage géné-*

---

quanto *Zuwendungen*, volte a determinare spostamenti patrimoniali fra soggetti, ovvero *Zwecksatzung*, che definisce soprattutto la portata di comportamenti futuri (v. in particolare 62 e 77), riconoscendo allora trattarsi di posizione non lontana dalla *Zweckvermögenstheorie* di BRINZ (così a 103) e definendo perciò le persone giuridiche come *Zwecksatzungen mit Apparat* (105); una posizione che, come noto, nella recente cultura giuridica italiana è stata ripresa soprattutto da Spada: v. gli spunti in *La tipicità della società*, Padova, 1974, 132, in nota; e nei termini più espliciti in *Persona giuridica e articolazione del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 837; v. pure, in diversa prospettiva, ma in definitiva interrogandosi su un potere dei privati di *affectation*, BERLIOZ, *L'affectation au coer du patrimoine*, in *RTDCiv.*, 2011, 635, spec. 641 ss.

<sup>83</sup> E si è potuto del resto constatare che in effetti lo schema del *trust* si pone all'origine della *joint stock company*, ove la pratica lo utilizzava unitariamente alla struttura della *partnership* (con finalità che potremmo dire elusive del *Bubble Act* del 1720: cfr. per tutti HARRIS, *Industrializing English Law*, 2000, 137 ss.; v. pure il classico saggio di COOKE, *Corporation, Trust & Company*, Manchester, 1950, 80 ss.). Ma possono anche ricordarsi, come accennato nel testo, prospettive del tipo di quelle che già risultano dall'intitolazione del saggio di GEIBEL, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, Tübingen, 2008 (che nel diritto delle società ricerca la disciplina applicabile alle operazioni negoziali di fiducia: cfr. spec. 85 ss. e 369 ss.). Mentre è in un certo senso consueto per gli studiosi francesi, in particolare dopo la previsione nel *code civil* della *fiducie*, un suo confronto con le vicende societarie: v. per tutti DOM, *La fiducie-gestion et le contrat de société – Éléments de comparaison*, in *Rev. sociétés*, 2007, 481 (ove anche, a 488, il rilievo che la operazione di *fiducie* deve essere espressa e quindi, a differenza della società, non può essere *créée de fait*).

<sup>84</sup> Penso perciò sufficiente rinviare, anche per ulteriori indicazioni, ai lavori di FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008; GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 639; PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, Napoli, 2012; e SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Comm. Schlesinger*, diretto da Busnelli, Milano, 2014.

<sup>85</sup> E rinvio, per un primo tentativo di analisi al riguardo, al mio *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 21 ss.



*ral des créanciers dont les droit ne sont pas nés à l'occasion de son exercice professionnel*<sup>86</sup>: la distinzione in definitiva, per il *entrepreneur individuel*, la persona fisica cioè<sup>87</sup>, fra *patrimoine personnel* e *patrimoine professionnel* e fra le relative classi di creditori.

Si tratta di un esito che l'attivismo del legislatore francese dei tempi recenti impedisce di considerare definitivo, ma che rappresenta il risultato di un processo politico inteso a creare incentivi per l'avvio di attività economiche anche di piccole dimensioni, limitando in particolare i rischi con esse assunti, e che a tal fine si è orientato per soluzioni (che il legislatore ha ritenuto) più praticabili rispetto alla costituzione di una società unipersonale, in Francia designata con l'acronimo *EURL*<sup>88</sup>. In questo senso, dopo aver esteso la impignorabilità per debiti professionali alla residenza personale dell'imprenditore<sup>89</sup>, una legge del 2010, poi a più riprese modificata, gli ha riconosciuto

<sup>86</sup> Così il nuovo art. L 526-22 *code de commerce*, al. 4 e 6, come risultante dalla riforma con L. 2022-172 del 14 febbraio 2022, legge la quale, come subito si accenna, fin dall'intitolazione dichiara di essere *en faveur de l'activité professionnelle indépendante*. Il che, dal punto di vista del sistema legislativo, ha comportato che la intitolazione del capitolo sesto del titolo secondo del libro quinto del *code de commerce* sia ora «*De la protection de l'entrepreneur individuel*»; e che esso sia articolato in tre sezioni, quella «*De l'insaisissabilité de la résidence principale*», una seconda «*De l'entrepreneur individuel à responsabilité limitée*» e una nuova terza sezione, che inizia appunto con l'art. L 526-22, con il titolo «*Du statut de l'entrepreneur individuel*».

<sup>87</sup> La situazione potrebbe per questi versi considerarsi speculare a quella adottata nell'ordinamento italiano: il quale riserva la possibilità di «patrimoni destinati» alle sole società per azioni, ed evidentemente sul duplice presupposto che si tratti di uno strumento da riservare per l'articolazione di una complessa attività imprenditoriale e che la sua utilizzazione possa risultare plausibile anche in virtù dei controlli che presiedono all'azione di tale tipo societario; mentre nell'ordinamento francese la finalità è incentivare l'avvio di iniziative economiche individuali, ivi comprese quelle di tipo professionale e artigianale. Una prospettiva, quella francese, la quale spiega perché, soprattutto nell'ipotesi di *EURL*, il legislatore francese abbia precisato che, qualora il suo *patrimoine affecté* venga trasferito ad altro imprenditore o a una società, ciò avviene *sans maintien de l'affectation*: così il testo attuale dell'art. L 526-17 *code de commerce*; e cfr. anche sul tema, in particolare commentando i nuovi artt. 526-27 e 526-29 sul *transfert universel du patrimoine professionnel*, JULLIAN, *La transmission du patrimoine de l'entrepreneur, de nouvelles opérations au service des entrepreneurs individuels*, in *Sem. jur. Entreprise et affaires*, 2022, n. 13, 26; su questo diverso trattamento v. prima ancora della stessa autrice, *La cessione de patrimoine*, Paris, 2018, per il punto specifico a 180 ss.

<sup>88</sup> E in effetti è consueto spiegare interventi come quello del legislatore del 2010, quando ha istituito la *EURL*, nella sostanza prevedendo la possibilità con una semplice *déclaration d'affectation* di circoscrivere la responsabilità conseguente all'attività dell'operatore economico individuale ai soli beni *affecté*, quelli cioè *nécessaires* per l'attività e facoltativamente quelli in essa *utilisés* (v. per tutti, per un primo approccio ai complessi problemi applicativi posti da tale formule legislative, DUBUISSON, *L'entrepreneur individuel à responsabilité limitée*, Paris, 2010, 12 ss.; DELRIU, *L'entrepreneur individuel à responsabilité limitée*, Paris, 2014, 15 ss.; e JULLIAN, *La cession de patrimoine*, cit., 105 ss.), in base a un sostanziale fallimento dello strumento della *EURL* pur esso in definitiva destinato, specie nel sistema originario della legge del 1985, a finalità sostanzialmente analoghe: cfr. per tutti, per questa constatazione, LIBCHABER, *Feu la théorie du patrimoine*, in *Bulletin Joly Sociétés*, avril 2010, 361, spec. 362; e, rilevando come la soluzione della *EURL* implica inoltre una distorsione del sistema delle società, SAINTOURENS, *L'entrepreneur individuel à responsabilité limitée*, in *Rev. sociétés*, 2010, 351, a 352.

<sup>89</sup> Cfr. ora la disciplina, progressivamente ampliata, dell'art. L 526-1: che nel testo attuale dispone nel suo al. 1 che i diritti «sur l'immeuble où est fixée sa résidence principale sont de droit insaisissables par les créanciers dont les droits naissent à l'occasion de l'activité professionnelle de la personne»; e prevede poi nel al. 2 che «peut déclarer insaisissables ses droits sur tout bien foncier, bâti ou non bâti, qu'elle n'a pas affecté à son usage professionnel».

Una disciplina la quale, giova avvertire, ha un riferimento soggettivo estremamente ampio, e cioè alla *personne physique immatriculée à un registre de publicité légale à caractère professionnel ou exerçant une activité professionnelle agricole ou indépendante*; a un operatore economico, quindi, che nella terminologia

la possibilità di costituire un *patrimoine affecté*, composto dai beni e diritti necessari per l'attività professionale ed eventualmente gli altri in essi utilizzati assumendo così la posizione di *entrepreneur individuel à responsabilité limitée*, corrispondente all'acronimo *EIRL*: soluzione la quale, come appena accennato, è ora in sostanza divenuta quella di *default*<sup>90</sup>.

Ed è significativo ai presenti fini che questa vicenda di oggettivizzazione del patrimonio, come si è detto questa sua *désobjectivation*<sup>91</sup>, si sia spinta fino a prevedere la

---

francese può essere chiamato *entrepreneur*, ma nel senso appunto generico di cui discorre lo stesso art. 1832 *code civil* nella definizione di *société*, non certo in quello dell'imprenditore di cui al nostro art. 2082 c.c. (che pur in tale *entrepreneur* è compreso): e cfr., per un esemplare giurisprudenziale che in tema di *caution* evidenzia questa ampiezza e in definitiva genericità della nozione di *entreprise* nel sistema francese, Cass. civ., 12 marzo 2002, in *Dalloz*, 2002, 1199, con osservazioni di LIENHARD, e commentata anche da SCHILLER, in *Rev. dr. banc. fin.*, 2002, 154. E v. anche, per una sintesi del processo storico di emersione della nozione di *entreprise* nella dimensione giuridica, il libretto antologico di CHAMPAUD-PAILLUSSEAU, *L'entreprise et le droit commercial*, Paris, 1970; per l'esempio di un tentativo di costruzione IDOT, *La notion d'entreprise*, in *Rev. sociétés*, 2001, 191; e, sostanzialmente utilizzando prospettive di tipo economicistico, LAMARCHE, *La notion d'entreprise*, in *RTDCom.*, 2006, 709; per due recenti saggi volti a sottolinearne la multiformità di significati, HANNOUN, *L'impossible définition de l'entreprise*, e PAILLUSSEAU, *L'irrésistible ascension des activités économiques et de la entreprise dans le droit*, entrambi in *Mélanges Couret*, cit., 25 ss. e 39 ss.; v. pure per ricordare un saggio di questo stesso autore, divenuto ormai un classico e che sulla prospettiva dell'attività concentra il senso dell'impresa e della personalità giuridica, *Le droit moderne de la personnalité juridique*, in *RTDCiv.*, 1993, 705; di recente, per un altro approccio volto a utilizzare la figura dell'impresa per la comprensione del diritto societario, figura di cui tende a evidenziare il rapporto di metonimia con quella di società, BARBIÈRI, *L'ordre sociétaire*, Paris, 2021, spec. 333 ss.

<sup>90</sup> Il che viene spiegato per un verso con quella che è stata definita la *ambition toute macronienne* di erigere un muro a difesa del patrimonio personale dell'operatore individuale (cfr. in tal senso, in una posizione radicalmente critica, MORTIER, *L'entrepreneur individuel à patrimoine dédoublé*, in *Dr. sociétés*, 2021, n. 12, 1; v. anche, per un confronto dal punto di vista della OHADA, *Organisation pour l'harmonisation en Afrique du droit des affaires*, la rassegna delle tecniche utilizzabili a tal fine in HIEN, *Le patrimoine de l'entrepreneur individuel*, 2021, spec. 73 ss.); per un altro con la constatazione che nella pratica anche lo strumento della *EIRL* è in effetti, rispetto alle aspettative del legislatore, sottoutilizzato (cfr., così spiegando il precedente intervento correttivo della *loi PACTE*, SAINTOURENS, in *RTDCom.*, 2019, 602).

Non sono mancate peraltro le incertezze applicative in tema di *EIRL*: v. in particolare Cass. com., 7 febbraio 2018, n. 16-24481, in *Rev. sociétés*, 2018, 311, con nota di GRUNDELER, e in *Bulletin Joly Sociétés*, avril 2018, 227, con nota di SAINTOURENS (ove si è discusso se e in che termini il deposito di una *déclaration d'affectation* che non descrive i beni destinati all'attività professionale per natura e valore costituisca una grave inadempienza e giustifichi la riunione dei patrimoni); Cass. com., 6 marzo 2019, n. 17-26605, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2019, 34, con nota di REILLE, in *Rev. sociétés*, 2019, 421, con nota di ROUSSEL-GALLE, e in *Dalloz*, 2019, 797, con nota di LEGRAND (ove si è ritenuto che, aperta erroneamente una procedura collettiva senza che sia menzionato trattarsi di una *EIRL*, deve ritenersi ammissibile la domanda di un creditore personale, nella specie per un credito connesso all'acquisto dell'abitazione personale); e, con accenti diversi, Cass. com., 23 ottobre 2019, n. 18-19952, in *Dalloz*, 2019, 2390, con nota di LEGRAND (in cui si è invece deciso che nell'ipotesi di fallimento di una *EIRL* esso ha per oggetto i soli beni destinati all'attività – nella specie di allevamento di cavalli – anche se con il provvedimento di apertura non si era fatto menzione trattarsi di una *EIRL*).

<sup>91</sup> Cfr. in particolare, ponendo l'accento su questo aspetto fin dal titolo, REVET, *La désobjectivation du patrimoine. Loi n° 2022-172 du 14 février 2022 en faveur de l'activité professionnelle indépendante*, in *Dalloz*, 2022, n. 9, 469; v. pure, per altri significativi commenti alla nuova legge, DONDERO, *Place à l'entrepreneur individuel à deux patrimoines (EI2P)! Loi n° 2022-172 du 14 février 2022*, in *Rev. sociétés*, 2022, 199; PELLIER, *Régard sur le nouveau statut de l'entrepreneur individuel*, in *Sem. jur. Ed. gen.*, n. 11, mars 2022, 546; MENJUCQ, *Loi en faveur de l'activité professionnelle indépendante: la deuxième mort d'Aubry et Rau*, in *Rev. proc. coll. civ. comm.*, 2022, n. 1, 1; e il Dossier, *Entrepreneurs individuels: la nouvelle organisation de l'entreprise est là!*, in *Sem. jur. Entreprise et affaires*, 31 mars 2022, n. 13, 19.

Ed è ancora importante segnalare, riguardo a tale legge 2022/172, che per essa il *patrimoine professionnel* del *entrepreneur individuel* è individuato con riferimento alle situazioni giuridiche *utiles* per la sua

possibilità di un trasferimento del *patrimoine professionnel* come tale, una vicenda che in effetti non è pensabile per il patrimonio personale della persona fisica, ma che trova significativi esemplari proprio nella disciplina societaria: e ciò, viene qui da pensare, per il ruolo che in essa svolge non tanto la prospettiva del soggetto quanto quella dell'attività<sup>92</sup>.

Significativo è anche che ciò sia avvenuto proprio in quell'ordinamento francese nella cui storia culturale più intensa appariva la relazione soggetto-patrimonio.

Deve in effetti osservarsi che questa classica relazione biunivoca, soprattutto se intesa nel senso che un soggetto non può avere più di un patrimonio e che a ogni specifico patrimonio deve corrispondere uno specifico soggetto, implica anche che in ultima analisi soggetto e patrimonio si identificano e non sono distinguibili: con l'ulteriore conseguenza, in definitiva, che in realtà, almeno per quanto concerne la sfera dei rapporti giuridico-patrimoniali, *il patrimonio è il soggetto*, il quale non lo *ha*, ma con esso *si identifica*<sup>93</sup>.

Sicché diviene ulteriormente comprensibile la possibile equivalenza dei discorsi in termini di alterità dei soggetti ovvero articolazione dei patrimoni; e ciò salva in ogni caso l'eventualità che le diverse implicazioni semantiche dell'uno e dell'altro non possano servire anche a segnalare differenti significati strutturali delle vicende cui si fa riferimento<sup>94</sup>.

Ne possono derivare indicazioni generalissime sul piano teorico-dogmatico. Innegabile è in ogni caso che, *per la materia specifica del diritto societario*, il significato

attività, in termini quindi essenzialmente oggettivi (superandosi così le incertezze applicative in tema di *EIRL*: v. i cenni a nota 88); e cfr. anche il decreto attuativo sul punto, n° 2022-725 del 28 aprile 2022, e il commento di DONDERO, *Nouveau statut de l'entrepreneur individuel: textes réglementaires*, in *Rev. société*, 2022, 335, spec. 336 ss.; v. pure, per una critica sotto questo aspetto che specificamente considera le professioni liberali (e v. il cenno a nota 89), DAIGRE, *Le fonds libéral a trouvé son régime dans celui de l'entreprise individuelle*, in *Dalloz*, 2022, 1215.

<sup>92</sup> S'intende dire che in effetti il discorso orientato nella prospettiva dell'*attività* può essere in grado di rendere comprensibile una continuità di rapporti anche in vicende, come quelle della trasformazione o fusione, che possono poi per altri aspetti venir descritte nei termini di mutamenti dei soggetti: vicende le quali, non a caso, non sono pensabili per la persona fisica. E diviene anche possibile, come accennato a nota 87, un trasferimento *inter vivos* del *patrimoine professionnel* dell'imprenditore individuale in quanto tale, e allora significativamente qualificato a *titolo universale*, il tipo di trasferimento che la dottrina classica del patrimonio ritiene in effetti impensabile (inducendo allora, come notissimo, a costruzioni almeno artificiose – in termini di estinzione-costituzione – per spiegare quelle vicende del diritto societario): e cfr. ancora sullo specifico argomento posto dalla L. 2022-172 gli spunti di JULLIAN, *Vers une généralisation des apports de patrimoine à titre universel?*, in *Dr. sociétés*, 2022, n. 1, 1; e più ampiamente, in termini generali, ID., *La cession de patrimoine*, cit., 153 ss.; v. anche, commentando il decreto attuativo sul punto, n° 2022-799 del 12 maggio 2022, DONDERO, *Nouveau statut*, cit., 340 s.

<sup>93</sup> V. già le indicazioni a nota 81 e ancora, fra gli altri, gli spunti di THOMAT-RAYNAUD, *L'unité du patrimoine*, cit., 42; in termini più generali i rilievi di FABRE-MAGNAN, *Propriété, patrimoine et lien social*, cit., spec. 600 ss.; e ZENATI, *Mise en perspective*, cit., 668 s. (ove importanti rilievi sul processo storico di astrazione della «persona»).

<sup>94</sup> V. in proposito la posizione di SPADA nel saggio ricordato a nota 82 e la discussione nell'ordinamento tedesco cui si è fatto cenno a nota 64.

E potrebbe essere anche interessante ricordare in proposito (pure per un confronto con quanto accennato a nota 92) la soluzione del legislatore francese secondo cui, in caso di *dissolution* della società unipersonale, si ha «*la transmission universel du patrimoine de la société à l'associé unique, sans qu'il y ait lieu à liquidation*»: così l'art. 1844-5, al. 3, *code civil* (soluzione la quale, potendo implicare l'assunzione anche di tutti i debiti e quindi di una responsabilità personale illimitata, viene esclusa, secondo la linea politica ricordata a nota 89, per il socio unico che sia persona fisica: cfr. per tutti sullo specifico argomento MAGNIER, *Droit des sociétés*, cit., 245 s.; e DONDERO, *Droit des sociétés*, Paris, 2021, 326 s.).

operativo di questi temi riguarda soprattutto la posizione dei soci nei confronti dei creditori, il trattamento in definitiva dei debiti conseguenti allo svolgimento dell'attività sociale e le conseguenze che al riguardo possono derivare dalla sua «alterità» rispetto alle sfere giuridiche individuali dei soci<sup>95</sup>. Una tematica la quale assume rilevanza non tanto quando le azioni dei creditori possono volgersi al solo «patrimonio sociale», nel qual caso potrebbe essere da un punto di vista operativo sostanzialmente equivalente discorrere di una limitazione della responsabilità dei soci solo a quanto da essi conferito ovvero di una responsabilità della sola società (intesa come differente «soggetto»); essa è invece significativa per le ipotesi in cui sussiste pure una responsabilità dei soci con il loro «patrimonio personale», ponendosi l'alternativa se intenderla come responsabilità per un debito «altrui» ovvero (anche) «proprio»<sup>96</sup>.

Può essere in certo modo naturale che questo tema, per molti aspetti tradizionale, sia stato di recente discusso soprattutto nella cultura giuridica tedesca e con riferimento alla forma societaria, la *BGB-Gesellschaft*, per cui mancava una esplicita disciplina di diritto scritto sullo specifico argomento (oltre a essere, come più volte ricordato, una forma caratterizzata dalla sola prospettiva generale, e del tutto generica, del «sodalizio»). Ove allora, come accennato, la ricerca di soluzioni interpretative si era orientata nella contrapposizione fra due differenti ipotesi costruttive: una *Doppelverpflichtungstheorie*, intesa a spiegare la responsabilità personale del socio in base a un potere di chi agisce per la società di impegnare pur esso; e una *Akzessorietätstheorie*, secondo cui tale responsabilità conseguirebbe immediatamente e, salvo specifico accordo con il singolo creditore, necessariamente alla responsabilità della società<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> E si potrebbe ricordare in proposito la risalente opinione secondo cui in effetti la destinazione di un attivo patrimoniale può essere il risultato di una «società», mentre è l'isolamento dei debiti a richiedere un intervento dell'ordinamento, eventualmente *sub specie* di «riconoscimento della personalità»: così LABAND, *Beiträge zur Dogmatik der Handelsgesellschaften*, (1885), ora in *Abhandlungen und Rezensionen*, IV, Leipzig, 1983, 363 ss., a 391 ss. (ma pure merita di essere ricordato, nella prospettiva qui preferita, l'opinione per cui la formazione del *Handlungsfonds* è in *keinem Kausalnexus mit der Sozietät*, ma *eine nothwendige Konsequenz des Betriebes eines Handelsgewerbes*, realizzandosi poi in concreto tramite la *Buchführung*: così a 428 s.); v. pure, in ben altri termini discutendo dei rapporti fra passivo e attivo nella nozione di «patrimonio», FABRE-MAGNAN, *Propriété, patrimoine et lien social*, cit., 604 ss.; e, fra gli altri discorrendo di una interdipendenza fra attivo e passivo, HENNECKE, *Das Sondervermögen der Gesamthand*, Berlin, 1976, 12 ss. e 77 s.; cfr. pure le considerazioni, che paiono interessanti per il loro anticoncettualismo, di JULLIAN, *La cession de patrimoine*, cit., 58 ss.

<sup>96</sup> Un tema che, come noto, può assumere immediato rilievo applicativo nel caso in cui un socio illimitatamente responsabile presta garanzia per un debito della società: v. per esempio, riguardo alla questione delle conseguenze in tal caso di un concordato preventivo della società, Cass. civ., SS.UU., 16 febbraio 2015, n. 3022, in *Giur. comm.*, 2017, II, 65, con nota di ANTONINI (e, in un caso particolare, riguardante la fideiussione prestata da chi successivamente ha perso la posizione di socio, Cass. civ., 29 dicembre 2011, n. 29863, in *Fall.*, 2012, 569); o ai fini di un'eventuale compensazione: cfr. Cass. civ., 16 marzo 2018, n. 6650, in *Foro it.*, 2018, I, 3652.

Potrebbe anche essere interessante segnalare che nel sistema francese, a conferma del ruolo (anche) applicativo del riconoscimento della *personnalité morale* a tutti i tipi sociali quando avvenuta la *immatriculation*, se ne è recentemente dedotto, da un lato, che unitaria è la prescrizione delle azioni nei confronti della società e del socio (così Cass. civ., 19 gennaio 2022, n. 20-22.205, in *Rev. sociétés*, 2022, 435, con nota di BARBIÈRI); e, da un altro lato, che in mancanza di *immatriculation*, e di conseguenza della *personnalité morale*, non opera la regola dell'art. 1858 *code civil*, secondo cui l'azione nei confronti del socio presuppone si sia preventivamente agito nei confronti della società: così Cass. com., 3 marzo 2021, n. 19-10.089, in *Rev. sociétés*, 2022, 24, con nota di GIRIBILA.

<sup>97</sup> V. in proposito i cenni a nota 66.

Un dibattito per il quale deve ritenersi definitivamente prevalsa, a seguito dell'intervento del legislatore del *MoPeG*, la seconda prospettiva, quella che tradizionalmente era adottata per le società commerciali, in certo modo caratterizzandole<sup>98</sup>.

E forse non è azzardato pensare che la difficoltà di questi temi deriva anche, se non soprattutto, da un approccio che pure per essi pretende discorrere nei termini di «soggetti» e di loro situazioni giuridiche; e quindi, dovendo distinguere l'attività sociale rispetto alle posizioni soltanto individuali dei soci, si trova in certo modo a dover coordinare la loro responsabilità per la prima con la sua «alterità» nei propri confronti. Mentre potrebbe risultare più semplice porre al centro del discorso l'attività e il suo regime, per essa spiegare sia l'autonomia del patrimonio sociale sia l'eventuale responsabilità di altri patrimoni: quelli in particolare dei soci, che in effetti non rispondono per «debito proprio» ovvero per «debito altrui», ma per la posizione che assumono nell'attività; verrebbe da dire, riprendendo una formula utilizzata ad altri propositi, una responsabilità «propria», ma *uti socius*<sup>99</sup>.

Neppure è un caso, penso, che uno dei punti critici in cui questa tematica soprattutto si manifesta sia quello concernente la responsabilità risarcitoria derivante da comportamenti illeciti avvenuti nello svolgimento dell'attività sociale: quando in effetti l'alternativa fra «proprio» e «altrui» viene in certo modo esasperata dalla prospettiva generale che per la responsabilità aquiliana richiede in principio una propria colpa<sup>100</sup>. Il che, di nuovo, sembra a chi scrive suggerire l'adozione di un approccio che muove dall'attività e dal suo valore giuridico: nel senso cioè che non interessa la posizione del soggetto in quanto singolo, e allora distinto e distinguibile dalla società, ma la posizione che assume al suo interno.

5. «Società», «contratto» e «fatto». – Le indicazioni fin qui raccolte potrebbero confermare che, pur in diversi contesti sistematici, gli ordinamenti posti a confronto evidenziano la comune caratteristica secondo cui, quando la vicenda societaria si caratterizza per l'*esercizio in comune di un'attività*, come requisito necessario per riconoscere una «società» nel nostro ordinamento e solo eventuale in quelli francese e tedesco<sup>101</sup>, si pone l'esigenza di un suo «rilievo reale» ed esso viene indicato mediante

<sup>98</sup> Cfr. infatti, in particolare, i già ricordati (a nota 66) nuovi §§ 721 e 721a *BGB*; ma anche la critica di CANARIS (pur essa ricordata a nota 66) agli orientamenti giurisprudenziali che si erano mossi in questa direzione, critica che fondamentalmente si basava sul convincimento di una rigidità della disciplina delle società commerciali, inadeguata a fronte delle molteplici e varieguate utilizzazioni della società civile.

<sup>99</sup> Una responsabilità, cioè, che consegue alla posizione del soggetto rispetto all'attività ed assume perciò questa come premessa del discorso, se si vuol dire come paradigma per la comprensione della vicenda.

<sup>100</sup> Anche al riguardo rinvio ai cenni a nota 66.

<sup>101</sup> Il che potremmo anche intendere, senza peccare di eccessivo nazionalismo, come la manifestazione di una sorta di centralità per questi temi dell'esperienza giuridica italiana. Nel senso in effetti che anche altre esperienze, le quali pur muovono da una più ampia caratterizzazione della società come «sodalizio», si sono indotte in via giurisprudenziale e poi legislativa ad assegnare un significato specifico a (e così in certo modo isolare) le vicende in cui funzione del «sodalizio» è l'esercizio di un'*attività nel mercato* e in forme riconoscibili dal mercato, il significato specifico che in definitiva si sintetizza discorrendo di «rilievo reale»; sicché, potrebbe dirsi, si isolano e caratterizzano le vicende che per il nostro ordinamento sono le sole a meritare il nome di «società». Mentre, da un altro punto di vista, sempre più si riduce fino a divenire quasi evanescente (come del resto anche da noi avvenuto per quanto riguarda il settore del diritto societario) la classica distinzione a seconda che l'attività in questione possa qualificarsi oppure no come «commerciale».

lemmi i quali, fra loro differenti e con diverse cariche semantiche, segnalano comunque un profilo di eterogeneità rispetto a una dimensione culturale impernata sulla prospettiva del singolo individuo e delle sue situazioni giuridiche soggettive.

Perciò merita pure di essere brevemente segnalato che queste prospettive, in buona parte comuni, si rivelano anche nei confronti di un'altra figura sistemica il cui ruolo dogmatico e la cui carica ideologica sono certo di assoluta evidenza, quella del *contratto*.

Non si discute più in effetti, come un tempo avveniva, se in questi termini possa qualificarsi l'atto costitutivo della società<sup>102</sup>. La questione pare invece concentrarsi sul tema se e in che termini la prospettiva (ed evidentemente, dal punto di vista operativo, soprattutto la disciplina) del contratto sia adeguata per i problemi che si pongono con riferimento all'attività sociale e al suo effettivo svolgimento.

Il tema si pone in effetti da molteplici punti di vista, denunciandosi in tal modo l'ambiguità della discussione sul «contrattualismo» nel diritto societario. Di esso è nota, e certamente la più rilevante da un punto di vista giuspolitico, la discussione se e in che termini per la gestione della società possono assumere rilievo anche interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci: una discussione che nel corso della storia, anche recente, ha spesso condotto a interventi legislativi<sup>103</sup>. Ma si pone anche per profili di più immediata valenza applicativa; e che in definitiva riguardano l'interrogativo se e in che termini con le caratteristiche dell'attività sociale e con i problemi che essa concretamente pone è compatibile l'applicazione della disciplina generale del contratto.

E si tratta di questioni le quali per un verso si spiegano alla luce della diffusa constatazione che in effetti tale disciplina è modellata sulle esigenze delle operazioni di scambio, richiedendo perciò in ogni caso adattamenti per la sua applicazione a vicende di tipo associativo, adattamenti operati dallo stesso legislatore, come con i nostri artt. 1420, 1446 e 1459 c.c., o affidati all'interprete<sup>104</sup>; ma che per un altro verso possono

Un'evoluzione (si potrebbe dire: dei principali sistemi dell'Europa continentale) la quale potrebbe intendersi storicamente come il prevalere, fra i due filoni storici all'origine del diritto delle società, di quello commercialistico rispetto alla tradizione romanistica della *societas*: così spiegandosi che ciò sia avvenuto prima nel nostro sistema, quello storicamente più legato all'origine del percorso commercialistico (per il quale, come più volte accennato, il riconoscimento del «rilievo reale» è avvenuto prescindendo sia dalla figura romanistica della *universitas* sia da quella mitica germanistica della *Gesamthand*, ma anche dalla categoria giusnaturalistica della *persona moralis*).

<sup>102</sup> In una prospettiva che in definitiva muove dall'assunto di una sorta di «elasticità del sistema contrattuale»: v. per tutti il mio *La società nulla*, Milano, 1975, 67 ss.; e prima ancora, con particolare approfondimento, FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., 78 ss.

<sup>103</sup> Si tratta di temi notissimi, essendo in effetti consueto anche nella nostra dottrina ricordare il ruolo nella discussione di disposizioni come il § 70 dell'*Aktiengesetz* tedesco del 1937, o dei *constituency statutes* negli USA degli anni '80 del XX secolo, o più recentemente della s. 172 del *Companies Act 2006* inglese e infine della c.d. *Loi PACTE*, legge n. 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises; su questi temi cfr. nella nostra letteratura giuridica il recente volume di TOMBARI, "Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019; e il mio "Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. società*, 2020, 4; v. pure, per più recenti informazioni relative all'intervento legislativo da ultimo ricordato, la *loi PACTE*, PAILLUS-SEAU, *La mutation de la notion de société et l'intérêt social*, in *Rev. sociétés*, 2020, 523; BUCHBERGER, *Pour un abandon de l'intérêt social comme condition de validité des contrats conclus par la société*, *ibidem*, 659; e i saggi di MARTINEAU-BOURGNAUD, MEDUS, LUCAS e PORACCHIA, MAGNIER e PACLOT, e CUZACQ, raccolti in *Mélanges Couret*, cit., a 55 ss., 73 ss., 89 ss., 121 ss. e 187 ss.

<sup>104</sup> Cfr. per esempio, per la considerazione di questi temi nell'ordinamento tedesco, ULMER-SCHÄFER, *Gesellschaft bürgerlichen Rechts und Partnerschaftsgesellschaft*, cit., sub § 705, 155 ss.

segnalare come nel momento in cui l'attività sociale viene effettivamente svolta si pongono esigenze *diverse e ulteriori* rispetto a quanto si può riconoscere in quello solo della stipulazione contrattuale.

Il che del resto è aspetto centrale per posizioni che è tradizionale qualificare come «anticontrattualistiche»: con le quali in effetti non si negava il significato contrattuale dell'atto costitutivo, ma si riteneva che, una volta definitivamente costituita la società, tale significato dovesse considerarsi assorbito e superato da quello di regola organizzativa per il suo funzionamento e lo svolgimento della sua attività<sup>105</sup>.

In tutti gli ordinamenti qui a confronto si pone in effetti la questione dei rapporti fra il momento della stipulazione contrattuale e quello in cui concretamente l'attività sociale viene svolta e come tale, quindi secondo il suo «rilievo reale», assume rilevanza per l'ordinamento.

E deve incidentalmente osservarsi che la questione potrebbe essere decisiva da un punto di vista sistematico: in quanto pare caratteristica centrale per il contratto, e più in generale per la stessa categoria negoziale, la distinzione fra il momento della *programmazione* di un assetto di interessi e quello della sua concreta *realizzazione*, la ricerca anzi nel primo del significato giuridico, se si vuol dire della giustificazione per l'ordinamento, del secondo<sup>106</sup>.

Una questione che si pone in primo luogo quando l'ordinamento pone l'esigenza, perché quel «rilievo reale» possa essere riconosciuto, di adempimenti ulteriori rispetto alla stipulazione contrattuale: come avviene in Francia richiedendo per tutte le società la *immatriculation* e come avviene in Germania e Italia per le società di capitali<sup>107</sup>. Dal

<sup>105</sup> Per un primo approccio a queste notissime prospettive, non di rado in effetti travisate, rinvio al mio *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Tratt. Portale-Colombo*, I, 1, Torino, 2004, 101 ss., spec. 124 ss.; v. pure il mio *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, 2012, 263 ss.

E si potrebbe anche osservare, in linea con le considerazioni in premessa, che rileva qui in definitiva anche la polisemia del termine «società», come contratto e come struttura che ne risulta, ponendosi allora il problema se e in che termini a ciò corrisponda anche un differente trattamento giuridico: e v. lo spunto, naturalmente discorrendo di «persona morale», di HAMELIN, *Le contrat-alliance*, Paris, 2012, 89.

<sup>106</sup> E v., sottolineando fra l'altro questa caratteristica del sistema negoziale, IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 347; e, per una prospettiva al vertice non dissimile, la sintesi nella mia voce *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enc. giur.*, vol. 25, 1992; cfr. pure, in termini diversi, PENIN, *La distinction de la formation et de l'exécution du contrat*, Paris, 2012, spec. 43 ss. e 155 ss.

<sup>107</sup> Mi riferisco, evidentemente, a disposizioni come l'art. 1842 *code civil* (il cui testo vigente dopo la riforma del 1978 è stato in precedenza riportato), il nostro art. 2331 c.c. e i §§ 41 *Aktiengesetz* e 11 *GmbH-Gesetz*.

E potrebbe essere anche significativo segnalare le scelte terminologiche di questi legislatori: quello francese e l'altro italiano che al momento dell'adempimento pubblicitario riferiscono l'acquisto della «personalità morale» o rispettivamente della «personalità giuridica» (sembrando inoltre quello francese escludere altre forme di «rilievo reale» – anche perché tale sistema essa sola formalmente conosce; v. infatti le considerazioni di HAMELIN, *Le contrat-alliance*, cit., 183; e, per un esempio applicativo di non poco conto, Cass. civ., 24 novembre 2021, n. 20-20.464, in *Rev. sociétés*, 2022, 343, con nota di DELVALLÉE (ove si è deciso che il socio di una *société créée de fait* non può agire nei confronti del terzo con il quale non abbia intrattenuto rapporti personali) – e tacendo invece sul punto il nostro ordinamento; per un aspetto che è in definitiva alla base della nota prospettazione di OPPO, *Forma e pubblicità nelle società di capitali*, (1966), ora in *Scritti giuridici*, II, Padova, 1992, 195 ss.); discorrendo invece il legislatore tedesco di una «esistenza» della società *als solche*, ma essendo presente nella definizione di entrambi i tipi interessati da questa disciplina da un lato, riguardo alla società per azioni, quello di trattarsi di *eine Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit* (così il § 1 *Aktiengesetz*), e dall'altro, riguardo alla società a responsabilità limitata, che essa *als solche hat selbständig ihre Rechte und Pflichten* (così il § 13 *GmbH-Gesetz*; con formulazione, merita forse di essere ricordato, analoga a quella che utilizzava l'art. 213 del *ADHGB*,

che l'interrogativo se e in che modo debba essere disciplinata l'attività eventualmente svolta prima di tali adempimenti, la quale formalmente parrebbe priva del «rilievo reale» che in quanto tale dovrebbe caratterizzarla.

Si tratta di un tema notissimo e che ha dato luogo a ampi e incisivi interventi giurisprudenziali, specie nell'ordinamento francese e tedesco: nel primo ove il tema della *société en formation* è oggetto di frequenti decisioni e si caratterizza per la ricerca di un equilibrio fra possibilità di *reprise* di atti utili compiuti precedentemente alla *immatriculation* e la mancanza al momento del loro compimento di una *personne morale* cui imputarli<sup>108</sup>; nel secondo ove da tempo si è affermato il riconoscimento della c.d. *Vorgesellschaft*, con il superamento del tradizionale *Vorbelastungsverbot* e la sua sostituzione, per la tutela del patrimonio sociale e dei creditori, con una *Differenzhaftung* dei soci<sup>109</sup>.

Ugualmente nota è la questione se e in che termini la invalidità del contratto possa pregiudicare il significato giuridico dell'attività sociale svolta eseguendolo: questione che va evidentemente al cuore della prospettiva che vede nel contratto soprattutto un momento di programmazione, a esso e alla sua efficacia subordinando il significato giuridico della (logicamente successiva) esecuzione.

Anche questo tema, su cui si è esercitata la prima direttiva europea di armonizzazione del diritto delle società per azioni, vede una differenziazione del diritto scritto italiano e tedesco da un lato e francese dall'altro. I primi infatti, che già prima dell'intervento europeo si caratterizzavano per una significativa omogeneità pure del dato letterale<sup>110</sup>, hanno disposizioni espressamente dedicate alle società di capitali e lasciano perciò formalmente aperta la questione per gli altri tipi di società. Il secondo, anche qui secondo una scelta di sistema più volte segnalata, contiene invece nel *code civil* una

---

riportata nella precedente nota 53, in un periodo in cui era ancora motivo di discussione la personalità giuridica della società azionaria). Del tutto diverso è invece, come si è ricordato a nota 70 il ruolo dell'iscrizione nel *Gesellschaftsregister* istituito con il *MoPeG*.

<sup>108</sup> Sul tema v. già le indicazioni giurisprudenziali a nota 49, cui *adde*, per ricordare un'altra recente decisione, Cass. com., 3 marzo 2021, n. 19-10.089, in *Rev. sociétés*, 2022, 24, con nota di GIRIBILA (ponendosi la questione se pure nel caso di una società ancora *en formation* possa valere la regola dell'art. 1858 *code civil*, che richiede la preventiva escussione della *personne morale* per poter agire nei confronti del socio; con il tema inoltre delle tecniche processuali mediante le quali deve essere affrontata dal giudice).

<sup>109</sup> Su questi temi, del resto ampiamente discussi anche nella dottrina italiana, soprattutto per l'importante mediazione culturale di PORTALE (di cui v. l'ultimo intervento, *Dalla «società di capitali in formazione» (Vorgesellschaft) alla «società di capitali in estinzione» (Nachgesellschaft)*, in *Riv. società*, 2017, 889), cfr. per un tentativo di analisi comparata il mio *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di «coloro che hanno agito»*. *Giurisprudenza tedesca e diritto italiano*, Milano, 1998. E v. pure, per segnalare più recenti esemplari giurisprudenziali, *Bundesgerichtshof*, 4 novembre 2002, II ZR 204/00 (ove la soluzione secondo cui, continuandosi l'attività anche dopo la conclusione negativa del procedimento di iscrizione, non si applica più la specifica disciplina elaborata dalla giurisprudenza per la *Vorgesellschaft*, bensì quella generale per le società di persone; v. pure, analogamente in un contesto nel quale si discuteva di tale tipo di vicenda ai fini della continuità in un rapporto processuale già instaurato, *Bundesgerichtshof*, 31 marzo 2008, II ZR 306/06); *Bundesgerichtshof*, 13 dicembre 2004, II ZR 409/02 (ove si è esclusa la possibilità di un valido trasferimento delle quote sociali prima dell'iscrizione); e, ipotizzando l'eventualità di un'operazione condizionata all'iscrizione della società, *Bundesgerichtshof*, 27 maggio 2021, II ZR 139/20.

<sup>110</sup> Non vi sono infatti dubbi che il testo originario dell'art. 2332 c.c., prima delle modifiche in attuazione della prima direttiva europea in materia di società per azioni, sia immediatamente derivato dai §§ 216-218 *Aktiengesetz* del 1937, poi ripresi dai §§ 275-277 *Aktiengesetz* del 1965, dai quali ha sul punto largamente tratto ispirazione la direttiva europea del 1968.



disciplina generale la quale sembra lasciare uno spazio maggiore, per quanto in particolare concerne le possibili ragioni di invalidità, alle regole contrattuali<sup>111</sup>.

Un diverso assetto legislativo a causa del quale soprattutto in Germania e Italia si è posta e si pone la questione del modo in cui intendere i rapporti fra il «fatto» dell'attività sociale effettivamente svolta e l'invalidità del contratto alla sua origine: poiché essa può immediatamente riguardare la ricerca della soluzione applicativa per le ipotesi non disciplinate nel diritto scritto, quelle concernenti le società di persone (problema che di per sé non si pone nel sistema francese, ove la questione è affrontata nella disciplina generale del *code civil*). Una questione che in un certo momento storico ha potuto presentarsi anche come una sorta di paradigma per la proposta dogmatica di una categoria generale di *faktischen Vertragsverhältnisse*<sup>112</sup>.

Ma soprattutto merita di essere segnalato che anche con questi temi, al di là della loro valenza sistematica e dei profili tecnico-applicativi, si evidenziano esigenze peculiari della vicenda societaria e del suo «rilievo reale»: allora fondamentalmente quando esso in termini *effettuali* si realizza. Perciò pare in ogni caso meritevole di attenta considerazione l'approccio metodologico il quale, al fine di escludere la portata «retroattiva» dell'invalidità della società, osserva che, se tale portata significa in realtà la liquidazione di un rapporto in base alle regole restitutorie che caratterizzano il *Bereicherungsrecht*, e se è evidente la loro inadeguatezza quando i rapporti da liquidare risultano dallo svolgimento di un'attività sociale (se non altro in quanto mancano criteri plausibili per decidere chi deve restituire a chi), diviene necessaria una *theologische Reduktion* delle regole generali sull'invalidità, procedendosi poi all'integrazione della «lacuna» così risultante mediante la disciplina in tema di liquidazione delle società<sup>113</sup>.

Ancora importanti sono gli orientamenti giurisprudenziali che, presenti in tutti gli ordinamenti qui considerati, si pongono il problema, sulla base di mere *circostanze di fatto* e senza in realtà porsi concretamente l'esigenza di individuare un contratto alla loro base, del riconoscimento di una vicenda societaria e dell'applicazione a essa della relativa disciplina.

Orientamenti i quali si esprimono con le formule della *société créée de fait*, ovvero della *società di fatto* o della *società apparente* o ancora della *faktische Gesellschaft* o

<sup>111</sup> Mi riferisco in particolare all'art. 1844-10, al. 1, *code civil*, secondo il quale «La nullité de la société ne peut résulter que de la violation des dispositions de l'article 1832 et du premier alinéa des articles 1832-1 et 1833, ou de l'une des causes de nullité des contrats en général»; e che così, in ragione di quest'ultimo riferimento, sembra lasciare alla disciplina generale del contratto uno spazio ben maggiore di quanto avviene negli altri ordinamenti e non corrispondere pienamente alla regola di tassatività delle cause di invalidità richiesta dal diritto europeo; e v., per qualche considerazione in merito al possibile senso sistematico di questa regola, il mio *Principi e problemi*, cit., 263 ss.

<sup>112</sup> Per un primo approccio alla vicenda concettuale per cui la figura sistematica dei «rapporti contrattuali di fatto», in certo modo emersa a immagine e come una sorta di ampliamento di discorsi che si facevano per la «società di fatto», ha poi per così dire espunto dal proprio ambito proprio questa figura (per cui si è utilizzato invece il lemma *fehlerhafte Gesellschaft*, in tal modo intendendo sottolineare l'esigenza di un contratto pur se invalido) e si è così in definitiva ristretta alla fenomenologia dei «rapporti di massa», quella stessa per cui nella cultura giuridica italiana più recente si discorre di «scambi senza accordo», v. la mia voce ricordata a nota 106 e ivi anche il riferimento al saggio di IRTI che ha modernamente rilanciato la discussione in argomento.

<sup>113</sup> E può essere interessante ricordare che l'ipotesi è stata anche considerata come uno dei più significativi esempi della tecnica interpretativa la quale mediante una *theologische Reduktion* «crea» una *verdeckte Lücke* e apre così la strada all'applicazione analogica di altre norme (che l'interprete considera) più adeguate: così, già nella prima edizione di un'opera classica, LARENZ, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, Berlin-Göttingen-Heidelberg, 1960, 298 s.; v. pure, con accenti in parte diversi, l'ultima edizione, LARENZ-CANARIS, 1995, 215.

della *Scheingesellschaft*. E i quali si caratterizzano, pur con accenti e modi diversi, sia per la rilevanza assegnata al momento *effettuale* dell'attività sia per il loro significato di strumenti euristici funzionali a permettere *ex post* la costruzione e disciplina di una vicenda, in definitiva per la sua *liquidazione*.

Il punto appare evidente nella più diffusa utilizzazione giurisprudenziale della *société créée de fait*: che serve in effetti a fornire una regola per la cessazione di rapporti diversi da quelli sociali, ma privi di apposita disciplina o di disciplina che si ritenga adeguata al caso concreto<sup>114</sup>, e nel cui svolgimento il giudice ritiene possibile riconoscere connotati che in certo modo vanno al di là del loro consueto atteggiarsi ed evocare invece una vicenda societaria. Il che avviene, per indicare casi frequenti, in ipotesi come quelle dei rapporti coniugali o di concubinato.

Ed è interessante, proprio sul piano di questa dialettica fra «fatto» e «contratto», che criterio valutativo spesso utilizzato in proposito non sia tanto quello del «comportamento concludente», quanto altri più immediatamente riferibili alla realtà socio-economica, come soprattutto quello dell'*affectio societatis*. Esso significa soprattutto, nella concreta applicazione, confrontare i concreti comportamenti dei protagonisti della vicenda con modelli desunti dalla realtà, si potrebbe dire idealtipi in senso weberiano, e chiedersi se essi corrispondono, per esempio, a quello della cooperazione fra soci ovvero alla cooperazione fra coniugi o concubini: un confronto appunto, e in termini in definitiva oggettivi, fra il tipo ideale del coniuge e quello del socio, fra *affectio coniugalis* e *affectio societatis*<sup>115</sup>.

---

<sup>114</sup> Il che potrebbe per certi aspetti far pensare anche, e non sarebbe forse del tutto azzardato, ad approcci come quello di LARENZ appena ricordato: nel senso, cioè, che non si tratti tanto, con tale utilizzazione della *société créée de fait*, di riconoscere la «esistenza» di una società in situazioni nelle quali non risulta facilmente individuabile una vicenda propriamente contrattuale a ciò diretta, quanto di riconoscere che l'assetto d'interessi concretamente realizzato non corrisponde in effetti in una prospettiva social-tipica alla figura giuridica cui formalmente viene riferito (per esempio a un rapporto familiare), mentre i problemi che si pongono in concreto, quelli appunto della liquidazione del rapporto, possono essere risolti in modo (che l'interprete ritiene) più adeguato avvalendosi della disciplina per la liquidazione delle società: in sostanza, secondo gli esiti cui conduce in definitiva la più approfondita monografia a essa specificamente dedicata, una società che l'interprete «crea» al fine di poterla liquidare (così VACRATE, *La société créée de fait, essai de théorisation*, Paris, 2003, spec. 25 ss.).

<sup>115</sup> Non vi è bisogno di sottolineare l'ambiguità della formula dell'*affectio societatis*, che dalla nostra dottrina (ma non nella realtà dalla nostra giurisprudenza) è stata sostanzialmente abbandonata come inutile arcaismo e continua invece ad essere presente nella cultura giuridica francese anche con (dichiarate) finalità immediatamente applicative: e v. per una recente rivendicazione della sua utilità, MARMISSE, *L'affectio societatis: pour le maintien d'une concept fonctionnel*, in *Rev. sociétés*, 2020, 212. Ai fini del discorso generale qui svolto mi limiterei ad osservare che il suo ruolo concreto è soprattutto fornire una sorta di quadro concettuale (e in buona parte ideologico) a risultati concreti che potrebbero, e in altri ordinamenti come il nostro sono, essere raggiunti anche prescindendone; v. del resto, descrivendolo come uno strumento giurisprudenziale che consente un potere di apprezzamento e si caratterizza per un *impressionisme juridique*, GUYON, *Affectio societatis. Juris Classeur Sociétés*, Fasc. 10-20, aggiornato da MAIROT, 2014, 4; cfr. pure, per una posizione sfumata e che tende a identificarla con il consenso, HAMELIN, *Le contrat-alliance*, cit., 149 ss.

Così avviene, per esempio, quando viene invocato ai fini dello scioglimento della società per *mésentente* fra i soci (v. per esempio, di recente, Cass. com., 10 aprile 2018, n. 17-20506): il che però, come chiaramente precisa App. d'Aix-en-Provence, 5 aprile 2018, n. 17/09571, richiede in ogni caso che ne risulti *une paralysie dans le fonctionnement de la société*; e cfr. l'art. 1844-7, n. 5, *code civil*, ove la previsione della *dissolution* a causa di *mésentente entre associés paralysant le fonctionnement de la société*.

Ma così soprattutto avviene in una serie di ipotesi nelle quali, trattandosi di vicende in certo modo contigue con la società, possono per vari aspetti porsi problemi di qualificazione (sotto questo aspetto in continuità con la funzione originaria che svolge, nel caso specifico per la distinzione fra *societas* e *communio*,

Direi pure che in termini non dissimili si pone la prassi giurisprudenziale che nel nostro ordinamento discorre di *società apparente* e ne prevede la possibilità di fallimento o liquidazione giudiziale. A conferma di ciò osserverei da un lato che *reale* e non certo *apparente* è l'*impresa* di cui si dispone la liquidazione, da un altro che il carattere generale della procedura non consente distinzioni basate sull'affidamento dei singoli terzi, e da un altro ancora che, trattandosi pure qui di liquidare rapporti che in fatto si sono svolti o stanno svolgendosi, può non essere sorprendente far riferimento a criteri valutativi che si basano su una considerazione della realtà socio-economica e della tipologia che essa rivela<sup>116</sup>.

---

nel notissimo passo di Ulpiano, Dig. 17.2.31). Problemi che possono essere classificati in diversi modi a seconda che la questione qualificatoria riguardi rapporti ed eventualmente testi contrattuali ovvero, come nel caso della *société créée de fait*, comportamenti effettuali.

Del primo caso si tratta, in particolare, quando si discute di una simulazione (eventualmente in frode alla legge, come nella notissima Cass. civ., 22 giugno 1976, in *Dalloz*, 1977, 619, con nota di DIENER, ove si osserva che la Corte ha usato indifferentemente le nozioni di *affectio societatis* e intenzione di essere in società; e cfr. del resto, per questa diffusa critica, GERMAIN, in RIPERT-ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, I, 2, Paris, 2009, 25 s.; v. pure, in un caso di particolare complessità, riguardo a una vicenda in cui una società di distribuzione aveva indotto i suoi dipendenti a costituire proprie società e svolgere la loro attività nei suoi locali e con esclusiva di approvvigionamento, e adottando una prospettiva di valutazione oggettiva, che fondamentalmente prescinde dalle motivazioni soggettive individuali, Cass. com., 10 febbraio 1998, in *Rev. sociétés*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 1998, 767, con nota di DAIGRÉ) ovvero della individuazione oppure no di un preliminare di società o di un suo semplice progetto (cfr. di recente Cass. com., 3 marzo 2021, n. 19-10.693, in *Rev. sociétés*, 2021, 430, con nota di DELVALLÉE, e commentata anche da LECOURT, in *RTDCom.*, 2021, 595; v. pure, sottolineando l'importanza di questo specifico tema, LACROIX-DE SOUSA, *Le rayonnement de l'affectio societatis*, in *Rev. sociétés*, 2016, a 501 s.; e la sua ampia analisi in CUISINIER, *L'affectio societatis*, Montpellier, 2008, 46 ss.).

Del secondo si tratta soprattutto nelle ipotesi cui si fa riferimento nel testo, quelle della *société créée de fait*, in cui, come si è detto, la società si presenta come *état subi* (così espressamente TCHOTOURIAN, *Vers une définition de l'affectio societatis lors de la constitution d'une société*, Paris, 2011, 283, 347 ss.), quando le stesse parti non ne hanno coscienza (cfr., commentando la decisione di un caso del tutto particolare, LECOURT, in *RTDCom.*, 2021, 850, 851). Questione la quale, come accennato, si pone fondamentalmente quando si tratta di liquidare un rapporto e soprattutto nelle ipotesi in cui è plausibile una qualche collaborazione fra le parti, trattandosi allora di distinguere quando può in termini socio-economici spiegarsi per essa ovvero corrisponde al tipo ideale dei rapporti fra soci (v. la sintesi della casistica in LE CANNU-DONDERO, *Droit des sociétés*, cit., 998 ss.).

Perciò, con riferimento soprattutto a questo tipo di utilizzazione, penso si possa osservare che la formula dell'*affectio societatis* è in definitiva un modo per costruire questo idealtipo, in termini quindi di *oggettività*; potendosi così anche comprendere l'importanza che nella giurisprudenza francese ha assunto il tema dei rapporti di concubinato, ove in effetti da un lato può essere urgente il problema di una equa liquidazione del rapporto e da un altro lato la questione esplicitamente si pone come ricerca dei parametri per giudicare se la collaborazione fra le parti è ulteriore oppure no a quella tipica fra concubini: e v. gli esempi giurisprudenziali nella rassegna di LUCAS, in *Rev. sociétés*, 2004, 131; cfr. anche, per un esemplare di decisione di merito, App. Basse-Terre, 30 novembre 2020, 19/007991; e fra gli altri TCHOTOURIAN, *op. ult. cit.*, 361 ss.; v. pure, riferendosi alla prospettiva dello *standard* nella cultura anglosassone, REBOUL, *Remarques sur une notion conceptuel et fonctionnel: l'affectio societatis*, in *Rev. sociétés*, 2000, 425, spec. 430 ss.

<sup>116</sup> Per questa prospettiva v. già il mio *In tema di fallimento della "società apparente"*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, 353; e ora, sulla tematica generale cui si accenna, BASSI, *Le società non iscritte nel registro delle imprese fra legge fallimentare e codice civile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 367; cfr. anche di recente l'osservazione di MAGNIER, *Droit des sociétés*, cit., 69, ove si rileva la prassi giurisprudenziale secondo cui, ai fini del «riconoscimento» di una *société créée de fait*, il materiale probatorio deve essere apprezzato cumulativamente con riferimento ai diversi elementi della nozione di società quando si tratta di liquidare i rapporti fra i supposti soci, limitandosi invece a un apprezzamento globale e sintetico quando si tratta di liquidare i rapporti con i terzi; in termini sostanzialmente analoghi MERLE-FAUCHON, *Sociétés commerciales*, cit., 860.

Ed è forse superfluo ricordare che queste esigenze di considerare direttamente anche il *fatto* dell'attività sociale, senza dover passare per la mediazione di un momento programmatico come il contratto, richiedono per essere soddisfatte la possibilità di avvalersi della disciplina di un tipo societario in grado di svolgere una funzione *residuale*, utilizzabile cioè quando non sono riconoscibili i presupposti per applicare quella di altri tipi specifici: la situazione che per definizione corrisponde a quelle cui si sta accennando<sup>117</sup>.

---

<sup>117</sup> E in effetti, in una prospettiva che riconduce a scelte dell'ordinamento, quindi inevitabilmente «tipizzate», la individuazione delle ipotesi in cui può essere riconosciuto un «rilievo reale» e nella quale ciò può avvenire anche a seguito di comportamenti effettuali, non necessariamente con procedimenti formalizzati e considerati nel loro significato oggettivo, rende imprescindibile l'esigenza di discipline *residuali*, le quali cioè si applichino quando la vicenda si realizza e senza la necessità di riferirsi a scelte dell'autonomia privata in merito al «tipo». Perciò, in un sistema come il nostro che ancora formalmente conosce in materia la distinzione fra attività economica «commerciale» oppure no, è ormai acquisita l'opinione che assegna tale ruolo alla disciplina rispettivamente della collettiva e della società semplice (ed è quasi superfluo ricordare il ruolo che in tal senso ha svolto l'opera di SPADA, *La tipicità*, cit., spec. 305 ss.); mentre è ugualmente nota l'opinione che nell'ordinamento tedesco riconosce per le società commerciali tale ruolo alla disciplina della *OHG*: v. naturalmente la dissertazione di SCHMIDT K., *Zur Stellung der oHG im System der Handelsgesellschaften*, Bonn, 1972, spec. 88 ss.; cfr. anche ora, fra gli altri rilevando che in effetti la *société créée de fait* non è un tipo sociale, bensì un'utilizzazione dell'art. 1832 *code civil* per definire e regolare rapporti secondo le modalità della *société en participation*, LE CANNU-DONDERO, *Droit des sociétés*, cit., 995. Cfr. anche, per indicare un esemplare di diritto scritto che espressamente prevede questa funzione residuale, il § 1175 *ABGB* austriaco.

# ISTITUZIONALISMO, CONTRATTUALISMO, STORIA

di Marco Ricolfi

SOMMARIO: 1. L'antinomia. – 2. Il perimetro dell'antinomia. – 3. Il contrattualismo trionfante (1978-2007): fra *shareholder value* ed egemonia della finanza. – 4. Un passo indietro: contrattualismo e istituzionalismo nell'epoca del capitalismo industriale (1919-1978). – 5. Un passo avanti: istituzionalismo *redux*? (2008-oggi). – 6. Piattaforme digitali e responsabilità sociale: verso uno "statuto speciale"? – 7. Quasi una conclusione.

1. *L'antinomia*. – “La contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo può dirsi oggi un'antinomia superata?”<sup>1</sup>. Su questo quesito, ricorrente nel diritto dell'impresa e delle società, non solo italiano ed europeo ma anche nordamericano, l'Onorato è ritornato con frequenza, in particolare in anni recenti<sup>2</sup>. In questo interrogarsi, si è trovato in ottima compagnia: infatti l'attenzione per il tema è ricorrente e non può dirsi sopita ma anzi risulta rinfocolata dall'evoluzione, normativa ma anche economico-sociale, degli ultimi quindici anni<sup>3</sup>.

Nel dibattito l'Onorato assume, come è noto, una posizione “centrale”, che forse si può cogliere più accuratamente impiegando la nozione di “sintesi”, come del resto suggerisce il titolo stesso del suo scritto più impegnato sul tema<sup>4</sup>, piuttosto che, come pure

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss., 305.

<sup>2</sup> Oltre all'appena citato scritto *L'interesse sociale* v. P. MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, Milano, 2021, §§ 2 e 13; *L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021; *La nuova società quotata: profili generali*, in AA.VV., *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini* (a cura di A. NUZZO-A. PALAZZOLO), Vol. I, *Principi e metodo, società e organizzazione*, Roma, 2020, 169 ss., §§ 5 e 12; ma v. già *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710 ss., 718 ss.

<sup>3</sup> Emblematici di orientamenti anche molto diversi fra di loro sono scritti come quelli di F. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; di M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it) e in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss. ed *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale di impresa*, in V. DI CATALDO-P.M. SANFILIPPO (a cura di), *La responsabilità sociale dell'impresa. In ricordo di Giuseppe Auletta*, Torino, 2013, 9 ss., di R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, anch'esso in *La responsabilità sociale dell'impresa*, cit., 119 ss. e di G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 693 ss. L'illustrazione della dicotomia fra contrattualismo e istituzionalismo trova spazio anche nelle trattazioni manualistiche: v. da ultimo G. PRESTI-M. RE-SCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Vol. I, *Impresa – Contratti – Titoli di credito – fallimento*, Vol. II, *Società*, Bologna, 2021<sup>10</sup>, 395-396.

Sul ruolo dell'istituzionalismo nella teoria dell'ordinamento da Durkheim ad oggi è nel pregevole lavoro di F. PALLANTE, *Il neoistituzionalismo nel pensiero giuridico contemporaneo*, Napoli, 2008.

<sup>4</sup> P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, cit.

è stato detto, di neutralità o di relativismo<sup>5</sup>. Dove la centralità si definisce in rapporto alla difesa del contrattualismo come chiave di lettura del diritto societario, ancor oggi propugnata con veemenza da alcuni studiosi<sup>6</sup>, da un lato, e dall'altro lato, all'opposto e simmetrico sforzo di adeguamento ai cambiamenti di scenario operato da altri studiosi<sup>7</sup>: posizione che si colloca in una linea di continuità ideale rispetto alle prese di posizione, anch'esse 'centrali', di un Maestro del diritto commerciale<sup>8</sup>.

Vi sono infiniti modi per rivisitare quello che spesso è caratterizzato come "l'eterno dilemma" fra contrattualismo e istituzionalismo nel diritto dell'impresa e delle società. Ci si può domandare se, in un dibattito così articolato e ulteriormente arricchito anche dallo sfondo comparatistico in cui questo suole essere collocato, possa conseguirsi qualche guadagno conoscitivo privilegiando una prospettiva storica, la quale, si può supporre, può presentare il vantaggio di suggerire qualche riflessione particolarmente utile in tempi in cui la velocità del cambiamento si è rivelata esponenziale. Dove, conviene soggiungere, se per storia molto spesso si intende storia delle idee; qui invece, per comprendere quali idee abbiano forza di incidere sulla realtà, quando e con quali "gambe", appare assai più utile esplorare i nessi fra le forze in campo e le idee che esse portano all'affermazione o espellono dal discorso, piuttosto che attardarsi a ricostruire la genealogia dei pensieri disincarnati nella loro concatenazione e consecuzione ideale. Per questa ragione qui si cercherà, nei limiti del possibile, di indagare sui rapporti concreti fra pensiero ed azione piuttosto che inseguire il filo labile del rapporto fra pensiero e pensiero.

Entro questa visuale, pare che si possano considerare tre ipotesi collegate fra di loro: a) che di una vera e propria antinomia o "dilemma" si sia potuto parlare solo in una prima fase, anzi, entro un limitato periodo di quella prima fase, del capitalismo "industriale", che, secondo la periodizzazione consueta, volge alla fine al termine degli anni '70 del secolo scorso; b) che il medesimo dilemma abbia perso molto del suo mordente nella fase successiva, di egemonia tutta dispiegata del capitale finanziario, nella quale si è assistito ad un vero e proprio trionfo di un termine della dicotomia, il contrattualismo, rispetto al suo opposto, l'istituzionalismo; ed infine, c) che nella fase presente, inaugurata, per così dire, nel 2007-2008 dalla più grande crisi economica vissuta dalle nostre società dopo la Grande Crisi del 1929, si stia assistendo ad un vero e proprio rovesciamento di fronte, che ripropone con forza istanze e priorità vicine alle impostazioni istituzionalistiche che nei decenni precedenti parevano dimenticate. Non ci si potrà infine sottrarre al compito di domandarsi se la prepotente affermazione dei giganti dell'informazione, le piattaforme digitali<sup>9</sup>, non sia destinata ad incidere sulla rilevanza stessa del dilemma, relegandolo ad un'area molto più ristretta e circoscritta di quanto non siamo stati abituati ad assumere.

<sup>5</sup> In questo senso F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit., 11 (a nota 21).

<sup>6</sup> In particolare F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit.

<sup>7</sup> Fra cui, per l'appunto, M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit.

<sup>8</sup> Il riferimento, come è ovvio, è a G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo*, cit.

<sup>9</sup> Su cui v., di recente, D. COYLE, *Cogs and Monsters: What Economics is, and What it should be*, Princeton University Press, 2021 e, sul versante delle diverse ipotesi regolatorie, J. BALKIN, *How to Regulate (and Not Regulate) Social Media*, in 1 *Journal of Free Speech Law*, 2021, 71 ss. e M. LEMLEY, *The Contradictions of Platform Regulation*, *ivi*, 303 ss. entrambi disponibili a <https://www.journaloffreespeechlaw.org/>.

Prima di provarci a dar corpo e sostanza a questa – certamente molto discutibile – periodizzazione del dilemma, o, meglio, dei termini in cui esso si pone, occorre però spendere qualche parola per definire il perimetro delle questioni che, nel presente contesto, vengono, nel diritto commerciale, designate con i termini qui impiegati di contrattualismo e di istituzionalismo.

2. *Il perimetro dell'antinomia.* – Solitamente (e con la dovuta approssimazione necessaria quando si affronta un tema multi-giurisdizionale) il *discrimen* fra istituzionalismo e contrattualismo nel diritto societario sta nella rilevanza degli “interessi altri” nelle decisioni sociali<sup>10</sup>. Nella visione dell'istituzionalismo, ai diversi livelli in cui si formano le decisioni dell'ente sociale, possono e talora debbono prendersi in considerazione interessi diversi da quelli dei soci e degli altri contraenti dell'ente; secondo questa impostazione si danno anche situazioni nelle quali gli “interessi altri” debbono addirittura prevalere su quelli dei soci. Secondo le concezioni contrattualistiche, invece, nelle decisioni concernenti la vita della società, come anche nell'interpretazione ed applicazione delle norme di riferimento, avrebbe legittimazione solo la considerazione degli interessi dei soci e dei terzi contraenti con la società medesima; interessi questi, si sottolinea spesso, da intendersi con tutta la dovuta latitudine e quindi non solo di breve periodo, rivolti al conseguimento di utili ed alla loro divisione, ma anche di medio e lungo periodo, ad es. preordinati alla valorizzazione del patrimonio aziendale; non solo dei soci ma anche dei diversi tipi di terzi contraenti con la società, dai lavoratori al pubblico ai fornitori di risorse produttive e mezzi finanziari, in quanto, si precisa però giustamente<sup>11</sup>, congruenti e complementari a quelli dei soci, senza trascurare, si aggiunge opportunamente, la dovuta considerazione degli interessi sottesi ai diversi interventi pubblici e statuali, ivi inclusi quelli risultanti dalle norme imperative cui la società soggiace<sup>12</sup>. Non avrebbe però ingresso l'interesse dell'istituzione medesima, la società, in quanto tale ed a prescindere dai suoi soci<sup>13</sup>; l'interesse di terzi che abbia titolo autonomo rispetto a vincoli obbligatori della società<sup>14</sup> e tanto meno interessi pubblici, collettivi o generali, che non abbiano trovato espressione in un vincolo contrattuale o in una norma imperativa di legge.

Se la divaricazione nei presupposti delle due concezioni è, come si è visto, assai netta, ancor più lo è la divergenza nelle loro conseguenze e nei rispettivi esiti applicativi. Come è stato costantemente osservato, la legittimazione di “interessi altri” nella sfera decisionale delle società non restringe affatto, ma piuttosto amplia i poteri discrezionali degli amministratori e degli organi decisionali, lasciandoli arbitri di ponderare fra i diversi – e normalmente divergenti – interessi che di volta in volta vengono in considerazione.

<sup>10</sup> G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo*, cit., 709 e P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, cit., 314.

<sup>11</sup> R. COSTI, *Banca etica*, cit., 130.

<sup>12</sup> Ivi incluse quelle a tutela di interessi extracontrattuali, fra cui le previsioni preordinate a promuovere il c.d. *gender balance* (così anche F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit., 7 ss.).

<sup>13</sup> Così, con grande nettezza, F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit., 13.

<sup>14</sup> Così, con molta chiarezza, R. COSTI, *Banca etica*, cit., 131.

Meno ovvia, e tuttavia non meno interessante e degna di considerazione, è una prospettiva che è stata introdotta nel dibattito solo di recente<sup>15</sup>. Nella specifica angolatura del nostro diritto, si è argomentato che, allontanandosi da un approccio rigidamente contrattualistico, diverrebbe possibile intendere i poteri degli organi sociali come poteri funzionali, rivolti anche al perseguimento di interessi diversi e sovraordinati rispetto agli interessi individuali dei soci e dei contraenti con la società<sup>16</sup>. Correlativamente si potrebbe immaginare di assoggettare l'esercizio di quei poteri ad un sindacato non solo basato sullo strumentario generalcivilistico ordinario, imperniato sugli obblighi di buona fede e sul divieto di abuso di potere, ma anche integrato analogicamente dal ricorso alle norme "più evolute, riguardanti il sindacato di legittimità degli atti del potere pubblico"<sup>17</sup>. In questa prospettiva, che il suo Autore ha efficacemente descritto come "neoinstituzionalismo debole", l'avvicinamento ad un'impostazione istituzionalista comporterebbe non tanto (e comunque non solo) un ampliamento dei poteri discrezionali degli organi decisori delle società ma anche un allargamento ed un'espansione dei contrappesi a questi poteri decisionali, in modo da collocare nell'architettura societaria più efficaci strumenti di contestazione (*voice*) al fine di "contrastare le scelte gestionali dissipatorie o inefficienti"<sup>18</sup>.

3. *Il contrattualismo trionfante (1978-2007): fra shareholder value ed egemonia della finanza.* – Anche se questa scelta può suonare controintuitiva, vi sono buone ragioni di ordine concettuale, oltre che espositivo, che suggeriscono di prendere le mosse da quella che, nella periodizzazione proposta, risulta la seconda fase della vicenda in cui si è dipanato il tormentato rapporto fra i termini della dicotomia. Infatti, nel periodo preso in considerazione il contrattualismo si presenta in forma così pura, rispetto alle molteplici e cangianti declinazioni e combinazioni che caratterizzano le altre fasi, da consentire una messa a punto particolarmente univoca e nitida.

Dunque: per circa trent'anni, che vanno dall'ascesa al potere di Margaret Thatcher in Gran Bretagna e di Ronald Reagan negli Stati Uniti alla grande crisi economica di questo millennio, la stella polare del diritto societario è stata recisamente contrattualistica. L'interesse sociale viene risolutamente fatto coincidere con la massimizzazione dei profitti degli azionisti, obiettivo assolutizzato con riferimento all'imperativo dello *shareholder value*. In presenza di mercati capitali efficienti, il cui buon funzionamento sarebbe garantito dall'operare della *efficient capital markets hypothesis* (ECMH), la disciplina imposta dal mercato per il controllo delle società (il *market for corporate control*) sulle scelte gestionali garantirebbe contegni ottimali degli amministratori, impegnati nel perseguimento degli interessi dei loro mandanti, i soci, e, a seconda dei casi, destinati ad essere premiati in caso di successo e rimpiazzati a seguito di scalate ostili in caso di cattiva gestione. Questi comportamenti sarebbero d'altro canto anche

<sup>15</sup> Da M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit.

<sup>16</sup> M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit., 692 ss., 694.

<sup>17</sup> M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit., 688 ss. ove il riferimento alla tutela di annullamento si estende all'eccesso di potere e alla considerazione degli oneri procedurali e di motivazione (p. 691) assistiti da facoltà di accesso agli atti (p. 692).

<sup>18</sup> M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit., 688.



conformi ai canoni dell'efficienza produttiva ed allocativa e quindi contribuirebbero in senso positivo non solo ai profitti sociali ma anche alla massimizzazione del benessere collettivo, rendendo così ridondante ed anzi controproducente la considerazione di "interessi altri" nella gestione delle società.

Contemplando in retrospettiva questi trent'anni, non necessariamente 'gloriosi', ci si avvede che essi, come anche il trionfo del contrattualismo che li accompagna, sono la risultanza di quattro vettori.

Il primo vettore è *ideologico*. Il lavoro di lunga lena iniziato dalla *Mount Pèlerin Society* nel primo dopoguerra (1947) prima e canonizzato dall'opera di Milton Friedman dopo<sup>19</sup>, offre un contributo essenziale per argomentare a favore della primazia dell'iniziativa economica privata e al libero dispiegarsi dell'economica di mercato e contro qualsiasi forma di intervento dello Stato nell'economia. Alla fine degli anni Settanta i tempi sono maturi perché l'ideologia neoliberale divenga egemonica in tutto l'occidente<sup>20</sup>.

Il secondo vettore rappresenta la prosecuzione del precedente sul piano della *teoria economica*. È infatti a partire dalla riconferma del paradigma economico neoclassico che prendono piede sia la Scuola di Chicago, sia il collegato movimento dell'analisi economica del diritto<sup>21</sup>. È qui che vengono forgiati gli argomenti per tornare a sostenere, in una versione riveduta e corretta del pensiero classico di Adam Smith (e, prima, della bella favola delle api del signor De Mandeville), che è l'egoismo dei protagonisti del mercato, protesi alla massimizzazione del profitto, ad assicurare l'ottimizzazione non solo dei valori reddituali e patrimoniali di azionisti (ed amministratori) ma anche del benessere sociale. Ciò, era sottinteso, in presenza di mercati dei capitali efficienti in conformità all'ECMH: basterebbe la struttura concorrenziale a rimediare all'eventualità di fallimenti di mercato in quanto l'asimmetria informativa di cui soffrono i singoli investitori sarebbe colmata dal meccanismo dei prezzi dei titoli, che in ogni momento incorpora in tempo reale in sé tutte le informazioni disponibili al mercato<sup>22</sup>.

Anche nel caso, frequente, in cui il possesso dei titoli sia disperso fra una moltitudine di risparmiatori, passivi e poco informati, il rischio di comportamenti degli amministratori non in linea con gli interessi dei loro mandanti – il c.d. agent/principal problem – troverebbe agevole soluzione nei soprarichiamati meccanismi spontanei del mercato (il *market for corporate control*) e nell'operare dei doveri fiduciari che incombono sugli amministratori<sup>23</sup>.

<sup>19</sup> *Capitalism and freedom*, Chicago, University of Chicago Press, è del 1962.

<sup>20</sup> In argomento Q. SLOBODIAN, *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, 2018.

<sup>21</sup> Le cui origini e sviluppi sono stati di recente rivisitati dall'importante scritto di R. VAN HORN, *Reinventing Monopoly and the Role of Corporations. The Root of Chicago Law and Economics*, in PH. MIROWSKI-D. PLEHEVE (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin. The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., London, 2009, 204 ss.

<sup>22</sup> È questa, naturalmente, la tesi popolarizzata da F. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996. Ma la fragilità delle basi teoriche di queste impostazioni era già all'epoca piuttosto evidente (in argomento sia consentito rinviare alla mia voce "SEC (Securities Exchange Commission)", in *Digesto IV*, 1997, vol. XIII, 284 ss., a 289-291).

<sup>23</sup> Per un'esposizione recente di queste teorie nella prospettiva del diritto nordamericano v. J.C. COATES, *The future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, (September 20, 2018). Harvard Public Law Working Paper No. 19-07, 4, disponibile a SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3247337> o

Quanto poi al mantenimento della struttura concorrenziale dei diversi mercati rilevanti (e quindi non solo di quello finanziario), secondo le impostazioni propugnate dalla Scuola di Chicago l'intervento dell'*antitrust* dovrebbe a sua volta restare confinato ad "un limitato intervento" dei pubblici poteri "in processi economici liberi e privati allo scopo di consentire a tali processi di rimanere liberi"<sup>24</sup>. Guai a calcare la mano con l'*antitrust*, secondo l'opinione di uno dei più influenti studiosi *chicagoan*, posto che "Antitrust, after all, is a massive introduction of public force into an area of private activity which is valuable both to the actors as an aspect of their freedom and to the society as a source of its wealth"<sup>25</sup>.

È però il terzo vettore, quello *politico*, che è il più potente, tant'è che potrebbe essere appropriatamente descritto come il motore di tutto il processo. Siamo parlando dei decenni inaugurati dalle nette vittorie di Thatcher e di Reagan, che danno slancio e forza ad una svolta duramente neoliberista, preparata dalle nette sconfitte sindacali degli anni immediatamente antecedenti<sup>26</sup>. Il libero dispiegarsi delle forze di mercato e la libertà di movimento dei capitali diventavano parte integrante del *Washington consensus*.

Infine, il vettore *giuridico-regolatorio*. Deregolamentazione, liberalizzazioni, *in primis* del mercato dei capitali e privatizzazioni (in particolare dove c'erano imprese pubbliche o a partecipazione pubblica): questi erano i corollari, logici ed inevitabili, una volta accettato l'assunto del primato delle libere forze di mercato e delle sue virtù autoregolarie.

Tutti e quattro questi fattori si intrecciano strettamente con il contrattualismo e lo innervano. Il capitalismo finanziario, issato il vessillo dello *shareholder value*, trasforma la struttura portante dei mercati segnando la fine dei grandi conglomerati che caratterizzavano il periodo precedente attraverso ondate successive di fusioni ed acquisizioni, il più delle volte realizzate nella forma di offerte pubbliche di acquisto. Certo i protagonisti delle scalate non si preoccupano del loro impatto né sull'occupazione, *vae victis!*, esattamente come i regolatori si disinteressano delle implicazioni concorrenziali salvo nei casi più macroscopici, *hands off!*, a patto, si intende, che gli azionisti, i finanziatori e soprattutto gli amministratori possano dichiararsi soddisfatti. Certo, l'evoluzione incontra resistenze, soprattutto nei sistemi, come quello europeo-continentale e giapponese<sup>27</sup>, nei quali il finanziamento dell'impresa avviene lungo il percorso lungo

---

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3247337> o <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/11/John-Coates.pdf>.

<sup>24</sup> R. BORK, *The Antitrust Paradox. A Policy at War with Itself*, New York, 1978, 418.

<sup>25</sup> R. BORK, *The Antitrust Paradox*, cit., 417.

<sup>26</sup> Sull'impatto delle durissime politiche antiinflazionistiche adottate, già sul finire della presidenza di Carter, dalla Federal Reserve capeggiata da Paul Volker, al fine di "stabilize prices, crush labour, discipline the South" (del mondo), è tornato di recente C. DURAND, *1979 in Reverse*, in *New Left Review* 1° giugno 2021, <https://newleftreview.org/sidecar/posts/1979-in-reverse>.

<sup>27</sup> Così, con grande chiarezza, R. CHERNOW, *The Death of the Banker: the Decline and Fall of the Great Financial Dynasties and the Triumph of the Small Investor*, Random House, New York, 1997, 50 ss. e 59 ss. rispettivamente; per la Germania v., con particolare riferimento all'ostacolo all'allargamento dei mercati dei valori mobiliari costituito dalla normativa sulla cogestione, M.J. ROE, *German Codetermination and German Securities Markets*, in *5 Columbia J. Eur. Law*, 1999, 199 ss. Va detto che non sono mancate resistenze a questo modo di pensare neppure negli Stati Uniti, ben rappresentate dalla posizione difesa a spada tratta da M. LIPTON, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, in *35 The Business Lawyer*, 1979, 101 ss. e quindi da un giurista pratico cui viene ascritto il merito (o il demerito, a seconda dei punti di vista) di avere inventato le c.d. *poison pills* (e anche su questo tema si possono ancor oggi rileggere con profitto le

risparmi-intermediari-impresa, invece del percorso breve risparmio-impresa garantito dalla presenza di mercati borsistici ampi e liquidi.

Si è a questo proposito suggerito sovente che le due impostazioni, contrattualista ed istituzionalista, abbiano “convissuto”<sup>28</sup>. Affermazione questa che è forse condivisibile, a condizione che si abbia ben chiaro che nel periodo di riferimento il primo approccio ha tutte le caratteristiche di un tratto dominante, mentre il secondo sopravvive nei limiti di un tratto recessivo. Il che è perfettamente logico, se si pensi che il contrattualismo volava sulle ali del *Zeitgeist* e dei poteri che lo innervavano, come qui si è cercato di suggerire, mentre la residua adesione a visioni più comunitarie ed aperte ad interessi “terzi” si collocava in quell’area che gli studiosi delle grandi trasformazioni assegnano ai fenomeni di resistenza<sup>29</sup>.

4. *Un passo indietro: contrattualismo e istituzionalismo nell’epoca del capitalismo industriale (1919-1978)*. – Facciamo un passo indietro. Un quadro assai diverso, assai più movimentato e contraddittorio, ci si presenta se si mette a fuoco le modalità con le quali si presenta la medesima antinomia (o dilemma) nel periodo precedente.

Con riguardo a questo periodo, due sono le osservazioni che si impongono. In primo luogo, qui l’alternativa contrattualistica non è del tutto assente; e tuttavia inizia a profilarsi con una certa nettezza solo alla fine del periodo. In precedenza, a tenere il campo è stato soprattutto l’approccio istituzionalista. In secondo luogo, e conseguentemente, per un lungo tratto di questo periodo non si profila ancora appieno il dilemma fra istituzionalismo e contrattualismo, e neppure l’alternativa fra affermazione e negazione dell’istituzionalismo, ma la scelta fra varianti, declinazioni e versioni dell’istituzionalismo, peraltro assai divergenti fra di loro. A seconda dei contesti e delle costellazioni di potere di volta in volta date, l’istituzionalismo può presentarsi in veste autoritaria e gerarchica, o, in alcuni casi, francamente repressiva (si pensi, al *Führerprinzip* nazista, che trasla il verticismo dalla sfera politica a quella aziendale), oppure in veste comunitaria, conciliativa e *soft*.

In effetti, come è stato osservato da molti<sup>30</sup>, non esiste affatto un rapporto biunivoco fra i regimi politici sperimentati in questo lungo lasso di tempo e il versante istituzionalistico del “dilemma costante” presentato dal diritto societario. In Germania, l’istituzionalismo è servito sia alla visione progressiva di partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese di un grande imprenditore, studioso e politico socialdemocratico come Walter Rathenau sia alla minacciosa concezione nazista dell’*Unternehmen an sich* chiamato a concretizzare il *Führerprinzip*. D’altro canto, negli Stati Uniti studiosi di grande calibro e di sicura fede democratica come Berle e Means concludevano la loro innovativa visione della *public corporation* e della separazione fra proprietà e gestione con un’esaltazione dell’impresa come istituzione, guidata dalla mano salda

pagine, preveggenti, scritte dall’Onorato P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991, specie 35 ss. e 38, ove alla nota 122 un richiamo allo studio di Lipton sopra citato).

<sup>28</sup> Così M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., che per la verità contrappone al contrattualismo la teoria della *Corporate Social Responsibility* (CSR).

<sup>29</sup> K. POLANYI, *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of our Time*, 1944 (Beacon Press, 1957).

<sup>30</sup> E con particolare efficacia da G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo*, cit., 698 ss.

della tecnostruttura al di sopra ed al di là degli interessi dispersi degli azionisti. A sua volta la vicenda italiana è troppo nota perché valga qui la pena di ripercorrerla, se non per ricordare come l'istituzionalismo, pur sempre – ed inevitabilmente – legato al corporativismo ed al fascismo, abbia sovente assunto tratti gentili e certo non illiberali non solo in studiosi giuscommercialisti come Asquini, Greco e Lorenzo Mossa ma anche nelle sistemazioni di più ampio respiro di filosofi notevoli, e generosi, come Ugo Spirito<sup>31</sup>.

Insomma, le concezioni istituzionalistiche del diritto societario sono, in questi primi decenni, caratterizzate da un'accentuata anfibia. Quale sia la ragione di questa dualità di significati non è facile dire; e certo le spiegazioni al riguardo non sono mancate.

Qui si può aggiungere un'ipotesi. Si può intanto osservare che in questo periodo il capitalismo ha ancora veste prevalentemente industriale, anziché quella spintamente finanziaria che assumerà nella fase successiva (su cui già ci si è soffermati al precedente § 3). I profitti sono ancora generati prevalentemente dalla manifattura, e quindi dalla produzione e dallo scambio di beni e servizi; non dalle operazioni finanziarie. Ma la fabbrica nel frattempo sta diventando, o è divenuta, fabbrica fordista e occupa masse crescenti di forza lavoro. Altre concentrazioni di manodopera si addensano in tutti i distretti minerari; e va ricordato che questi sono ancora un fenomeno fondante della struttura industriale: la progressiva chiusura delle miniere di carbone inizia solo molti decenni dopo, con le due crisi petrolifere degli anni '70. A partire da queste premesse, la strutturale contrapposizione fra capitale e lavoro tende a porsi come la principale questione politico-sociale del tempo; e, come è noto, essa trova una sua composizione in soluzioni, a seconda dei casi, autoritarie o democratico-partecipative. Si potrebbe pensare, dunque, che sia questa la variabile macro che determina la configurazione, sul piano cruciale degli assetti dell'impresa, delle diverse varianti di istituzionalismo che tengono il campo in questo periodo.

Il quadro cambia nettamente dopo la Seconda guerra mondiale. Tornando all'osservazione formulata all'inizio di questo paragrafo, va considerato che almeno fino agli anni del secondo dopoguerra è assai più difficile discorrere di chiari influssi contrattualistici nel diritto societario. Mancava ancora, soprattutto in Europa ed in Italia, un'adesione incondizionata ai valori dell'autonomia dei privati e della libertà di iniziativa economica. Questa sarebbe arrivata nel nostro diritto societario con le prese di posizione di Ascarelli, di Mengoni e di Mignoli, sullo slancio prima della Carta Costituzionale e poi dell'opzione filooncorrenziale espressa dall'adesione al Trattato di Roma (1958). Ma anche negli Stati Uniti si sarebbe dovuto attendere fino agli anni 'Cinquanta del secolo scorso perché la struttura della società venisse stabilmente concettualizzata con la potente formula del *nexus of contracts*.

Naturalmente le impostazioni contrattualistiche prendono più facilmente il sopravvento là dove il finanziamento dell'impresa è prevalentemente affidato al percorso breve che, attraverso i mercati borsistici, va dal risparmio alle imprese; mentre ha slancio e coerenza minore laddove continua ad essere dominante il percorso lungo dai risparmia-

---

<sup>31</sup> Sugli uni e sull'altro v. di nuovo le nitide pagine di G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo*, cit., 699 ss. e, con riguardo a Lorenzo Mossa e Ugo Spirito, il ricordo simpatico di P. GROSSI, *Scienza giuridica italiana. Un profilo storico 1860-1950*, Milano, 2000, 197 ss.

tori agli intermediari e dagli intermediari alle imprese<sup>32</sup>, anche se, alla fine del periodo, anche i sistemi europeo-continentali accorciano il distacco rispetto a quelli anglosassoni. E tuttavia, non essendo ancor stato portato a compimento questo processo, qui non di rado si assiste a ritorni di fiamma di impostazioni istituzionalistiche<sup>33</sup>, che confermano come sia questo primo periodo l'unico in cui si è assistito con una certa frequenza alla effettiva compresenza dei due termini del dilemma nello stesso sistema e nello stesso periodo storico.

\*\*\*

Il quadro fin qui tratteggiato si presenta, dunque, con una certa nitidezza. Il capitalismo industriale (§ 4) in un primo tempo esibisce varianti assai diversificate fra di loro della concezione istituzionalistica del diritto societario; poi, nel periodo postbellico, si assiste all'emersione del paradigma alternativo del contrattualismo. È nella fase successiva, di consolidata egemonia del capitalismo finanziario, che il contrattualismo celebra i suoi trionfi come concezione del diritto societario dominante e perfettamente congruente a tutti i tratti caratteristici della *Weltanschauung* dominante nell'Occidente (o, meglio, nel Nord) del mondo. Questo fino a tempi recenti: poi la *débâcle* della crisi iniziata nel 2007-2008 incrina le certezze del periodo precedente e dà nuovo vigore alle impostazioni che, anche nella fase anteriore, ancor avevano insistito sulla necessità di includere nel calcolo economico gli interessi di *stakeholder* esterni al perimetro societario e di richiamare la grande impresa a principi di responsabilità sociale. Se oggi si assista ad una svolta in senso istituzionalista o, forse, come si è precisato<sup>34</sup>, "neo-istituzionalista", non è facile dire. Certo è che le coordinate del mutamento, ancor in atto, sono molto meno nitide e decifrabili di quelle rilevate con riguardo alle due fasi precedenti. Ad esse sono dedicate le notazioni che seguono.

5. *Un passo avanti: istituzionalismo redux? (2008-oggi)*. – Forse, in effetti, negli ultimi tre lustri, si è nuovamente prodotto un rovesciamento di fronte nelle coordinate che reggono l'alternativa fra contrattualismo e istituzionalismo. I fattori che fanno pensare che si stia assistendo ad un ritorno di fiamma di concezioni istituzionalistiche del diritto societario sono molteplici. Intanto la crisi economica, iniziata nel 2007-2008 e continuata con modalità ed intensità diverse nel decennio successivo, sembra avere profondamente minato le basi ideologiche su cui si reggeva la fase precedente (1978-2007: v. § 3), mettendo in discussione la legittimazione dell'egemonia del capitale finanziario e le stesse ideologie neoliberali che avevano sorretto i decenni precedenti.

Ulteriori conferme, ed importanti, all'ipotesi che si stia assistendo ad un rovesciamento di fronte provengono altresì da due altri sviluppi altrettanto significativi, che paiono operare nella stessa direzione: l'accresciuta percezione dell'urgenza di misure di contrasto della crisi ambientale e, da ultimo, della pandemia<sup>35</sup>.

<sup>32</sup> R. CHERNOW, *The Death of the Banker*, cit.

<sup>33</sup> Mi sia consentito rinviare a questo riguardo al mio *L'impresa e il mercato*, in L. NIVARRA (a cura di), *Gli anni settanta del diritto privato*, Milano, 2008, 199 ss.

<sup>34</sup> E v. M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit.

<sup>35</sup> Sulle conseguenze della pandemia sui "competing regulatory systems" dei poteri pubblici v. U. PA-

L'operare congiunto di questi tre fattori ha avuto un impatto sicuro sul secondo e sul quarto fra i vettori che nel periodo precedente avevano sorretto la spinta verso il contrattualismo.

Sul versante *economico* la maggior parte degli studiosi sta ripensando profondamente le categorie concettuali impiegate in passato<sup>36</sup>. Si revoca in dubbio la validità del parametro della massimizzazione dell'efficienza delle scelte, rilevando che i modelli di equilibrio prevalenti nell'arco che va da David Ricardo a Paul Samuelson semplicemente ignorano la dimensione del tempo e quindi vanno integrati con nozioni, come quella di sostenibilità, idonee a prendere adeguatamente atto della circostanza, ovvia ma trascurata dagli economisti neoclassici, che il futuro non è esclusivamente funzione del passato. D'altro canto questa critica, o, in alcuni casi, autocritica, si incontra con ripensamenti già in atto da tempo, fra cui una sempre più frequente presa di distanza dall'analisi economica del diritto, la cui credibilità è in effetti stata messa in dubbio da tempo.

Sul versante *giuridico-regolatorio* si assiste ad una vera e propria inversione di rotta. Su uno sfondo nel quale tutte le politiche pubbliche nazionali ed internazionali rinnegano, in particolare per contrastare la pandemia, i rigori dell'austerità predicati e praticati nel ventennio precedente<sup>37</sup>, ed assicurano un flusso costante di liquidità agli operatori attraverso il c.d. *quantitative easing*, l'immissione di risorse monetarie attraverso l'acquisto di titoli di Stato "tossici", l'intervento di sostegno dello Stato e delle istituzioni pubbliche assume in tempi brevi dimensioni ingenti<sup>38</sup>. Anche a livello micro, alle politiche di privatizzazione del trentennio precedente si sostituiscono forme di intervento pubblico diretto nell'economia che ricordano da vicino le modalità e le dimensioni attestata dopo la Grande Crisi del '29 del secolo scorso<sup>39</sup>.

Se, almeno per chi scrive, è molto più difficile esprimere valutazioni sia sugli effetti della tripla di fattori di crisi sul piano sia *ideologico* sia *politico*, è tuttavia già a questo punto facile comprendere come sviluppi come quelli ora inventariati paiono aprire molteplici punti di ingresso per argomentare la doverosità, ai vari livelli di decisioni

GALLO, *Sovereigns, Viruses, and the Law. The Normative Challenges of Pandemic in Today's Information Societies*, in 37 *Law in Context*, 2020, disponibile a SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3600038> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3600038>.

<sup>36</sup> V. in particolare le considerazioni di R. SKIDELSKY, *The End of Efficiency*, in *Project Syndicate*, 17 dicembre 2020, in <https://www.project-syndicate.org/commentary/economic-thought-efficiency-versus-sustainability-by-robert-skidelsky-2020-12>, qui di seguito riassunte. E v. altresì S. KEEN, *The New Economics: A Manifesto*, Cambridge, 2021.

<sup>37</sup> Con specifico riferimento all'Unione Monetaria Europea v., tra i molti, J. HALEVI, *From the EMS to the EMU and ... to China*, in [https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP\\_102-Halevi.pdf](https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_102-Halevi.pdf).

<sup>38</sup> Questo rovesciamento di visuale è particolarmente appariscente nelle azioni pubbliche attuate dal nostro attuale Presidente del Consiglio Mario Draghi, il quale, dopo avere, in un discorso tenuto il 2 giugno 1992 agli investitori internazionali sul panfilo Britannia (ora rievocato dal *Fatto quotidiano* del 22 gennaio 2020, p. 15), come Direttore generale del Tesoro annunciato privatizzazioni, liberalizzazioni e deregolamentazione, vent'anni dopo, nel luglio del 2012, ha proclamato, questa volta come Direttore della Banca Centrale Europea (BCE), di essere pronto a interventi non convenzionali di sostegno dell'euro "whatever it takes" ed infine, il 25 marzo 2020, cessato il suo incarico alla BCE, ha caldeggiato una risposta ai guasti economici provocati dalla pandemia di amplissimo raggio ed estesa alla remissione (*cancellation*) dei debiti accesi per l'occasione.

<sup>39</sup> Uno spaccato estremamente significativo della massiccia ripresa dell'intervento pubblico è offerto da un intervento recente dell'Onorato: P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA.VV., *Le imprese pubbliche nel Rapporto Barca e il diritto azionario italiano*, in *Giur. comm.*, I, 2021, 538 ss.

nella vita delle società, della presa in considerazione di interessi “altri” rispetto a quelli tradizionali e riassunti dalla formula fortunata del “*nexus of contracts*”.

Gli stimoli in questa direzione sono molteplici.

Alcuni provengono dal diritto dell’Unione europea. Il riferimento è qui alla disciplina delle “dichiarazioni non finanziarie”, che, introdotta dalla direttiva 2014/95 e da noi attuata mediante il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254<sup>40</sup>, prevede per le società maggiori l’obbligo di fornire informazioni in materia di «*temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani*» e costituisce, come ha puntualmente osservato l’Onorato, “un tassello normativo rilevante per l’esplorazione del tema degli interessi degli *stakeholder* e dei fattori *Environment, Social and Governance* (ESG)”. Il passo successivo è rappresentato dalla direttiva (UE) 2017/828, c.d. *Shareholders’ Rights II*, da noi attuata con il d.lgs. 10 maggio, n. 49, che prevede l’inserimento nella Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti di indicazioni sugli «*interessi a lungo termine*» e sulla «*sostenibilità della società*»<sup>41</sup>.

Altri stimoli sono forniti dai diritti interni nazionali: tralasciando il nostro ordinamento, che comunque, come si è visto, ha dato attuazione a queste direttive, particolarmente notevole è la modifica all’art. 1883 del *Code Civil* apportata dalla c.d. “*Loi Pacte*”, la quale ha aggiunto un comma che sancisce che l’interesse sociale va perseguito tenendo “*en consideration*” le sfide sociali ed ambientali<sup>42</sup>.

Conferme significative a queste impostazioni provengono anche dal mondo anglosassone: così la *Sec. 172* del *Companies Act*, che impone agli amministratori di “*have regard*” degli interessi dei lavoratori, fornitori e clienti, della comunità di riferimento e dell’ambiente, il tutto in una prospettiva di lungo periodo<sup>43</sup>.

Misure come queste, che tutte si collocano sul piano legislativo, si trovano a convergere con iniziative radicate nell’autonomia privata: dove assumono rilievo le innovazioni introdotte dal Codice di *Corporate governance 2020* di Borsa Italiana, che a sua volta spezza una lancia perché l’organo di amministrazione persegua un “successo sostenibile” tenendo conto anche degli interessi altri, ed in particolare “*degli altri stakeholder rilevanti per la società*”<sup>44</sup>.

Sempre dalla sfera dei privati provengono altre spinte importanti, che sembrano trovare le proprie radici in trasformazioni strutturali dei mercati dei capitali. Così, è stato convincentemente mostrato come la concentrazione dei titoli nelle mani di un numero molto piccolo di *index fund providers*, fra i quali negli USA spiccano i Big Three, Vanguard, Black Rock e State Street, abbia portato a dare priorità al dibattito generale su *issues* e *policies* piuttosto che a specifiche questioni gestionali<sup>45</sup>. Una notevole riso-

<sup>40</sup> Che concerne le relazioni di carattere non finanziario e sulla diversità da parte delle imprese di maggiori dimensioni: v. P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., § 4.

<sup>41</sup> Sul tema v. in particolare P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., §§ 6-7 che sottolinea la rilevanza nella prospettiva di cui al testo, dell’obbligo degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di comunicare al pubblico la «*politica di impegno*», in particolare sui «*risultati non finanziari*» e «*sull’impatto sociale e ambientale*» (art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f.), assistiti da un apposito apparato sanzionatorio (cfr. d.lgs. n. 49/2019, art. 4).

<sup>42</sup> In argomento v. P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., § 8.

<sup>43</sup> In argomento v. nuovamente P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., § 8.

<sup>44</sup> P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., § 9.

<sup>45</sup> J.C. COATES, *The future of Corporate Governance*, 13 ss.

nanza anche mediatica hanno avuto le prese di posizione attente ai fattori ESG della Business Roundtable nordamericana del 2019 e la “lista nera” di Black Rock, che sancisce la proscrizione dei titoli contrari ai valori ESG<sup>46</sup>.

Né potrà trascurarsi l’espansione, davvero ragguardevole, della presenza pubblica nell’economia; la quale, per quanto specificamente concerne il nostro ordinamento, si auspica sia informata ad obiettivi di sostenibilità ed a comportamenti coerenti con la prospettiva ESG<sup>47</sup>.

Nella prospettiva qui prescelta, quel che più rileva è che il mutamento di accenti e di priorità, registrato da queste innovazioni normative ed operative, non manca di riflettersi sul nodo cruciale della definizione (e talora ri-definizione) del perimetro degli interessi che assumono rilievo nelle decisioni sociali. Talora questa ri-definizione è espressamente legittimata, ed in qualche misura imposta, dalla modifica del dato normativo, come indicano le recenti modifiche normative in Gran Bretagna e Francia sopra menzionate. Altre volte il dato normativo relativo al profilo causale del contratto di società e al perimetro degli interessi rilevanti ai fini delle diverse decisioni sociali non ha conosciuto variazioni in occasione dei *round* di innovazioni legislative che si sono menzionate: ed allora diviene compito dell’interprete ricostruire se si siano venuti aprendo spazi, e quali, per l’emersione di interessi “altri” ai diversi livelli dell’azione sociale. Compito che, come è facile comprendere, ripropone per l’appunto l’eterno dilemma fra istituzionalismo e contrattualismo, magari nei termini riveduti e corretti proposti da chi suggerisce attenzione verso forme di “neoistituzionalismo debole”<sup>48</sup>.

Certo, in prima approssimazione, si dovrà assolvere il compito tenendo conto di segnali importanti. Dopo la crisi del 2007-2008 si sono moltiplicati i dati normativi che stanno ad indicare ad una crescente attenzione per finalità che trascendono la stretta osservanza del precetto dello *shareholder value*, come declinato nella precedente fase che va dal 1978 al 2007 (v. § 3) e che ora, come si è visto, assegnano un ruolo normativo significativo, e talora sovraordinato, a valori connessi ad interessi “terzi”, degli *stakeholder* che si collocano al di fuori del perimetro del *nexus of contracts*, alla responsabilità sociale della grande impresa e all’adesione alla prospettiva ESG.

Né si potrà trascurare, nell’esaminare la questione, che gli stessi fautori più convinti del contrattualismo si soffermano ora a segnalare quali e quanti nodi siano venuti al pettine che “minano la tenuta di questo modo di impostare i problemi”<sup>49</sup>.

Non si può tuttavia tacere che possono permanere molti dubbi sull’idoneità dell’innovazione normativa societaria post-2007 di cui si è detto a riorientare complessivamente le coordinate di vertice del sistema fino a toccare, ancora una volta, i termini dell’“eterno dilemma”. Ci si può domandare intanto se ed in quale misura alcune fra le previsioni inventariate posseggano davvero la capacità di incidere sulla scala di valori di questo segmento del diritto oppure abbiano una valenza prevalentemente cosmetica; dubbio questo che è destinato a permanere fin quando la declamazione della ricerca

---

<sup>46</sup> Per in necessari riferimenti v. P. MONTALENTI, *L’Università e il diritto commerciale, oggi*, cit., § 8, ove, al § 10, notizie sulla nuova proposta di direttiva europea. Sulla presa di posizione della *Business Roundtable* si legge utilmente altresì G. TETT, *Capitalism – a new dawn?*, in *FT*, 7-8 settembre 2019, *Life & Arts*, 1-2.

<sup>47</sup> Sul punto v. di nuovo P. MONTALENTI, *Intervento*, in AA.VV., *Le imprese pubbliche*, cit., 541-543.

<sup>48</sup> Il riferimento è, evidentemente, a M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società*, cit.

<sup>49</sup> F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit., 39-41.



della sostenibilità del sistema socioeconomico eluda nodi che intrinsecamente ne fanno parte come l'equità della tassazione e della distribuzione del reddito. In assenza di interventi coerenti in queste aree, una prospettiva come quella suggerita dall'ESG rischia di essere retrocessa al rango minore di una ricerca di ri-legittimazione di un sistema che quella legittimazione pare aver perduto.

Lo stesso vale per la ripulsa delle pregresse scelte di austerità fiscale e per il *favor* di interventi correttivi dell'economia pubblica. Si può pensare che questi dati normativi possano contribuire a far sistema solo quando ne venisse chiarito l'orizzonte temporale. Ed al momento essi sembrano potere essere revocati dall'oggi al domani, o viceversa resi permanenti; ma allora sulla base di fattori che, verosimilmente, più dipendono dall'evoluzione del confronto fra gli USA e la Cina<sup>50</sup> che dalla ricerca di modalità di gestione dell'impresa in linea con i valori fondamentali.

Vi è però una ragione ancor più radicale per dubitare che si stia davvero esistendo ad una riproposizione dell'"eterno dilemma" nei termini in cui lo conosciamo; ma, siccome quest'ultima ragione di dubbio dipende dal rapporto che si sta instaurando fra le piattaforme digitali ed il resto dell'economia, conviene fissare il tema con alcune notazioni provvisorie.

6. *Piattaforme digitali e responsabilità sociale: verso uno "statuto speciale"?* – A ben vedere, il dubbio che i termini della dicotomia contrattualismo/istituzionalismo siano da ridefinire profondamente nell'epoca delle piattaforme digitali è suggerito dalla circostanza che il passaggio dall'analogico al digitale sta trasformando (o ha già trasformato) le categorie di base dell'economia capitalistica, dalla finanza alla proprietà intellettuale<sup>51</sup>; e sarebbe in qualche misura sorprendente se dovessimo registrare che invece il digitale non cambia i termini di una questione che è risultata così centrale per tanto tempo.

Ciò tanto più se si registri il consenso che si è formato sia sulle premesse sia sulle conseguenze del potere esorbitante delle piattaforme digitali. Così come, sul piano delle premesse, è troppo noto perché valga la pena soffermarvisi che la base della posizione di dominio dei giganti dell'informazione sta nell'assenza di costi di produzione e di distribuzione marginali e nell'esistenza di forti esternalità di rete<sup>52</sup>, sul piano delle conseguenze si sta diffondendo sempre più la percezione dei molteplici livelli a cui si manifesta il dominio delle piattaforme. Il loro potere di mercato è meglio compreso se esaminato sul versante dell'acquisizione dei dati, tant'è che, non a torto si è proposto di considerarle "monopsonisti" dei dati<sup>53</sup>; ciò che spiega le consecutive "invasioni di

<sup>50</sup> E dalle scelte di politica industriale che questa comporta: v. E. COLBY, *The Strategy of Denial: American Defense in Age of Great Power Conflict*, Yale University Press, 2021.

<sup>51</sup> A quest'ultimo riguardo sia consentito rinviare al mio *Il futuro della proprietà intellettuale nella società algoritmica*, in *Giur. it., Supplemento 2019*, 10-36 e, già molto prima, allo scritto *Le nuove frontiere della proprietà intellettuale. Da Chicago al cibernazio*, in G. CLERICO-S. RIZZELLO (a cura di), *Diritto ed economia della proprietà intellettuale*, Padova, 1998, 83 ss., che aveva esplorato l'ampiezza dell'impatto dell'epoca digitale sulle categorie fondamentali di analisi dell'economia, a partire della ivi rilevata "fine della fabbrica".

<sup>52</sup> V. già M.A. LEMLEY-D. MCGOWAN, *Legal Implications of Network Economic Effects*, in 86 *Cal. L. Rev.*, 1998, 479 ss.

<sup>53</sup> O, forse più correttamente, oligopsonisti: e v. M. LEMLEY, *The Contradictions of Platform Regulation*, cit., 313.

campo” delle piattaforme in ambiti come la stampa e l’editoria, la musica, la pubblicità<sup>54</sup>, destinate ad estendersi, progressivamente, a (quasi) tutti i settori dell’economia<sup>55</sup>. E soprattutto fa intuire, e talora rivela in piena luce, i rischi che le piattaforme digitali pongono in ambiti assolutamente cruciali per le nostre società: la riscossione delle tasse, la composizione della domanda aggregata, l’occupazione e la distribuzione del reddito ma anche le determinanti essenziali per la formazione non distorta della pubblica opinione e del dibattito pubblico e, in parallelo, il rispetto dei diritti fondamentali, dalla protezione dei dati alla libertà di espressione.

Si dice spesso che la velocità del cambiamento ha “spiazzato” le istituzioni di governo; ma ciò che interessa ai fini di queste note è che i decisori pubblici su entrambi i lati dell’Atlantico (come anche, per la verità, in Cina) sembrano ora intenzionati a correre ai ripari e ad apprestare forme di regolazione.

Alle spalle delle proposte oggi sul tappeto sta, per la verità, un lavoro di lunga lena degli studiosi, dei gruppi della società civile e delle istituzioni, nazionali ma ancor più internazionali<sup>56</sup>. Il dibattito si riallaccia per più profili ai termini delle discussioni oggetto di questo scritto, spesso concettualizzando gli obblighi delle piattaforme nei confronti dei singoli e delle comunità proprio nei termini della *corporate social responsibility*<sup>57</sup>. Uno fra i lavori più influenti in materia<sup>58</sup> raggruppa la responsabilità sociali delle piattaforme in tre segmenti, l’uno attinente all’organizzazione ed accesso ai contenuti caricati dagli utenti, l’altro alla libertà di espressione e l’ultimo alla privacy; e spezza una lancia per considerare le piattaforme come destinatari di obblighi sotto ciascuno di questi profili cruciali per la convivenza democratica, ad onta della circostanza che si tratti di entità private e quindi per altro verso sottratte ad obblighi “costituzionali” che sono prerogativa delle entità pubblicistiche<sup>59</sup>. Impostazioni come questa hanno trovato riscontri importanti non solo in ambienti accademici ma anche nei documenti di *policy* internazionali<sup>60</sup>.

Dal dibattito si sta ora passando alle iniziative legislative. Lasciando da parte i termini della questione negli USA<sup>61</sup>, val la pena volgere lo sguardo alle iniziative europee, che, in effetti si moltiplicano, anche se non sempre in un quadro armonico. Da un lato si segnalano le iniziative esplicitamente rivolte a contenere ed indirizzare il potere esorbitante delle piattaforme, come le due proposte di regolamento che compongono il “pacchetto digitale” propugnato dalla Commissione UE: il “*Digital Services Act*”

<sup>54</sup> Per qualche dato sia consentito rinviare al mio *La tutela delle pubblicazioni giornalistiche in caso di uso online*, in *AIDA*, 2019, 33-67.

<sup>55</sup> Per un’efficace esposizione giornalistica v. S. QUINTARELLI, *Capitalismo immateriale. Le tecnologie digitali e il nuovo conflitto sociale*, Torino, 2019.

<sup>56</sup> Per un’analisi accurata del dibattito v. G. FROSIO, *Why Keep a Dog and Bark Yourself? Intermediary Liability to Responsibility*, in *25 Oxford Int’l J. of Law and Information Technology*, 2017, 1 ss., a 7 ss.

<sup>57</sup> V. G. FROSIO, *Why Keep a Dog and Bark Yourself?*, cit., 8.

<sup>58</sup> M. TADDEO-L. FLORIDI (a cura di), *The Responsibilities of Online Service Providers*, Springer, 2017.

<sup>59</sup> Un’ampia ricognizione delle iniziative in materia dal 1999 al 2015 è in L. GILL-D. REDEKER-U. GASER, *Towards Digital Constitutionalism? Mapping Attempts to Craft an Internet Bill of Rights*, Berkman Center Research publication No 2015-15, 9 novembre 2015.

<sup>60</sup> Completati richiami in G. FROSIO, *Why Keep a Dog and Bark Yourself?*, cit., 7, n. 30 e 9.

<sup>61</sup> Per i quali v., su versanti opposti, riflessioni di grande livello come quelle rispettivamente proposte da J. BALKIN, *How to Regulate (and Not Regulate) Social Media*, e M. LEMLEY, *The Contradictions of Platform Regulation*, cit.

(DSA) e il “*Digital Markets Act*”<sup>62</sup>, cui si accompagnano testi normativi talora più polivalenti<sup>63</sup>, talaltra rivolti in direzione, parrebbe, opposta<sup>64</sup>.

Per quanto qui interessa, sono fondamentali tre profili della disciplina dei servizi digitali contenuta nel DSA.

In primo luogo, si tratta di una regolazione “a piramide”, che, prendendo le mosse da una disciplina base (nel Capo II e nella Sez. 1 del Capo III) della responsabilità dei *service providers* per le loro attività di *mere conduit*, *caching* e *hosting* e dei loro obblighi di diligenza “per un ambiente online sicuro e trasparente”, si specifica (alle Sez. 2 e 3 del Capo III) in disposizioni particolari per le piattaforme online che disseminano tra il pubblico il contenuto caricato dagli utilizzatori per culminare (alla Sez. 4) nelle “ulteriori obbligazioni facenti capo alle “Piattaforme online molto grandi”, che raggiungano più di 45 milioni di utenti (par. 1 dell’art. 25). Dove, va notato, ai sensi dell’art. 40 gli Stati membri dell’UE hanno giurisdizione anche su piattaforme che non abbiano né uno “stabilimento principale” nell’Unione (par. 1) né ivi nominato un rappresentante legale (parr. 2 e 3).

In secondo luogo, fra gli obiettivi del regolamento proposto è indicato, al par. 2 dell’art. 1, oltre allo scontato fine di “a) contribuire al corretto funzionamento del mercato interno dei servizi intermediari”, quello assai più mirato ed impegnativo, di “b) stabilire norme uniformi per un ambiente online sicuro, prevedibile e affidabile, in cui i diritti fondamentali sanciti dalla Carta” dei Diritti Fondamentali<sup>65</sup> “siano tutelati in modo effettivo”. Questa finalità è illustrata in modo assai esplicito in alcuni Considerando, fra cui vanno menzionati il 56, il 58 e il 59. Secondo il Considerando 56 “Le piattaforme online di dimensioni molto grandi sono utilizzate in un modo che influenza fortemente la sicurezza online, la definizione del dibattito e dell’opinione pubblica nonché il commercio online. La modalità di progettazione dei loro servizi è general-

---

<sup>62</sup> Rispettivamente Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=COM%3A2020%3A825%3AFIN> e Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale (legge sui mercati digitali), disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0842&from=en>.

<sup>63</sup> V. il c.d. Data Governance Act (*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla governance europea dei dati (Atto sulla governance dei dati)*) (Testo rilevante ai fini del SEE), Commissione europea, Bruxelles, 25.11.2020 COM (2020)767final, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0767&from=EN> e la c.d. AI Regulation (*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale (Legge sull’intelligenza artificiale)* e modifica alcuni atti legislativi dell’Unione {SEC(2021) 167 final} – {SWD(2021) 84 final} – {SWD(2021) 85 final}).

<sup>64</sup> È il caso del Regolamento (UE) 2021/1232 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 luglio 2021 relativo a una deroga temporanea a talune disposizioni della direttiva 2002/58/CE per quanto riguarda l’uso di tecnologie da parte dei fornitori di servizi di comunicazione interpersonale indipendenti dal numero per il trattamento di dati personali e di altro tipo ai fini della lotta contro gli abusi sessuali online sui minori, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1232> e del Regolamento (UE) 2021/784 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 29 aprile 2021 relativo al contrasto della diffusione di contenuti terroristici online, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0784&from=EN>, che incrementano, anziché ridurre, le facoltà di accesso dei prestatori alle comunicazioni online fra privati.

<sup>65</sup> La vincolatività della Carta dei diritti fondamentali è stata sancita dal Trattato di Lisbona, entrato in vigore il 1 dicembre 2009. Sulla Carta v. R. MASTROIANNI-O. POLLICINO-S. ALLEGREZZA-O. RAZZOLIN (a cura di), *Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea*, Milano, 2017 e S. PEERS-T. HERVEY-J. KENNER A. WARD (a cura di), *The EU Charter of Fundamental Rights*, Oxford and Portland (Oregon), 2014.

mente ottimizzata a vantaggio dei loro modelli aziendali spesso basati sulla pubblicità e può destare preoccupazioni sociali. In assenza di regolamentazione ed esecuzione efficaci, esse possono stabilire le regole del gioco, senza di fatto individuare e attenuare i rischi e i danni sociali ed economici che possono causare. Ai sensi del presente regolamento le piattaforme online di dimensioni molto grandi dovrebbero pertanto valutare i rischi sistemici derivanti dal funzionamento e dall'uso dei loro servizi, nonché dai potenziali abusi da parte dei destinatari dei servizi, e adottare opportune misure di attenuazione". A sua volta il Considerando 58 recita: "Le piattaforme online di dimensioni molto grandi dovrebbero porre in essere le misure necessarie per attenuare con diligenza i rischi sistemici individuati nella valutazione del rischio. Nell'ambito di tali misure di attenuazione le piattaforme online di dimensioni molto grandi dovrebbero prendere in considerazione, ad esempio, la possibilità di rafforzare o altrimenti adeguare la progettazione e il funzionamento delle loro attività di moderazione dei contenuti, dei loro sistemi algoritmici di raccomandazione e delle loro interfacce online, così da scoraggiare e limitare la diffusione di contenuti illegali, oppure l'adeguamento dei loro processi decisionali o delle loro condizioni generali. Esse possono inoltre includere misure correttive, quali la soppressione degli introiti pubblicitari per specifici contenuti, o altre azioni, quali il miglioramento della visibilità delle fonti di informazione autorevoli". Ed infine il Considerando 59: "Ove opportuno, le piattaforme online di dimensioni molto grandi dovrebbero svolgere le proprie valutazioni dei rischi e mettere a punto le proprie misure di attenuazione dei rischi con il coinvolgimento di rappresentanti dei destinatari del servizio, rappresentanti dei gruppi potenzialmente interessati dai loro servizi, esperti indipendenti e organizzazioni della società civile".

Ora, se si vogliono ancora una volta inforcare le lenti degli "interessi terzi", ci troviamo qui al cospetto di una massiccia irruzione di interessi terzi: non si deve pensare solo alla violazione dei diritti di proprietà intellettuale o alla pedopornografia, ma a tutti quei processi dei *social media* che possono portare (o, forse sarebbe meglio dire, portano) alla perversione del dibattito democratico e alla coartazione della libertà di espressione. I quali "interessi terzi" non vengono, dalla proposta di regolamento, presi in considerazione come norme imperative la cui violazione è proibita, ma come valori che devono essere incorporati dall'interno nel processo decisionale delle piattaforme online di dimensioni molto grandi. Tant'è che le norme impongono una "mitigazione dei rischi" sopra delineati, art. 27 della proposta di DSA; una "valutazione del rischio", art. 26; degli *audit* indipendenti, art. 28; degli obblighi di comunicazione trasparente, art. 33, nominando anche *compliance officers* indipendenti chiamati a monitorare l'osservanza delle prescrizioni del Regolamento, art. 32; i quali, si noti, devono riferire "direttamente al più alto livello dirigenziale della piattaforma", par. 6 dell'art. 32. Ciò che è perfettamente logico se si consideri che quel più alto livello dirigenziale, normalmente il *Board*, è quello che è chiamato ad un vero e proprio bilanciamento fra l'interesse degli azionisti alla massimizzazione dei profitti e le obbligazioni di rispetto fattivo degli "interessi terzi" fatti propri dal DSA.

Non va trascurato che, almeno allo stato, i poteri sanzionatori, che sono saldamente in pugno non delle autorità nazionali ma, centralmente, della Commissione UE, possono arrivare al 6% del fatturato totale della piattaforma interessata.

Pare dunque che si stia delineando uno "statuto speciale" delle piattaforme digitali, in particolare di quelle molto grandi, che presenta tre caratteristiche. L'obbligo di contemperamento fra gli interessi sociali e gli "interessi terzi" deriva non da un'opzione ricostruttiva

di vertice fra istituzionalismo e contrattualismo ma da norme di legge. Si tratta poi di legge euro-unitaria; la quale potrà avere riflessi sul piano dei diritti nazionali applicabili secondo la *lex societatis* (e, quindi, verosimilmente del diritto nordamericano, visto che stiamo parlando dei c.d. GAFAM ed in particolare di Google, nella sua declinazione YouTube, e Facebook, con le sue controllate Instagram e WhatsApp) che restano assai incerti e tutti da esplorare<sup>66</sup>. Cosicché si potrebbe, infine, immaginare che il diritto delle piattaforme digitali stia portando alla ribalta una nuova forma di istituzionalismo, per un verso “imposto”, che fa entrare gli “interessi terzi” per la porta maestra di norme che impongono il bilanciamento a tutti i livelli delle decisioni societarie, e per altro verso “separato”, in quanto toccherebbe solo le società che rientrano nei presupposti delineati dalla norma.

Se così fosse, l’“eterno dilemma” fra contrattualismo e istituzionalismo potrebbe continuare a porsi; ma solo per quelle società, a tutti gli effetti ormai minori, che non sono protagoniste dell’era digitale.

7. *Quasi una conclusione.* – Quindi, impiegando una prospettiva storica come quella qui adottata, risulta da accogliere la conclusione cui perviene l’Onorato, quando scrive che “La contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo può dirsi oggi un’antinomia superata?”<sup>67</sup>. La risposta è affermativa; ma solo in parte e comunque richiede qualche qualificazione.

Secondo la ricostruzione qui proposta, solo nella fase finale del capitalismo industriale (§ 4) il dilemma si è posto davvero e in termini netti. In precedenza avevano dominato varietà anche molto diverse fra di loro di istituzionalismo, senza lasciare spazi al secondo termine dell’alternativa. Successivamente, nell’era del capitalismo finanziario (§ 3), la situazione si è capovolta: il contrattualismo ha trionfato fino al punto di oscurare l’alternativa istituzionalista (anche se, come è naturale, ogni epoca ammette in qualche misura voci dissenzienti).

È per il periodo post-crisi che nasce qualche dubbio sulla coerenza delle conclusioni dell’Onorato, in due direzioni. La prima, come si è visto, deriva da tutti i rovesciamenti di fronte che sono arrivati con la crisi del 2007-2008, il disastro ambientale e la pandemia. Qui mi pare scorgere i segni di una chiara *débâcle* del contrattualismo; ma non è immediato immaginare che questo comporti un univoco ritorno all’istituzionalismo, anche se, per quanto mi concerne, la proposta di prendere in considerazione una variante “debole” di neo-istituzionalismo mi pare molto azzeccata.

È la seconda direzione che però indica una deviazione più netta perché coinvolge i termini stessi di un dilemma che, forse, è stato eterno ma ora probabilmente sta perdendo molta della sua rilevanza. Infatti, con l’avvento delle piattaforme digitali, si sta delineando una forma inedita di istituzionalismo, per un verso imposto (dall’Unione europea) e per altro verso separato (perché vale solo per le piattaforme più grandi). Se le iniziative sul tappeto avranno un seguito, è probabile che esse inneschino una partita geopolitica assai più interessante dell’“eterno dilemma”.

<sup>66</sup> M. LEISTNER, *The Commission’s vision for Europe’s Digital Future: Proposals for the Data Governance Act, the Digital Markets Act and the Digital Services Act – A critical primer* (February 23, 2021), a SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3789041> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3789041>.

<sup>67</sup> P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, cit., 305.

## SUGLI STRUMENTI GIURIDICI DI CONTROLLO DEL POTERE ECONOMICO

di *Mario Libertini*

1. È luogo comune che il sistema di economia di mercato sia fondato sulla “libertà economica”. In realtà<sup>1</sup>, il concetto di libertà si può declinare razionalmente solo in relazione all’individuo e alle sue scelte personali. Ciò posto, si deve riconoscere che anche in materia economica la libertà, intesa in senso personalistico, si può esprimere in diversi modi: libertà di lavoro, di godimento e disposizione dei propri beni personali, di (destinazione del proprio) risparmio; infine, di massima importanza nel funzionamento complessivo dell’economia di mercato, la libertà di scelta del consumatore.

Per ciascuno di questi aspetti, la libertà si esercita mediante comportamenti di fatto (p.e. rifiuto di certi lavori o di certi consumi) o come esercizio di autonomia negoziale. Quest’ultima situazione (normalmente definita come “libertà contrattuale”) non ha carattere autonomo, bensì strumentale rispetto all’esercizio della libertà che, mediante l’atto negoziale, viene esercitata (p.e. disposizione dei beni in proprietà, associazione, assetti familiari, testamento). La sua tutela è dunque indiretta e l’ambito della stessa – secondo la corrente dottrina costituzionale<sup>2</sup> – può dunque variare in dipendenza della situazione primaria rispetto alla quale l’atto negoziale è strumento.

Queste espressioni di libertà individuale hanno un ruolo più o meno importante, nel sistema dell’economia di mercato capitalistica, ma si combinano, inevitabilmente, non solo con regolazioni e provvedimenti di fonte pubblicistica (praticamente diffusi in tutti i settori della vita economica), ma anche con diverse espressioni di potere privato, che si innestano nel sistema come sue parti integranti.

Fra queste espressioni di potere, un ruolo centrale ha la “libertà d’impresa” (art. 16 della Carta dei Diritti Fondamentali dell’UE), generalmente intesa come sinonimo della libertà di iniziativa economica dell’art. 41 Cost. Questa “libertà” ha poco a che vedere con le libertà individuali. Anche quando, a livello di microanalisi, possano ravvisarsi fenomeni di scelte strettamente individuali (si pensi alla scelta di avviare un’impresa individuale con organizzazione minima), l’esercizio della libertà individuale è immediatamente collegato, quanto meno, a profili di doverosità nella gestione del patrimonio dell’individuo imprenditore (si pensi alle sanzioni penali per bancarotta semplice [attuale art. 323 del codice della crisi e dell’insolvenza] per i casi di spese personali eccessive, operazioni imprudenti, ecc.). Di norma, però, l’avvio e l’esercizio di un’attività di impresa comportano la creazione di un’organizzazione complessa di beni e persone. In questa prospettiva, non solo i profili di doverosità si moltiplicano (si pensi al dovere

---

<sup>1</sup> Nelle righe che seguono è sintetizzato quanto esposto in M. LIBERTINI, *Sulla nozione di libertà economica*, in *Contratto e impresa*, 2019, 1255 ss.

<sup>2</sup> Cfr., p.e., Corte cost., 30 giugno 1994, n. 268.

di adeguatezza organizzativa dell'art. 2086, co. 2, c.c. o ai "principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale dell'art. 2497 c.c.), ma si instaurano anche profili di potere espressamente disciplinati, come tali, dalla legge (si pensi al principio di gerarchia interno all'impresa [art. 2086, co. 1, c.c.] e al potere di "controllo" societario [art. 2359 c.c.], a sua volta articolato in una pluralità di situazioni, variamente disciplinate).

2. La "libertà d'impresa" è quindi, piuttosto, autonomia di una entità organizzata, che si traduce in decisioni organizzative interne, da un lato, e in condotte di mercato, dall'altro. Se, per il primo profilo, l'esistenza di fenomeni di potere privato è evidente a tutti (si pensi che la più nota teoria economica dell'impresa, dovuta a R. Coase, spiega l'esistenza di imprese in termini di efficienza dell'organizzazione gerarchica, sotto il profilo del risparmio di costi di transazione), un po' meno lo stesso può dirsi per l'altro versante dell'economia di mercato, cioè per il funzionamento dei mercati, in quanto tali.

Qui continua ad essere presente, nelle discussioni, l'antica idea dei mercati come luoghi di libero scambio fra pari. Eppure, questa idea è certamente riduttiva, se si guarda al reale funzionamento dell'economia di mercato capitalistica<sup>3</sup>.

Nel funzionamento dei mercati, espressioni di potere privato sono, in primo luogo, radicate su dati di fatto. L'economia di mercato capitalistica è, infatti, uno straordinario meccanismo di supporto dello sviluppo economico ed ha portato ad un incremento del benessere collettivo della popolazione mondiale che – pur nella permanenza di diseguaglianze ancora gravi tra i diversi Paesi e all'interno di questi – non è onestamente possibile negare. Tuttavia, il meccanismo di funzionamento dell'economia di mercato ha storicamente innescato un processo di "distruzione creatrice" (per usare la celebre espressione di Schumpeter): la concorrenza, motore dell'economia di mercato, è un gioco in cui qualcuno vince e qualcun altro perde: i vincitori possono essere imprese, ma anche settori tecnologici, sistemi territoriali, Stati. Lo stesso può dirsi per i perdenti: il funzionamento dell'economia di mercato concorrenziale comporta anche il fallimento di imprese battute nel gioco concorrenziale, la scomparsa di certe tecnologie, l'impovertimento di sistemi territoriali che erano prosperati in correlazione del precedente successo di quelle imprese e di quelle tecnologie divenute perdenti. La retorica filoconcorrenziale porta spesso a configurare il funzionamento dell'economia di mercato concorrenziale come un sistema *win-win*, ma ciò è in contrasto con la più elementare esperienza storica<sup>4</sup>. Il fatto che l'economia di mercato capitalistica abbia, a livello globale, un saldo positivo in termini di sviluppo economico, non significa che il processo così innescato sia ugualmente benefico per tutti: la concorrenza è, infatti, anche un meccanismo di selezione, che condanna all'estinzione imprese e tecnologie e che può privare certe categorie di consumatori di scelte di consumo che erano loro gradite e che divengono non più remunerative con l'evoluzione del mercato.

Se queste vicende fossero il risultato di scelte politiche imposte dall'alto, si griderebbe – giustamente – all'ingiustizia e apparirebbe doveroso combattere il dispotismo economico di chi esercitasse un tale potere di distribuire successi e sconfitte economiche. Dato che, invece, questi successi e queste sconfitte sono (o sembrano) distribuiti

---

<sup>3</sup> Sull'evoluzione dell'idea di mercato, nella storia economica e in quella delle idee, v. M. LIBERTINI, *Concorrenza*, in *Enciclopedia del Diritto – Annali*, III, Milano, 2010, 191 ss.

<sup>4</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Concorrenza e coesione sociale*, in *Persona e Mercato*, 2014, 117 ss.

dal meccanismo anonimo del mercato, cioè dalle scelte finali di consumo di miriadi di individui consumatori, che esercitano la loro libertà di scelta (è quel processo che viene spesso definito come *competition on the merits*), quel risultato di selezione viene generalmente accettato come giusto. Sono frequenti anche i confronti in parallelo fra la democrazia politica – con la relativa libertà di scelte dei governanti da parte del popolo – e la democrazia economica realizzata dall'economia di mercato, mediante la libertà di scelta di beni o servizi di successo da parte dei consumatori<sup>5</sup>.

In realtà, il parallelismo fra democrazia politica fondata su libere elezioni e democrazia economica fondata sulle libere scelte dei consumatori regge fino a un certo punto. La democrazia politica, pur con tutti i suoi problemi e tutte le distorsioni innescate dai diversi sistemi elettorali, è comunque un meccanismo in cui i perdenti non sono condannati all'estinzione ma rimangono attivi nella competizione delle idee e nella partecipazione alle decisioni politiche. La c.d. democrazia economica dell'economia di mercato realizza invece – come ha più volte sottolineato Francesco Denozza<sup>6</sup> – una perfetta “dittatura della maggioranza”, che porta con sé l'espulsione dal mercato dei perdenti.

Ciò costituisce, a mio avviso, la ragione profonda che porta al risultato di ammettere – per elementari esigenze di giustizia – che il soddisfacimento dei bisogni umani non debba essere interamente affidato a meccanismi di mercato, ma debba anche comportare la possibilità di fruire di beni pubblici (sicurezza, igiene pubblica, strade e loro illuminazione, ecc.), nonché di servizi pubblici strutturalmente sovvenzionati dallo Stato (se alcuni meccanismi di sovvenzione permanente non esistessero, non ci sarebbe, p.e., trasporto pubblico locale, e non ci sarebbe gran parte dell'industria culturale e degli interventi di conservazioni degli ambienti naturali).

Tuttavia, questi meccanismi correttivi delle insufficienze dei mercati non possono coprire l'intera gamma di beni e servizi che viene offerta sui mercati stessi. Così, nel funzionamento dell'economia di mercato “pura”, quel duro meccanismo selettivo di cui prima si diceva (e che comporta anche la delusione delle aspettative delle “minoranze” di consumatori) opera appieno.

Si pone così un problema di giustizia. Allora si può dire che l'espulsione dal mercato delle entità perdenti nel gioco concorrenziale è – ancora ancora – politicamente accettabile se e in quanto sia connessa ad uno sviluppo economico complessivo e se e in quanto la selezione competitiva dipenda effettivamente dalle scelte di una giuria anonima di consumatori, a sua volta non condizionata da poteri esterni. È questa l'idea di fondo dell'ordoliberalismo, che, proprio in una prospettiva di difesa dell'economia di mercato e dei suoi pregi, originariamente poneva, fra i compiti dello Stato, quello di contrastare tutte le forme di potere economico, atte ad intralciare il funzionamento “pienamente competitivo” dei mercati<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> V., da ultimo, A. CUCINOTTA, *Market Power and Democracy*, in G. AMATO, B. BARBISAN, C. PINELLI (eds.), *Rule of Law vs Majoritarian Democracy*, Oxford, 2021, 281 ss.

<sup>6</sup> P.e. in F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. “tipi” protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, I, 1057 ss.

<sup>7</sup> V., p.e., nella sterminata letteratura in materia, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, a cura di F. FORTE, F. FELICE, Soveria Mannelli, 2010.



3. L'idea di una possibile eliminazione di qualsiasi potere economico privato non si è mai tradotta in concreti programmi di politica legislativa. E ciò, al di là di ogni osservazione di buon senso circa la sostanziale impraticabilità di un simile programma, perché – come è stato definitivamente dimostrato, a suo tempo, da F. von Hayek – l'ideale di mercati di concorrenza perfetta è non solo irrealizzabile, ma neanche auspicabile (perché rappresenta un'idea di economia sostanzialmente statica); ed è comunque smentito dal successo storico dell'economia di mercato capitalistica, fondata sull'innovazione permanente e sulla concorrenza imperfetta (o, con altra terminologia, “monopolistica”).

Da qui l'emergere di un'esperienza, ignota al diritto privato tradizionale di impianto romanistico, costituita dalla previsione di strumenti di *controllo* del potere economico privato incidente sul funzionamento dei mercati; previsione che muove dall'idea che alcune situazioni di potere economico privato, nel funzionamento dei mercati, non siano eliminabili.

Questa esperienza di controllo del potere economico privato si è storicamente articolata in due direzioni:

(i) il controllo sul potere negoziale, incidente su equilibrio ed equità delle contrattazioni;

(ii) il controllo sul potere di mercato in quanto tale, come situazione di fatto in grado di indirizzare l'allocazione delle risorse verso risultati non determinati dalla *competition on the merits*, ma da strategie di imprese dotate di “potere di mercato”, cioè della concreta possibilità di realizzare le proprie scelte senza dover temere reazioni di concorrenti, fornitori o clienti.

A questi due fenomeni saranno dedicate le brevi osservazioni che seguono, che saranno completate da osservazioni sull'altra forma di potere economico privato, già sopra menzionata, cioè quella costituita dal potere interno alle organizzazioni

4. Cominciando dal potere negoziale, deve muoversi da un dato ben noto, e cioè che la disciplina dell'autonomia privata, nei codici ottocenteschi di stampo liberale, era basata su un tipo ideale di economia costituita da una rete di liberi scambi fra individui proprietari, portatori di libere volontà. Le norme giuridiche, una volta garantita la libertà del volere delle parti e la liceità dell'oggetto e degli scopi da queste perseguiti, privilegiavano la certezza dei rapporti fra le parti. L'idea di fondo era che il reticolo di libere scelte di individui realizzasse, di per sé, il miglior funzionamento possibile dell'economia di mercato.

L'esperienza storica dimostrò tuttavia, ben presto, che i contratti della vita reale non erano spesso, anzi erano solo raramente, scambi fra pari.

Questa constatazione maturò in primo luogo, com'è noto, nel campo dei rapporti di lavoro dipendente. L'antico inquadramento individualistico della tradizione romanistica (la *locatio operis*) apparve assolutamente inadeguato a dare veste giuridica al fenomeno che, per lungo tempo, è stato visto come un conflitto collettivo di classe, anzi come il conflitto di interessi centrale all'interno dell'economia di mercato capitalistica. La soluzione storicamente vincente ha visto, accanto allo sviluppo di incisive discipline pubblicistiche a tutela degli interessi fondamentali dei lavoratori e di un ampio corredo di norme imperative limitanti la facoltà dei datori di lavoro di imporre certi tipi di clausole, il riconoscimento di un ampio spazio all'autonomia collettiva dei lavoratori, a cui

si è attribuito il potere (giuridico) di sospendere l'esecuzione dei contratti mediante l'esercizio del diritto di sciopero e di negoziare e concludere contratti collettivi.

Può subito osservarsi – anticipando considerazioni che saranno riprese più avanti – che l'esperienza del diritto del lavoro, incentrata sul primato dell'autonomia collettiva rispetto a quella individuale, non si è ripetuta in altri settori caratterizzati da disparità di potere nelle manifestazioni di autonomia privata. Anche in campi in cui l'ordinamento ha incentivato l'associazionismo fra “soggetti deboli” – si pensi, soprattutto, all'associazionismo fra consumatori – le azioni collettive sono rimaste marginali rispetto ad altri strumenti di tutela degli interessi dei consumatori<sup>8</sup>, o comunque sono rimaste ben lontane dalla forza espressa dall'azione sindacale dei lavoratori.

L'esperienza del diritto del lavoro è apparsa così, per lungo tempo, come una eccezione (macroscopica, se si vuole, ma pur sempre eccezione) rispetto ad una disciplina generale dell'autonomia privata che rimaneva ancorata ai parametri romanistici tradizionali e al tipo ideale del contratto come libero scambio fra pari.

5. Questa impostazione rimase prevalente anche durante i lavori preparatori del codice italiano del 1942. La figura dei contratti di massa, che la dottrina giuscommercialistica (soprattutto per merito di Lorenzo Mossa) aveva messo in evidenza come manifestazione di autonomia privata diversa dal contratto e incentrata sull'esercizio di un potere individuale dell'impresa, è stata disciplinata, nel codice civile, solo come una particolare modalità di conclusione rapida di contratti individuali. Il fenomeno è stato previsto, com'è noto, come un capitolo della disciplina generale del contratto (art. 1341 c.c.) e non della disciplina dell'impresa. Il legislatore ha imposto solo il requisito della “doppia firma” per l'accettazione delle clausole più pesanti (che la dottrina battezzò “vessatorie”): un requisito puramente formale e praticamente inutile, come strumento di difesa degli interessi del cliente dell'impresa. Per di più, la giurisprudenza interpretò l'elenco delle clausole vessatorie, contenuto nell'art. 1341 c.c., come tassativo – perché ritenuto eccezionale rispetto ad un supposto principio generale di libertà contrattuale – e quindi non suscettibile di applicazione analogica<sup>9</sup>. Nessun controllo di meritevolezza era dato, comunque, sul contenuto delle clausole predisposte unilateralmente dall'impresa.

Nella disciplina generale dei contratti, alcune norme miranti alla correzione equitativa di contratti economicamente squilibrati (rescissione per lesione *ultra dimidium*, risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta) furono inserite a stento nel codice del 1942: il principale consulente del Governo, Filippo Vassalli, ne aveva proposto l'eliminazione e solo una decisione personale dell'allora Ministro della Giustizia (Dino Grandi) ne impose il ripristino<sup>10</sup>.

Altre norme, formalmente limitatrici dell'autonomia negoziale imprenditoriale, come l'art. 1339 c.c. sulla sostituzione automatica di clausole in caso di prezzi o condizioni imposte dalla legge, furono per lungo tempo guardate, da parte della dottrina giusciviltistica maggioritaria, come uno scandalo.

<sup>8</sup> Cfr., p.e., G. ALFANO, *Rappresentatività e democraticità delle associazioni di consumatori*, Napoli, 2020.

<sup>9</sup> V. ancora Cass. civ., sez. III, 4 giugno 2013, n. 14038.

<sup>10</sup> La vicenda è ricostruita da N. RONDINONE, *Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell'unificazione dei codici*, Torino, 2020, 390-1.

Nel caso, poi, di una norma innovativa, che prevedeva l'obbligo di contrarre (e di non discriminazione) del monopolista legale, e che il legislatore dell'epoca aveva sottratto alla disciplina generale della formazione del contratto (come invece era avvenuto per la disciplina dei contratti in serie) ed aveva trasposto nella disciplina generale dell'impresa (dando luogo all'attuale art. 2597 c.c.), dottrina e giurisprudenza riportarono decisamente la norma nel quadro sistematico delle regole generali sulla contrattazione individuale, qualificandola come limite eccezionale alla libertà contrattuale e rifiutandone l'applicazione analogica<sup>11</sup>.

In sostanza, le norme sull'autonomia privata dettate dal codice civile del 1942 erano tendenzialmente indifferenti al problema del controllo giuridico del potere negoziale.

Questa tendenza appare oggi completamente superata. Ciò è avvenuto per l'operare di una serie di fattori. C'è stato, certamente, un lungo lavoro critico dottrinale, ma soprattutto ci sono stati una serie di interventi del legislatore, spesso di matrice europea, che hanno sconvolto quel quadro. A ciò si è aggiunto un crescente attivismo giurisprudenziale, volto all'applicazione incisiva di principi generali (come quello di buona fede contrattuale) e sempre più sensibile al tema della giustizia contrattuale.

#### 6. Oggi il panorama normativo è completamente cambiato.

In primo luogo, abbiamo la disciplina che vieta, con una norma generale e con un dettagliatissimo elenco esemplificativo, le "clausole vessatorie" nei contratti fra imprese e consumatori (art. 33 e ss., del codice del consumo). L'apparato rimediabile è ricco: alle azioni civili di nullità di protezione (i.e. attivabile solo su iniziativa del consumatore) si aggiunge la possibilità di azioni di classe, inibitorie e risarcitorie, e soprattutto la possibilità di attivare una tutela amministrativa diretta, mediante denuncia all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e con la possibilità, da parte di questa, di dichiarare la vessatorietà di una clausola e di applicare sanzioni amministrative pecuniarie.

Vi è dunque una articolata disciplina, che rende obsoleto l'art. 1341 c.c., che pur rimane in vigore, in quanto norma che pone un requisito formale invalidante.

Un divieto analogo, riguardante tutte le clausole che impongono "*condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose o discriminatorie*", è dettato, per i rapporti asimmetrici fra grandi imprese e piccole imprese in condizioni di "dipendenza economica", dall'art. 9, l. 18 giugno 1998, n. 192. L'apparato rimediabile è analogo a quello previsto per le clausole vessatorie nei contratti dei consumatori: azioni individuali inibitorie, di nullità e risarcitorie; azioni di classe; ed anche qui, se pur limitatamente ai casi più gravi di abuso di dipendenza economica, che distorcano la concorrenza nei mercati, la possibilità di *public enforcement*, con intervento dell'AGCM.

Un divieto generale di clausole "gravemente inique", con relativa sanzione di nullità, è poi dettato dall'art. 7, d.lgs. 9 ottobre 2002, n. 231 (in materia di ritardi dei pagamenti nelle transazioni commerciali). In caso di "violazione reiterata e diffusa" è previsto anche qui l'intervento sanzionatorio dell'AGCM (art. 9, co. 3-*bis*, l. n. 192/1998).

Sempre ai fini della correzione di contratti iniqui, alle norme residuali e rigide del codice civile (le già ricordate norme sulla rescissione per lesione e sulla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta), si aggiunge ora la disciplina in tema di usura della l. n. 108/1996, che sancisce una nullità di tipo "punitivo" della clausola usuraria, median-

<sup>11</sup> V. Cass. civ., sez. III, 6 agosto 1962, n. 2387.

te la quale si sia realizzato un approfittamento dello stato di bisogno altrui (comb. disp. art. 644 c.p. e art. 1815, co. 2, c.c.).

Norme correttive degli abusi negoziali troviamo anche nel quadro dell'applicazione delle norme antitrust sul divieto di abuso di posizione dominante (v. *infra*).

Numerose sono poi le norme che limitano l'esercizio del potere negoziale e correggono gli squilibri contrattuali con riferimento a singole categorie di contratti.

In tal senso si può ricordare, in primo luogo, l'art. 62 d.l. n. 1/2012 (conv. l. n. 27/2012), sulla "*Disciplina delle relazioni commerciali in materia di cessione di prodotti agricoli e agroalimentari*", che vieta una serie di clausole inique e, in genere, "condotte commerciali sleali" nei rapporti tra imprese all'interno della filiera agroalimentare, ed attribuisce all'AGCM il potere di irrogare sanzioni amministrative (per la verità lievi) a carico delle imprese che violano tali precetti. Questa norma è destinata, peraltro, ad essere abrogata e sostituita, fra breve, dal decreto di recepimento della Dir. UE/2019/633, "*in materia di pratiche commerciali sleali nei rapporti tra imprese nella filiera agricola e alimentare*", che detta una disciplina più analitica e incisiva rispetto a quella nazionale e conferma, *a latere*, un *public enforcement* amministrativo, con sanzioni più severe (calcolate in percentuale sul fatturato dell'impresa responsabile). La competenza ad irrogarle – nel decreto di recepimento – sarà però trasferita dall'AGCM all'ICQRF (Istituto centrale repressione frodi, presso il MIPAAF).

Norme speciali volte a garantire l'equità degli scambi contrattuali sono poi sparse nella disciplina dei più svariati contratti tipici, dalla vendita di beni mobili alle locazioni, ai contratti del settore turistico, ecc.

Ciò che va segnalato è che, in molti settori economici, in particolare quelli caratterizzati, in passato, dall'esistenza di monopoli legali di pubblico servizio (telecomunicazioni, energia, ecc.), l'ordinamento nazionale (anche qui evoluto principalmente sotto la spinta di direttive europee) si è generalmente attestato su un modello che prevede l'istituzione di un'autorità indipendente di regolazione del settore, la quale è titolare di ampi poteri di conformazione dei contratti fra imprese e utenti e svolge una funzione permanente di contrasto di possibili abusi di potere negoziale nei rapporti fra imprese ed utenti. La regolazione amministrativa, pervasiva e variabile nel tempo, copre gran parte dello spazio teoricamente lasciato all'autonomia contrattuale.

Nel diritto applicato, i poteri delle autorità amministrative indipendenti sono stati rafforzati dall'interpretazione giurisprudenziale corrente, che, per le autorità di questo tipo, amplia la competenza mediante il riconoscimento di poteri impliciti, coerenti con le finalità di pubblico interesse per cui l'autorità è stata costituita<sup>12</sup>. Nei mercati regolamentati, dunque, la sostituzione automatica di clausole mediante statuizioni dell'autorità di regolazione, mediante applicazione dell'art. 1339 c.c., ha assunto una ampiezza<sup>13</sup> che sarebbe apparsa inconcepibile alla dottrina civilistica di qualche decennio fa.

Questa espansione della c.d. eterointegrazione del contratto mediante interventi

---

<sup>12</sup> V., p.e., Cons. Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972.

<sup>13</sup> Un caso limite, in questa direzione, è dato dalla sentenza di Cons. Stato, sez. VI, 4 febbraio 2020, n. 879, che, in un caso in cui – secondo i giudici – la condotta dell'impresa nei confronti dei consumatori era stata particolarmente sleale, giustifica un intervento di eterodirezione particolarmente incisivo, e sostanzialmente retroattivo, dell'autorità di regolazione (in quel caso l'AGCom), sui contratti dei consumatori. Intervento che – sempre a detta dei giudici amministrativi – svolge una funzione indennitaria ed ha il pregio di operare *erga omnes*, supplendo ai limiti di una giustizia ordinaria tipicamente "pulviscolare".

dell'autorità amministrativa incide profondamente sul sistema. Il contrasto al potere negoziale è realizzato mediante la creazione di poteri amministrativi di regolazione e vigilanza. Il controllo del potere negoziale privato diviene così oggetto di sindacato indiretto da parte del giudice amministrativo, competente a risolvere il contenzioso fra le imprese private e le autorità di regolazione: mediante il giudizio di legittimità su un determinato provvedimento che impone o vieta all'impresa determinati contenuti negoziali, il giudice amministrativo finisce per sindacare la legittimità dei limiti imposti all'esercizio del potere negoziale delle imprese nei confronti delle controparti "deboli".

7. La moltiplicazione delle discipline di controllo del potere negoziale privato, sommariamente richiamata nel n. prec., ha inevitabilmente posto il problema dell'esistenza di un principio generale atto a porre limiti all'esercizio del potere negoziale.

La soluzione ancora "ortodossa" può dirsi, probabilmente, quella che considera le norme di tutela del contraente debole come norme speciali, ancorché non "eccezionali", in un sistema che, in linea generale, continuerebbe a disciplinare il contratto come un accordo fra pari, la cui validità e intangibilità – a parte gli eventuali profili di illiceità dell'oggetto o della causa – è garantita dal rispetto delle regole "procedurali" di formazione della volontà negoziale di entrambi i contraenti<sup>14</sup>.

Questo orientamento appare però tendenzialmente superato dalla tendenza – oggi largamente, se non proprio generalmente, professata – a valorizzare principi e clausole generali dell'ordinamento, tra cui emerge il dovere di solidarietà dell'art. 2 Cost., cui si collegano idealmente i principi di divieto di abuso del diritto e di buona fede nella formazione ed esecuzione del contratto.

In questa prospettiva, vasto consenso ha acquisito l'idea della generale sindacabilità dell'abuso di potere negoziale da parte del giudice, con conseguente possibilità di rimedi integrativi o correttivi del contratto iniquo. Questo orientamento si fonda sulla combinazione, variamente articolata, di clausole generali codicistiche (dovere di buona fede), costruzioni dottrinali (divieto di abuso del diritto), principi costituzionali (dovere di solidarietà ex art. 2 Cost.)<sup>15</sup>. Anche la giurisprudenza italiana si è mossa su questa linea. In proposito si sono avute delle vere e proprie sentenze-manifesto (Cass. n. 20106/2009, Corte cost. n. 238/2013 e 77/2014), ma ad esse si è accompagnata una casistica significativa, nella giurisprudenza di merito<sup>16</sup>.

In questo quadro la disciplina codicistica dei contratti tra pari assume dunque i connotati di una disciplina residuale, applicabile nelle ipotesi in cui non si ravvisi una disparità di potere negoziale fra le parti contraenti.

<sup>14</sup> V., da ultimo, G. D'AMICO, *Giustizia contrattuale*, in *Enciclopedia del diritto – I tematici*, I, *Contratto*, Milano, 2021, 583 ss., che però conclude osservando che il diritto vivente si evolve in altra direzione.

V. anche R. SACCO, *Giustizia contrattuale*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sezione Civile – Aggiornamento\*\*\*\*\**, Torino, 2012, 534 ss., pur in un quadro incline a grandi aperture interpretative, come quelle relative all'applicazione analogica delle norme tradizionali sui vizi del volere.

<sup>15</sup> G. D'AMICO, nello scritto citato alla nota precedente, ascrive a tale linea di pensiero N. LIPARI, G. VETTORI, A. DI MAJO, V. SCALISI, P. PERLINGIERI. Si può aggiungere, fra i tanti, F. MACARIO, *Genesi, evoluzione e consolidamento di una nuova clausola generale: il divieto di abuso di dipendenza economica*, in *Giustizia civile*, 2016, 509 ss., che ricostruisce un principio generale fondato proprio sull'esigenza di controllo delle situazioni di potere/soggezione in materie contrattuale.

<sup>16</sup> V. una ricca rassegna, in chiave tendenzialmente perplessa, in R. PARDOLESI, *Nuovi abusi contrattuali: tipici ed atipici*, in *Danno e responsabilità*, 2017, 137 ss.

In termini generali, l'ordinamento si è evoluto dando rilevanza giuridica alle disparità di potere contrattuale. In un quadro sistematico, sembra possibile distinguere due profili:

a) una serie di discipline "speciali" (nel senso di non inquadrata nella disciplina generale dei contratti), che mirano a controllare gli abusi di potere negoziale mediante strumenti di *public enforcement* (vigilanza e regolazione amministrativa, con relativo corredo di sanzioni amministrative pecuniarie), accompagnati peraltro da un apparato rimediabile privatistico proprio (nullità di protezione, inibitorie, risarcimento; il tutto anche mediante lo strumento, finora non molto affermato, dell'azione di classe);

b) una disciplina generale di contrasto dell'esercizio abusivo del potere negoziale, che la dottrina privatistica tende a costruire non tanto emulando lo strumentario pubblicistico relativo al sindacato giudiziario sull'esercizio dei poteri funzionali, ma piuttosto utilizzando in chiave evolutiva strumenti tradizionali del proprio apparato di norme e concetti: norme relazionali (obbligo di buona fede) e norme relative all'esercizio del diritto soggettivo (divieto di abuso del diritto).

Sul piano dell'efficacia (dell'effetto di deterrenza, in particolare), il primo modello normativo appare certamente più forte: esso dà luogo ad una sinergia fra *public* e *private enforcement*, in cui il primo ha un ruolo prioritario (con accertamenti possibili anche con strumenti inquisitori ed effetti *erga omnes*), mentre il secondo svolge una importante funzione complementare, esprimendosi soprattutto in azioni *follow-on*, anche in forma di azioni di classe.

Sul piano dei rimedi giuridici contro l'esercizio abusivo del potere negoziale, dottrina e giurisprudenza privatistiche hanno fatto capo ai rimedi generali di diritto privato: la nullità di clausole e contratti perseguitanti interessi non meritevoli di tutela, il principio del *neminem laedere*, nel suo versante di base risarcitorio e nelle sue varianti in termini di tutela inibitoria e di riparazione specifica del danno ingiusto. Rimane invece estraneo al profilo del controllo del potere negoziale l'apparato rimediabile tipico dei controlli sull'esercizio del potere funzionale all'interno di organizzazioni (cioè quell'apparato di rimedi, elaborato storicamente all'interno del diritto amministrativo, che è incentrato su una tutela di annullamento per violazione di regole di competenza o di procedimento o per eccesso di potere).

8. Il potere di fatto, che determinate imprese acquisiscono e sono in grado di esercitare, nei mercati in cui operano, non si manifesta solo nella dimensione negoziale. Vi sono infatti diverse situazioni in cui un'impresa è in grado di condizionare le scelte altrui (di altre imprese o di consumatori finali) mediante le scelte proprie (di investimento, di produzione o commercializzazione, ecc.), anche senza passare dall'intermediazione di un rapporto negoziale con chi si trova in posizione di soggezione verso l'impresa che esercita il suo "potere di mercato".

In questa prospettiva, il diritto europeo della concorrenza ha adottato, sin dall'origine, una norma generale (i.e. destinata ad un'applicazione generalizzata in tutti i mercati) di divieto dell'abuso di posizione dominante (norma non esistente, negli stessi termini, nel diritto antitrust americano)<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup>Le osservazioni qui svolte riassumono brevemente quanto esposto in M. LIBERTINI, *Abuso del diritto e abuso di posizione dominante*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 3/2018.

Dall'ampia e pluridecennale casistica applicativa si può dedurre, in sintesi, che l'abuso di posizione dominante consta di due elementi:

a) una situazione di potere di mercato, intesa come "sostanziale indipendenza" delle condotte di mercato dell'impresa dominante, cioè consistente nel potere di fatto di quest'ultima di scegliere determinate condotte di mercato senza rischio – almeno entro certi limiti – di temere reazioni efficaci di contrasto da parte di concorrenti o di fornitori o di clienti;

b) l'acquisizione, mediante tali condotte, di vantaggi competitivi non giustificabili in termini di *competition on the merits*, cioè non dovuti al successo commerciale di determinate offerte, premiato dalla libera scelta di consumatori.

Le condotte rilevanti possono consistere ancora in atti negoziali, ma possono consistere anche in comportamenti di fatto, o ancora in pure omissioni o in particolari declinazioni della prassi o delle strategie aziendali (p.e. il boicottaggio di determinate tecnologie o l'adozione di un piano di investimenti che limita artificialmente la creazione di capacità produttiva addizionale, quando su di essa vi sarebbe possibilità di accesso da parte di concorrenti operanti nei mercati a valle<sup>18</sup>).

Ai fini del contrasto degli abusi di posizione dominante, il modello europeo di *enforcement* è stato caratterizzato, sin dall'inizio, dalla centralità del ruolo di un'autorità amministrativa dotata di poteri inquisitori e sanzionatori nei confronti delle imprese dominanti. In ciò vi è una netta differenza dall'esperienza dell'antitrust americano, incentrata su un modello di *public enforcement* di stampo penalistico, che attribuisce all'amministrazione un potere solo accusatorio e lascia ai giudici il potere decisorio finale.

Il modello europeo (e italiano) di *public enforcement* ha suscitato, per un certo tempo, vivaci critiche dottrinali, improntate al timore di lesione del diritto di difesa delle imprese interessate<sup>19</sup>. Queste preoccupazioni possono dirsi oggi superate, soprattutto perché la giurisprudenza amministrativa si è attestata sull'idea di un sindacato di legittimità pieno, ed anzi particolarmente incisivo, sui provvedimenti sanzionatori dell'autorità antitrust<sup>20</sup>. Se rimane vero che il sistema americano, caratterizzato sostanzialmente da un filtro preventivo del giudice, ha portato, negli ultimi decenni, ad un'applicazione delle norme antitrust meno incisiva di quella che si verificava in Europa<sup>21</sup>, è anche vero che l'esperienza ha dimostrato che pure il sindacato giudiziario successivo sui provvedimenti amministrativi dell'autorità antitrust può essere molto incisivo<sup>22</sup>; sì che il risultato di maggiore attivismo complessiva dell'antitrust europeo rispetto a quello americano può essere visto, sul piano comparativo, come un pregio e non come un difetto della scelta compiuta dal legislatore.

<sup>18</sup> Questa discussa figura di abuso, consistente nel "sub-investimento strategico" (sulla quale v. la riflessione critica di R. PARDOLESI, G. FAELLA, *Foreclosure della rete per effetto di sub-investimento strategico*, in *Annuario dell'Energia*, 2014, 131 ss.), è qui ricordata perché rappresenta un esempio emblematico di quella duttilità applicativa che rende preziosa la previsione del divieto generale di abuso di posizione dominante e ne marca la differenza rispetto alla figura, concettualmente molto più definita, dell'abuso del diritto.

<sup>19</sup> Cfr. G. GHIDINI, V. FALCE, *Giurisdizione antitrust: l'anomalia italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, 317 ss.

<sup>20</sup> V. Cons. Stato, sez. VI, 15 luglio 2019, n. 4990.

<sup>21</sup> Cfr. D.J. GIFFORD, R.T. KUDRLE, *The Atlantic Divide in Antitrust. An Examination of US and EU Competition Policy*, University of Chicago Press, 2015.

<sup>22</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Nel trentesimo anniversario della legge antitrust italiana. Un bilancio dell'attività dell'Autorità nazionale di concorrenza*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2020.

In ogni caso, questo modello di *public enforcement*, basato sulla centralità dei poteri di intervento di un'autorità amministrativa indipendente, si è rivelato di successo e si è espanso a diversi altri campi del diritto europeo delle imprese. Oltre che nei tipici "settori regolamentati", lo ritroviamo – come si è visto – nella disciplina generale della tutela del consumatore (e ancor più nella direttiva sul c.d. *New Deal* del diritto dei consumatori: Dir. UE/2019/2161). Ma lo ritroviamo anche in altre iniziative europee fortemente innovative, come le recenti proposte di regolamenti sui mercati digitali (*Digital Services Act* e *Digital Markets Act*) e di direttiva sulla responsabilità sociale delle imprese (Risoluzione del Parlamento Europeo del 10 marzo 2021).

9. Tornando alle norme sostanziali, l'evoluzione del diritto europeo può dirsi caratterizzata dalla constatazione che il "potere di mercato", meritevole di controllo da parte dell'ordinamento, non si esaurisce nella situazione di dominio "assoluto" di un determinato mercato, qual è quella che corrisponde alla definizione consolidata di posizione dominante. Si è posta così l'esigenza di estendere la disciplina di contrasto agli abusi di posizione dominante a situazioni analoghe.

Questo processo di espansione della fattispecie è stato tentato già con proposte di interpretazione estensiva della nozione di "posizione dominante". Si è così parlato di posizione dominante "relativa", con riferimento a situazioni di potere/soggezione nei rapporti fra due o più imprese, che non si traducono in situazione di dominio dell'intero mercato; o di posizione dominante "plurima" nel caso in cui, in determinati mercati, diverse imprese dispongano separatamente di risorse tutte ugualmente indispensabili per il funzionamento dell'intero mercato: per esempio, la terminazione sulla propria rete, nei mercati in cui sono presenti diverse reti fra loro interconnesse; o la disponibilità di uno dei tanti brevetti "essenziali" per la produzione di un certo tipo di beni (per esempio: uno *smartphone*)<sup>23</sup>.

Queste proposte interpretative rimangono, ad avviso di chi scrive, legittime, dato che quello di "posizione dominante" è un tipico concetto giuridico indeterminato e che le proposte di interpretazione estensiva rispondono ad un bisogno di tutela perfettamente analogo a quello che si è storicamente affermato con riguardo al potere negoziale. Sotto ambedue i profili, il risultato perseguito è quello di tutela il buon funzionamento del mercato concorrenziale, fondato sul modello di *competition on the merits*.

Si deve però notare che l'evoluzione dell'ordinamento europeo sembra orientarsi non tanto verso la dilatazione del concetto di posizione dominante, bensì verso la creazione di figure *a latere* di potere di mercato diverse dalla posizione dominante tipica, ma ugualmente bisognose di controllo e contrasto da parte dell'ordinamento.

Così, la posizione dominante "relativa" può dirsi oggi assorbita dalla disciplina sul divieto di abuso di dipendenza economica (per la verità, frutto dell'iniziativa autonoma dei diversi legislatori nazionali e non di una direttiva comunitaria, ma poi pienamente legittimata dal Reg. CE/1/2003, all'art. 3, co. 2).

Per quanto riguarda le nuove situazioni di potere economico, emerse negli ultimi anni con l'affermazione dei mercati digitali e delle imprese-piattaforma, e caratterizzate dalla presenza di mercati strutturalmente più complessi di quelli tradizionali (c.d. *two- o multi-*

---

<sup>23</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell'Unione europea*, Milano, 2014, 300 ss.



*sided markets*)<sup>24</sup>, la proposta di *Digital Markets Act* ha elaborato la nuova figura dell'impresa *gatekeeper*. Si tratta della situazione in cui versano quelle piattaforme digitali che riescono a mettere in contatto (con vari strumenti: dai motori di ricerca ai *social network* all'*e-commerce*, ecc.) una pluralità di utenti con una pluralità di imprese e che hanno acquisito una posizione consolidata, tale che la loro intermediazione diviene un passaggio necessario per le imprese ordinarie, nei rapporti con la propria clientela. La più grande novità della proposta è probabilmente costituita dal fatto che, nei confronti dei *gatekeepers*, il controllo pubblico non sarà più soltanto repressivo, come è tradizionalmente il *public enforcement* contro gli abusi di posizione dominante, ma vedrà la possibilità di incisivi interventi *ex ante*, come è nella tradizione delle regolazioni di settore.

Ciò che resta comunque confermato è il modello di contrasto del potere economico privato fondato sulla centralità dell'azione di un'autorità amministrativa indipendente.

10. Finora si è parlato del potere che certe imprese possono esercitare nel mercato, nella duplice veste di potere esercitato nei singoli atti di scambio (potere negoziale) o di potere di mercato in senso più ampio.

Il potere economico privato ha però un'altra, importante dimensione, che è quella che attiene all'esercizio del potere *all'interno* dell'impresa.

In questo caso ci troviamo di fronte ad una manifestazione di potere *necessaria* per lo stesso funzionamento del sistema di economia di mercato. Infatti, come abbiamo ricordato prima (§ 2), l'esistenza del potere gerarchico è elemento essenziale dell'organizzazione d'impresa (in questo senso il dato sociologico si affianca al dato normativo: v. art. 2086, co. 1, c.c.).

Ciò è evidente per ciò che riguarda la *internal governance*, cioè l'organizzazione aziendale in senso stretto, comprendente poteri regolamentari interni, potere di comando – gerarchicamente articolato – nei confronti dei singoli dipendenti e poteri disciplinari in caso di violazione dei doveri di questi ultimi (art. 2106 c.c.; art. 7 stat. lav.).

L'esercizio di quest'ultimo potere, che è un elemento costante dell'organizzazione aziendale, è stato nel tempo sempre più circondato da garanzie procedurali atte a consentire un effettivo diritto di difesa del lavoratore. Inoltre, esso è soggetto, tendenzialmente, al principio di legalità (esistenza di un regolamento di disciplina adeguatamente pubblicizzato). In altri termini, l'assetto normativo del potere disciplinare nell'impresa si è evoluto verso un modello simile a quello dei procedimenti amministrativi sanzionatori nel diritto pubblico.

Un profilo autoritativo (se pur non gerarchico) è però presente anche nella *corporate governance*, cioè nell'esercizio del potere deliberativo proprio dei diversi organi della società (ci si riferisce qui, per semplicità, alle sole società di capitali). Questo potere deliberativo è improntato, com'è noto, al principio di maggioranza: il suo esercizio pone quindi strutturalmente in stato di soggezione i soggetti (*shareholder* o *stakeholder*) i cui interessi sono incisi dal contenuto della deliberazione, ma che non hanno avuto voce in capitolo sulla stessa o vi abbiano espressamente dissentito.

Con riguardo a questi fenomeni di esercizio di potere, l'ordinamento delle società di capitali, dai codici di commercio ottocenteschi fino al 1942, si era attestato su un modello di disciplina così riassumibile:

<sup>24</sup> V., p.e., S. WISMER, A. RASEK, *Market definition in multi-sided markets*, OECD, June 2017.

a) per le deliberazioni assembleari era prevista un'ampia tutela invalidativa, con azioni di annullamento esercitabili, entro breve termine, da parte di azionisti assenti o dissenzienti, per qualsiasi violazione di norme procedurali o sostanziali; il sistema di rimedi contro i vizi della deliberazione assembleare era elaborato dagli interpreti, in un contesto storico che vedeva contemporaneamente anche l'elaborazione della teoria dei vizi di legittimità dell'atto amministrativo, con il riconoscimento anche del vizio di eccesso di potere;

b) per l'azione – deliberativa e fattuale – degli amministratori e dei sindaci non era prevista alcuna tutela invalidativa, ma si riconosceva un'ampia tutela risarcitoria a favore della società stessa, nonché dei creditori e di altri soggetti direttamente danneggiati;

c) per i casi di gravi irregolarità di gestione era prevista la possibilità di una denuncia al Tribunale (civile), con ampi poteri di intervento inquisitorio e sostitutivo in capo a quest'ultimo (normativa ancora in vigore: v. art. 2409 c.c.).

L'evoluzione dell'ordinamento è stata caratterizzata da un progressivo ampliamento dell'apparato rimediabile utilizzabile in caso di esercizio illegittimo del potere all'interno degli organi della società.

Così, per ciò che riguarda eventuali azioni contro i soci di controllo della società, si è riconosciuta, prima in sede dottrinale<sup>25</sup>, poi anche sul piano normativo (v. l'art. 2476, co. 7, c.c., dopo la riforma del 2003), l'ammissibilità di una tutela risarcitoria, affiancata a quella di annullamento delle delibere assembleari. Con un processo analogo, nei confronti di amministratori e sindaci, ai tradizionali rimedi risarcitori si è progressivamente affiancata l'ammissibilità di azioni di annullamento (v. ora l'art. 2388 c.c., dopo la riforma del 2003)<sup>26</sup>.

A questo arricchimento dell'apparato rimediabile civilistico si è accompagnata, per ciò che riguarda la disciplina delle società per azioni quotate, una crescente regolazione amministrativa, incentrata sui poteri di vigilanza della CONSOB (in qualche caso estesi anche all'esercizio di azioni civili: v. art. 157 T.U.F.). Analoghi poteri di vigilanza amministrativa sulla gestione societaria sono previsti da diverse altre discipline (società cooperative, società bancarie, società sportive, ecc.). È interessante notare come lo sviluppo di modalità standard di vigilanza/regolazione amministrativa non abbia portato ad abbandonare il tradizionale (ed eccezionale) controllo giudiziario sulle gravi irregolarità di gestione delle società di capitali (art. 2409 c.c.).

11. Le sommarie indicazioni contenute nei paragrafi precedenti descrivono, in ogni caso, un apparato piuttosto ricco di rimedi esperibili nei casi di abuso di potere all'interno dell'organizzazione di impresa.

È interessante osservare l'atteggiamento assunto da dottrina e giurisprudenza verso l'inquadramento sistematico di questi strumenti giuridici. Nell'esperienza precedente al codice del 1942, l'orientamento prevalente tendeva ad inquadrare questi strumenti come espressione del carattere proprio dell'impresa, intesa come istituzione e comunità organica. Viceversa, nell'esperienza successiva al codice del 1942, la dottrina tende ad

<sup>25</sup> Cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.

<sup>26</sup> Rispetto alle deliberazioni del collegio sindacale, la possibilità di un'azione di annullamento – non prevista espressamente dalla legge – è stata ammessa, per ragioni di coerenza sistematica, dalla giurisprudenza (v. Trib. Milano, 23 aprile 2018, in *Rivista di diritto societario*, n. 3/2018, con nota adesiva di G. BUA).

espungere ogni riferimento di tipo pubblicistico ed istituzionalistico e ad inquadrare i rimedi specifici del diritto dell'impresa nella disciplina generale dei contratti.

Così, sul piano della *internal governance*, il potere disciplinare del datore di lavoro, che storicamente era stato concepito come espressione “naturale” dell'organizzazione istituzionale dell'impresa, è stato costruito concettualmente come una forma di autotutela volta a reagire a forme di inadempimento contrattuale<sup>27</sup>.

Analogamente, sul piano della *corporate governance*, si è ritenuto necessario e sufficiente riconoscere l'applicabilità del principio generale di buona fede nell'esecuzione dei contratti, ritenendo di poter fondare sulla violazione del dovere di buona fede anche la tradizionale tutela di annullamento nei confronti delle deliberazioni assembleari viziate da violazione di legge<sup>28</sup>.

Vi è dunque la tendenza di dottrina e giurisprudenza ad inquadrare il sindacato sull'esercizio del potere all'interno dell'impresa negli schemi concettuali tradizionali della tutela dei diritti soggettivi e dell'esecuzione del contratto.

Questa linea di pensiero ha radici ideologiche piuttosto evidenti. Si teme che il riconoscimento di una giuridica rilevanza (e relativa disciplina) del potere in quanto tale, differente da quella riguardante il diritto soggettivo, porti con sé inevitabilmente una assimilazione delle posizioni di potere privato a quelle di potere pubblico, e con ciò a legittimare ogni espressione di potere privato come funzionale al perseguimento di interessi pubblici. Ciò porterebbe con sé – si ritiene – due diverse conseguenze negative: da un lato, la soggezione dell'impresa privata, in quanto inserita nel sistema dei pubblici poteri, alla volontà del potere politico (il timore di “funzionalizzazione” dell'impresa privata, per ricordare il titolo di un celebre scritto di Gustavo Minervini, degli anni Cinquanta del secolo scorso); dall'altro, una presunzione di legittimità di ogni atto di esercizio del potere imprenditoriale, con un risultato di iperprotezione dell'interesse delle imprese esistenti nei confronti degli interessi di *stakeholder* e di potenziali concorrenti.

Personalmente, credo che queste preoccupazioni siano mal dirette. La cultura giusprivatistica dovrebbe prendere atto di due dati:

(i) l'attribuzione di rilevanza giuridica alle “istituzioni”, cioè ad organizzazioni stabili di beni e persone destinate al perseguimento di fini predeterminati, e la costruzione di discipline *ad hoc*, sono neutre rispetto al carattere (buono o cattivo, egoistico od altruistico, ecc.) del fine perseguito; in ogni caso, si porranno problemi di riparto di competenze, di rapporti gerarchici, di procedimenti deliberativi, di gestione delle informazioni, di motivazione di provvedimenti, e via discorrendo; tutti profili che non trovano adeguato trattamento entro le maglie della disciplina sulla formazione e sull'esecuzione dei contratti;

(ii) l'elaborazione di una disciplina *ad hoc* sul funzionamento delle istituzioni, dovuta essenzialmente all'esperienza di costruzione del diritto amministrativo, storicamente recentissima (rispetto alle radici romanistiche della nostra cultura giuridica), trova la sua giustificazione soprattutto in un'esigenza di penetrante sindacato giudiziario

<sup>27</sup> Cfr. P. ICHINO, *Il contratto di lavoro*, III, Milano, 2003, cap. XV.

<sup>28</sup> Cfr. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni. Abuso di potere nel procedimento assembleare*, Milano, 1987.

In giurisprudenza, v. il *leading case* costituito da Cass. civ., sez. I, 26 ottobre 1995, n. 11151.

sull'esercizio del potere; più penetrante di quello che può derivare dall'applicazione delle clausole generali civilistiche di buona fede e di divieto di abuso del diritto, storicamente costruite in funzione della risoluzione di conflitti bilaterali e quindi inadatte a fondare il rilievo di vizi procedimentali e di eccesso di potere.

12. I tempi sono maturi per la configurazione di un principio generale di sindacabilità giuridica degli atti di esercizio del potere economico privato.

Sul piano costituzionale non sembra più accettabile l'assunto secondo cui qualsiasi interesse legittimo inciso da un potere pubblico debba trovare tutela giurisdizionale – come sancisce l'art. 113 Cost. – mentre la stessa situazione di legittimo interesse, se incisa da un potere privato (ipotesi largamente presente nell'ordinamento, come dimostrato, mezzo secolo fa, nei non dimenticati studi di Lina Bigliuzzi Geri), possa trovare tutela solo nei casi e nei modi espressamente previsti dalla legge. O che, nella tutela degli interessi legittimi di diritto privato, possa venir meno quella piena tutela, invalidativa e risarcitoria, che ormai è acquisita, nel diritto vivente, per gli interessi legittimi di diritto pubblico<sup>29</sup>.

Il diritto di difesa dell'art. 24 Cost. dovrebbe dunque intendersi come comprensivo degli interessi legittimi di diritto privato, riproponendo una categoria concettuale che è stata tradizionalmente osteggiata dal mito della purezza privatistica, che vorrebbe espungere dalla realtà i fenomeni di potere privato e ridurre la realtà a un mondo di pari, portatori di diritti soggettivi, che contrattano liberamente fra loro.

---

<sup>29</sup> Questi orientamenti sembrano maturare nella giurisprudenza in materia di pubblico impiego privatizzato (v., p.e., Cass. civ., sez. lav., 15 gennaio 2020, n. 712), ove – anche per l'origine storica pubblicistica della disciplina – la giurisprudenza civile è solita usare la nozione di interesse legittimo di diritto privato. Sarebbe opportuna una generalizzazione di questo orientamento.

# DUE CONCETTI DI *STAKEHOLDERISM*

di *Francesco Denozza*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Protezione degli *stakeholder* mediante norme imperative. – 3. La modifica della disciplina relativa alla definizione dello scopo della società. – 4. Lo *stakeholderism* sistemico/istituzionalista. – 5. Problemi e limiti di uno *stakeholderism* sistemico/istituzionalista. – 6. Lo *stakeholderism* come comunicazione democratica. – 7. Lo *stakeholderism* democratico: problemi di legittimazione e praticabilità.

1. *Introduzione.* – Il termine inglese utilizzato nel titolo del presente lavoro evoca la c.d. *stakeholder theory* che a sua volta si riferisce non ad una singola teoria, ma a quello che è stato chiamato “... an amalgamation of eclectic narratives”<sup>1</sup>. Un insieme di impostazioni che non riesce a darsi una precisa caratterizzazione neppure attraverso il comune riferimento all’importanza del ruolo degli *stakeholder*, posto che la stessa nozione di *stakeholder* è controversa e, secondo alcuni, merita di essere qualificata addirittura come un *essentially contested concept*<sup>2</sup>.

Il compito di mettere ordine tra queste varie teorie è complesso e non verrà affrontato in questa sede<sup>3</sup>. In questo lavoro cercherò piuttosto di delineare due concetti alternativi di “*stakeholderism*”, inteso genericamente come nozione descrittiva dell’orientamento secondo cui le grandi società per azioni dovrebbero gestire le loro imprese assumendo come obiettivo non solo la massimizzazione del valore per gli azionisti, ma anche la protezione degli interessi degli altri *stakeholder*.

Questo orientamento sembra aver raggiunto in tempi recenti una rilevante diffusione visto che importanti prese di posizione favorevoli ad una maggior considerazione (da parte dei gestori delle società per azioni) degli interessi di tutti gli *stakeholder* sono state negli ultimi anni assunte con relativa frequenza e da parte di diversi attori sociali e politici<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> S. MILES, *Stakeholder theory classification: A theoretical and empirical evaluation of definitions*, in *Journal of Business Ethics*, 2017, 437; D. GILBERT, A. RASCHE, *Opportunities and problems of standardised ethics initiatives: A stakeholder theory perspective*, in *Journal of Business Ethics*, 2008, 755.

<sup>2</sup> S. MILES, *Stakeholder: essentially contested or just confused?*, in *Journal of Business Ethics*, 2012, 285.

<sup>3</sup> Non discuterò neppure le diverse possibili definizioni di *stakeholder*. Mi sembra che ai fini del presente lavoro possa essere sufficiente l’evocazione della nozione di “altri portatori di interessi” utilizzata dal comma 378 dell’art. 1 l. 208/2015 relativo alla società benefit, “altri portatori” definiti come “...il soggetto o i gruppi di soggetti coinvolti, direttamente o indirettamente, dall’attività delle società di cui al comma 376, quali lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, pubblica amministrazione e società civile” (comma 378, lett. b).

<sup>4</sup> La più importante sembra essere quella di Joe Biden, in un discorso del 9 luglio 2020 a Dunmore, Pa.: “It’s way past time to put an end to the era of shareholder capitalism — the idea [that] the only responsibility a corporation has is to its shareholders. That’s simply not true. It’s an absolute farce. They have responsibility to their workers, their community, to their country. That isn’t [a] new or radical notion. These are

Non mancano, ovviamente, ostinati e veementi ripropositori del vecchio dogma della massimizzazione dello *shareholder value*<sup>5</sup>.

Non è però degli argomenti avanzati da questi ultimi, e del contrasto tra i due orientamenti, che intendo occuparmi nel presente lavoro.

Qui cercherò invece prima di tutto di dare brevemente conto delle possibili implicazioni generali di una eventuale svolta in direzione di una maggiore protezione degli interessi degli *stakeholder* non finanziari (d'ora in poi, per semplicità, mi riferirò ad essi come agli *stakeholder* senza ulteriori specificazioni, il che ovviamente non implica alcuna intenzione di mettere in discussione il dato di fatto per cui anche soci, creditori, ecc. appartengono alla categoria degli *stakeholder* in senso letterale intesa).

Cercherò poi di illustrare, in particolare, due diverse visioni di *stakeholderism* che possono essere contrapposte essenzialmente sulla base del ruolo che rispettivamente assegnano ai *manager* delle società, da una parte, e all'intervento diretto degli *stakeholder*, dall'altra.

In una prima visione, che potremmo collegare all'istituzionalismo tradizionale, il ruolo decisivo è attribuito agli amministratori delle singole società per azioni. Ad essi (con, eventuale, blanda, supervisione da parte dei soci) è assegnato in via principale il compito di decidere, di volta in volta, quale sia in concreto la migliore mediazione tra gli interessi dei vari *stakeholder* (soci, ovviamente, compresi) che può essere realizzata, nelle date circostanze del singolo caso. In questa visione il ruolo degli amministratori tende, come accennavo, ad imitare quello, attribuito loro nel "vecchio" istituzionalismo<sup>6</sup>, di soggetti chiamati a dare concretezza all'astratto interesse proprio della comunità che viene chiamata impresa<sup>7</sup> (nella visione attuale direi più in veste di mediatori,

---

basic values and principles that helped build this nation in the first instance. Now the challenge is to take these fundamental values, and apply them to the new economy we have to build in the years ahead..." (cfr. *No, Biden doesn't want to dissolve the stock market*, disponibile a <https://www.politifact.com/factchecks/2020/sep/23/facebook-posts/no-biden-doesnt-want-dissolve-stock-market/>). Per una rassegna e commento delle varie prese di posizione sul ruolo degli *stakeholder* v. J. FISCH, S. DAVIDOFF, *Should Corporations Have a Purpose?*, in *U. of Penn., Inst. for Law & Econ. Research Paper*, 2020, 20; M. LIPTON, S. ROSENBLUM, K. CAIN, S. NILES, A. BLACKETT, K. IANNONE, *It's Time To Adopt The New Paradigm*, in *Post on: Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2019, February; R. HENDERSON, *Changing the purpose of the corporation to rebalance capitalism*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2021, 838.

Nella dottrina italiana, v. il dibattito contenuto in AA.VV., *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. PERRONE, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 589 ss. V. anche F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, *ibidem*, 2021, 29 e in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, II, 1, 281.

<sup>5</sup> Come testimoniato, tra l'altro, dalla lettura dei contributi raccolti nel volume a cura di L. ZINGALES, J. KASPERKEVIC, A. SCHECHTER, *Milton Friedman: 50 Years Later*, Chicago, IL, Stigler Center for the Study of the Economy and the State at the University of Chicago, 2020, e-book disponibile a: <https://promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>.

<sup>6</sup> Sulla tradizione istituzionalista in materia di società per azioni (quella, per intenderci, che fa riferimento alla nozione, diventata, in sostanza, uno slogan, dell'*Unternehmen an sich*.) v. G. TEUBNER, *Company Interest. The Public Interest of the Enterprise "in Itself"*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 691, e, nella nostra dottrina, di recente M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 19 ss. V. anche M. PALMIERI, *L'interesse sociale: Dallo shareholder value alle società benefit*, in *Banca Impresa Società*, 2017, 201.

<sup>7</sup> Sull'opinione della dottrina italiana al riguardo v. recentemente M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16.

che in quella di capi, naturali interpreti dello spirito della comunità; si tratta comunque di sfumature).

Una diversa prospettiva, che, nelle classificazioni più familiari agli studiosi della spa, potrebbe essere collegata ad una sorta di contrattualismo “allargato”<sup>8</sup>, e che personalmente preferirei inquadrare nell’ambito delle teorie della “comunicazione democratica”<sup>9</sup>, ritiene invece prioritaria la creazione di ambiti istituzionali in cui gli amministratori delle singole società siano obbligati ad interloquire con gli *stakeholder* di volta in volta rilevanti, ed a tenere conto sia degli interessi che sono presentati come propri dai diversi soggetti in concreto interessati, sia delle soluzioni che questi propongono.

2. *Protezione degli stakeholder mediante norme imperative.* – Una prima evidente alternativa a disposizione di chi ritiene che il livello di protezione degli *stakeholder* dovrebbe essere aumentato, è quella di individuare i loro specifici interessi bisognosi, e meritevoli, di maggior protezione, e poi accrescerne la tutela mediante emanazione di apposite norme imperative.

Questa prospettiva ripropone la tradizionale divisione di ruoli che era già presente nelle tesi di Friedman<sup>10</sup>. Gli amministratori delle singole società pensino a massimizzare i profitti, senza preoccuparsi di auto – imporsi particolari limiti. A fissare i livelli di protezione che bisogna assicurare agli *stakeholder*, e di conseguenza i limiti, uguali per tutti, che nessuna impresa può oltrepassare, pensi il legislatore<sup>11</sup> (o, là dove ne hanno la forza, gli *stakeholder* stessi, nella loro attività di contrattazione con le imprese).

L’opportunità che il legislatore tuteli determinati interessi con norme imperative di applicazione generale, non può essere messa ovviamente in discussione. Il problema perciò non è se le norme imperative siano necessarie (certamente lo sono). Il problema è se siano sufficienti.

Le ragioni che sconsigliano di puntare esclusivamente su interventi del legislatore

<sup>8</sup> Sulla *social contract theory of the firm* su cui da anni insiste Lorenzo Sacconi, v. tra i contributi più recenti M. FIA, L. SACCONI, *Justice and corporate governance: New insights from Rawlsian social contract and Sen’s capabilities approach*, in *Journal of Business Ethics*, 2019, 937.

<sup>9</sup> V. in via generale v. I.M. YOUNG, *Activist challenges to deliberative democracy*, in *Political theory*, 2001, 670; EAD., *Inclusion and democracy*, Oxford University Press, 2000.

<sup>10</sup> L’ovvio riferimento è al famoso lavoro di M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in *N.Y. Times Mag.*, Sept. 13, 1970, sulla cui attualità v. L. ZINGALES, *Milton Friedman 50 Years Later.*, cit. alla n. 5 (nella dottrina italiana, v., recentemente, C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3, 7 s.).

<sup>11</sup> Decisamente in questo senso v. ad es. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 581, e negli *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, II, 2,799. Analoga, forse ancor più radicale, la presa di posizione di E. BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al “profitto”*, Milano, 2022. Una diversa, originale, soluzione è quella proposta da S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all’ESG. L’impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2022, 63, che condivide lo scetticismo nei confronti delle proposte che pensano di fare leva sull’ampliamento del perimetro degli interessi protetti, e però propone (*ivi*, 100 ss.) non un ricorso alla moltiplicazione di norme imperative specifiche, ma all’implementazione fra i doveri di condotta che gli amministratori “... sono chiamati ad osservare nella gestione, di un principio generale di rilevanza superiore, immanente al sistema ma finora rimasto estraneo alla ricca elaborazione dottrinale e giurisprudenziale sulla *corporate governance*: quello della solidarietà, imposto innanzitutto dalla nostra Carta fondamentale ...”.

mirati a tutelare questo o quell'interesse che appaia di volta in volta meritevole di protezione, sono molteplici.

Una prima, fondamentale, ragione attiene al ben noto fenomeno dell'incompletezza delle leggi (e dei contratti)<sup>12</sup>.

La naturale e insuperabile incompletezza delle norme fa sì che nella realtà regolata esista sempre la possibilità che si verifichino situazioni non previste dal legislatore, come tali oggetto di dubbi e incertezze in ordine al modo in cui devono essere regolate. Esiste sempre, ed è sostanzialmente ineliminabile, quella, più o meno estesa, zona d'ombra (di cui parlano Hart e altri teorici dell'interpretazione<sup>13</sup>) in cui è difficile decidere se debba essere applicata l'una o l'altra regola. Ovviamente le zone d'ombra, e le probabilità di incontrare "hard cases", non sono distribuite in maniera uniforme e non riguardano tutte le situazioni allo stesso modo. La loro presenza dipende, al contrario, dalle caratteristiche della norma (la maggiore o minore attenzione con cui ne è stata curata la concezione e la formulazione) e, forse ancora di più, dalle caratteristiche della realtà regolata. Si tratta di un fenomeno che è in realtà destinato a crescere in maniera esponenziale, direttamente proporzionale alla rapidità e all'imprevedibilità dell'evoluzione cui la specifica realtà regolata è soggetta.

Questo fenomeno di portata generale, che già di per sé impedisce di fare pieno affidamento sulla capacità delle leggi e dei contratti di indirizzare univocamente i comportamenti futuri dei soggetti, opera, nel caso dei gestori delle grandi imprese, e soprattutto degli amministratori di società per azioni, in maniera particolarmente negativa.

L'elevato livello di potere di cui godono le grandi imprese moderne e, per conseguenza, i loro amministratori (livello che già alimentava le forti preoccupazioni di Berle e Means<sup>14</sup>) rende particolarmente frequenti le situazioni nelle quali una grande impresa è in condizione di operare scelte che sono in fatto sostanzialmente discrezionali e che dal punto di vista giuridico si collocano nella zona d'ombra delle interpretazioni controvertibili. Scelte, quindi, che solo la decisione *a posteriori* di un giudice potrà qualificare, in un senso o nell'altro, come lecite o come illecite.

Non è difficile immaginare che, dato questo non modificabile contesto, i diversi orientamenti che le imprese possono decidere di assumere negli ambiti in cui godono di un potere non condizionato dal mercato, e non precisamente delimitato dalla legge, possono rivelarsi decisivi nel determinare la produzione di risultati molto diversi. La diffusione di orientamenti tendenti all'assunzione di decisioni conformi alle interpretazioni delle norme più rigorosamente prudenti, produrrà una realtà molto diversa da quella che può produrre una tendenza orientata a tentare di approfittare, sistematica-

<sup>12</sup> La letteratura in argomento è sterminata. Restando a due classici, entrambi vincitori del Nobel per l'economia, v. O. HART, *Incomplete contracts and control*, in *American Econ. Rev.*, 2017, 1731 e J. TIROLE, *Cognition and incomplete contracts*, in *American. Econ. Rev.*, 2009, 265; ID., *Remarks on incomplete contracting*, in J. TIROLE, M. AGHION, P. DEWATRIPONT, M. LEGROS, L. ZINGALES, *The impact of incomplete contracts on economics*, Oxford, OUP, 2016, 21.

<sup>13</sup> H. HART, *Positivism and the Separation of Law and Morals*, in *Harv. L. Rev.*, 1957, 593. In argomento v. anche F. DENOZZA *La struttura dell'interpretazione*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 1995, 1; ID., *L'interpretazione delle norme tra scetticismo e "pluralismo cognitivo"*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2007, 463.

<sup>14</sup> V. in argomento F. DENOZZA, *L'ambiguità del potere: la Corporation negli scritti di A. Berle jr., alla vigilia della rivoluzione neo-liberale*, in *Società, Banche e Crisi d'Impresa, Liber amicorum Pietro Abbadesse*, vol. I, Torino, 2014, 261.



mente, di tutti i minimi buchi prospettabili nella disciplina in un dato momento vigente, scegliendo sempre la soluzione più conveniente per l'impresa, anche a scapito degli interessi che la legge si proponeva di proteggere.

Nel caso degli amministratori di grandi società per azioni il problema può essere ulteriormente esacerbato dal rapporto di *agency* che li lega ai soci.

Questo rapporto opera anzitutto nel senso di alleggerire la pressione morale verso l'adozione di politiche orientate all'applicazione più prudente e sistematicamente più rigorosa delle norme. Un amministratore "coperto", per così dire, da una interpretazione alla Friedman del suo ruolo di agente, si convincerà facilmente che il sistematico tentativo di approfittare della possibilità di trovare lacune nelle norme<sup>15</sup> è un suo dovere verso i soci, e che non è suo compito preoccuparsi degli effetti sociali che l'adempimento di questo dovere può produrre.

In questa prospettiva, il rapporto di *agency*, nella misura in cui solleva il *manager* dai problemi morali che potrebbero invece influire sulle scelte di coloro che amministrano direttamente i propri interessi, diventa un potente strumento di deresponsabilizzazione sociale.

A ciò va aggiunto che il rapporto di *agency* opera ulteriormente nel senso di modificare gli incentivi all'assunzione dell'uno o dell'altro orientamento. Per coloro che amministrano direttamente i propri interessi, la scelta se approfittare della possibilità di eventuali interpretazioni "aggressive" delle norme, dipende dal calcolo del costo delle possibili sanzioni, scontato per la probabilità di essere effettivamente sanzionati, confrontato con i benefici ricavabili dal comportamento che potrebbe rivelarsi illecito. La presenza del rapporto di *agency* complica questo già complesso scenario, aggiungendo la necessità di tenere conto dell'interesse personale dell'agente, che non si appropria direttamente dei benefici delle potenziali violazioni (ma potrebbe comunque trarne vantaggi indiretti) e non ne sopporta direttamente i costi (ma potrebbe essere chiamato a risarcire danni).

In questa già complessa situazione, credo che una realistica valutazione delle concrete possibilità che oggi gli stati hanno di porre sotto sistematico controllo le scelte di imprese che spesso controllano risorse di ammontare superiore ai prodotti interni lordi degli stati che dovrebbero controllarle<sup>16</sup>, non possa indurre ad eccessivo ottimismo in ordine alla riuscita di un progetto di intervento basato, in via esclusiva, su specifici e continui interventi statali di tipo repressivo.

Se si guarda, infine, alla concentrazione degli interessi, è facile rendersi conto che le grandi imprese hanno una capacità potenziale di incidere sulle scelte di coloro che

---

<sup>15</sup> Nella prospettiva del testo, che esplora le implicazioni dell'incompletezza e della ambiguità delle norme, appare del tutto irrilevante il fatto, oggi spesso sottolineato (v. ad es. L. ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285, 1286) che Friedman si preoccupasse di specificare che il perseguimento dell'interesse dei soci dovesse comunque avvenire all'interno di un quadro di rispetto delle norme basilari che governano la società (precisazione in verità così scontata da rendere sorprendente, e in un certo senso inquietante, la necessità di esplicitarla – da parte di Friedman – e quella di sottolinearla – da parte dei suoi attuali apologeti).

<sup>16</sup> Ovviamente l'obiezione fondata sull'attuale debolezza, ideologica e materiale degli stati, ben può riguardare anche gli interventi legislativi che sarebbero comunque necessari per attuare un programma di potenziamento della posizione degli *stakeholder*. Credo tuttavia che un singolo intervento generale, presentato con adeguata giustificazione e moderazione (v. *infra*, par. 6 e 7) possa avere maggiori probabilità di successo di un estenuante stillicidio in cui i legislatori cercano di legiferare su ogni questione stando al passo con i tempi e cercando di tappare i buchi che le imprese riescono a trovare nelle leggi periodicamente emanate.

fanno le leggi (e su quelle di coloro che devono applicarle) molto superiore a quella che possono avere *stakeholder* spesso disorganizzati e dispersi.

Nel complesso, mi sembra perciò che il perseguimento di un obiettivo di miglioramento nella tutela degli interessi degli *stakeholder* non possa prescindere dal tentativo di accrescere la possibilità di incidere sul comportamento delle imprese non solo al livello complessivo, con l’emanazione di norme imperative generali, ma anche al livello delle singole imprese, aumentando le possibilità per gli *stakeholder* interessati di intervenire direttamente sulle scelte di volta in volta all’ordine del giorno.

3. *La modifica della disciplina relativa alla definizione dello scopo della società.* – Se si riconoscono i limiti di un’azione basata solo sull’emanazione di specifiche norme imperative e ci si pone invece nella prospettiva di modificare anche i criteri di valutazione che le società adottano nel decidere i propri orientamenti nei confronti degli *stakeholder*, una via di possibile intervento è rappresentata dalla introduzione di modifiche legislative alla disciplina relativa alla definizione dello scopo della società.

Ciò potrebbe avvenire in almeno due modi diversi. Una prima strada potrebbe essere quella di introdurre una disciplina che in via generale autorizzi le società a definire autonomamente nei loro statuti lo scopo che intendono perseguire<sup>17</sup>. Non c’è dubbio che questo potrebbe essere un modo di favorire una generale razionalizzazione e, in definitiva, una migliore tutela per gli investitori, messi in grado di scegliere senza ambiguità il grado di “socialità” verso cui intendono indirizzare i propri investimenti.

Va però osservato che una migliore protezione degli interessi degli *stakeholder* si realizzerebbe solo se il mercato rivelasse una forte presenza di investitori socialmente orientati, in grado di incentivare le società ad immettere nei loro statuti esplicite clausole volte a tutelare l’uno o l’altro *stakeholder*.

Per chi considera un aumento della protezione degli *stakeholder* come una impellente necessità, questa prospettiva appare decisamente insoddisfacente, troppi essendo i rischi che gli investitori socialmente orientati non riescano ad immettere nel mercato univoci impulsi<sup>18</sup> e che invece le società riescano comunque a realizzare operazioni di c.d. *Greenwashing*, in modo da allargare la platea degli investitori potenziali, senza in realtà perdere il controllo delle proprie politiche aziendali ed evitando di allontanare gli investitori meno socialmente orientati.

Altra possibilità è quella di introdurre una regola<sup>19</sup> che contenga una vincolata definizione legislativa dello scopo che tutte le società (lucrative) devono perseguire. Una

---

<sup>17</sup> Nella dottrina italiana v. soprattutto U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *Corporate Power and Conflicting Interests*, Milano, 2021, 93. In argomento v. anche C. ANGELICI, *Potere e interessi nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, in *Riv. soc.*, 2020, 4 ss.

<sup>18</sup> Occorre considerare che l’universo dei c.d. *socially responsible investors* è molto frastagliato e comprende anche portatori di preferenze orientate su obiettivi molto specifici (come impedire la produzione e circolazione di armi, o di bevande alcoliche, o il gioco d’azzardo, ecc.) che non si presentano come naturalmente destinati a reperire generalizzato sostegno.

<sup>19</sup> Regola destinata, per usare le parole di C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 213, a porsi in termini di eteronomia nei confronti della società e delle sue componenti.

definizione che abbandoni (là dove è presente) il criterio della (esclusiva) massimizzazione del valore per gli azionisti, e adotti riferimenti più protettivi degli interessi degli *stakeholder*<sup>20</sup>.

A questo punto si pone una ulteriore alternativa. Si può immaginare che l'adozione di un criterio di questo genere possa corrispondere anche ad un interesse, correttamente inteso, dei soci stessi (è la teoria del c.d., *enlightened shareholder value*<sup>21</sup>) o si può pensare che la considerazione di interessi altri debba essere imposta come un obbligo, e quindi anche con eventuale sacrificio di qualche interesse che fa oggettivamente capo ai soci, o che comunque i soci considerano come loro.

Chi adotta la prima prospettiva<sup>22</sup>, può pensare di affidare ai soci stessi il potere di definire, direttamente, o attraverso gli amministratori da loro nominati, le modalità di concretizzazione dello scopo indicato dalla legge. Per chi condivide la seconda prospettiva è evidente che questo potere non può essere affidato ai soci, e deve essere affidato invece agli amministratori. Di questa seconda prospettiva, che concretizza quello che possiamo qualificare come lo *stakeholderism* sistemico o istituzionalista, mi occuperò nel prossimo paragrafo.

Qui vorrei solo illustrare brevemente quelli che mi sembrano i difetti principali della teoria dell'*enlightened shareholder value*.

L'idea generale alla base di questa impostazione parte dalla considerazione per cui un atteggiamento di miope sfruttamento di ogni occasionale possibilità di avvantaggiare i soci a scapito degli altri *stakeholder* non si traduce necessariamente in una stabile valorizzazione degli investimenti dei soci stessi. L'obiettivo di una valorizzazione proiettata in un futuro destinato a non esaurirsi nell'immediato, ma a durare invece più o meno a lungo, ben può invece richiedere il sacrificio di qualche immediata opportunità di guadagno, nella prospettiva di evitare in futuro possibili ritorsioni da parte di qualche *stakeholder*, o in cambio del consolidamento di una possibile miglior collaborazione futura con tutti loro.

L'introduzione di un obbligo di perseguire l'interesse dei soci nel senso "illuminato" appena chiarito, evita una drastica rottura con la tradizione che vuole l'interesse dei soci come quello protetto in via principale, se non in via esclusiva, e presenta la tutela (almeno, una certa, limitata, tutela) degli interessi degli *stakeholder* come un obiettivo cui anche il socio, se "illuminato", dovrebbe guardare con approvazione.

Anche ipotizzando di condividere l'intuizione di fondo alla base della teoria, non si

---

<sup>20</sup> L'idea di poter perseguire una maggiore protezione degli *stakeholder* semplicemente modificando la definizione dello scopo della società ha una notevole diffusione di cui non è possibile dare qui completo conto. Per un esame dei più recenti interventi normativi operati in questo senso nei vari ordinamenti v. S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 99, e in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, II, 2, 767.

Un giudizio generale su questa idea, ispirato da condivisibile scetticismo, in M. VENTORUZZO, *Brief Remarks on "Prosperity" by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 13,16.

<sup>21</sup> V. con particolare riguardo all'esperienza inglese che allo stato rappresenta in questo ambito quella storicamente più importante, v. A. KEAY, *Having regard for stakeholders in practising enlightened shareholder value*, in *Oxford University Commonwealth Law Journal*, 2019, 118.

<sup>22</sup> Prospettiva che L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance*, in *Cornell L. Rev.*, 2020, 91, qualificano come "instrumental stakeholderism" e considerano sostanzialmente equivalente alla tradizionale *shareholder primacy view*.

può però ignorare che sorgono immediatamente una serie di rilevanti problemi. Il primo è che i concreti soci di una concreta società potrebbero non condividere questa visione illuminata del loro interesse, e non essere in alcun modo disposti a rinunciare a guadagni immediati certi, in cambio della speranza di maggiori guadagni ottenibili in futuro grazie alla maggior collaborazione degli *stakeholder*. Questa possibilità non solo non può essere esclusa a priori, ma non può neppure essere considerata come il frutto di visioni necessariamente influenzate da miopia e difettosa razionalità.

Fenomeni di miopia o di scarsa razionalità ben possono essere presenti nei mercati finanziari, e ben possono influenzare il comportamento di specifici soci o dell'intero mercato. Non si può però negare in via generale che i giudizi contrari alla convenienza di praticare un *enlightened shareholder value* ben possono originare da razionalissimi motivi, come l'orizzonte di investimento temporalmente limitato che può caratterizzare le preferenze di alcuni soci, o da valutazioni che giudicano scarse le probabilità del possibile verificarsi di future, rilevanti, ritorsioni, o che considerano scarsamente appetibili le future possibili collaborazioni.

Il problema della presenza di orientamenti dei soci scarsamente "illuminati" non si presenta quindi come un problema di carattere cognitivo, risolubile convincendo i soci che la considerazione degli interessi degli *stakeholder* è conveniente anche per loro. È invece ben possibile che, per le ragioni sopra indicate, anche razionalissimi soci possano decidere che i comportamenti "illuminati" non soddisfano i loro interessi<sup>23</sup>.

Se non si vuole correre il rischio che l'auspicata maggiore considerazione degli interessi degli *stakeholder* sia posta in balia del contingente prevalere di atteggiamenti illuminati, o di atteggiamenti oscurantisti, occorre perciò intervenire a livello legislativo garantendo all'atteggiamento illuminato la forza per prevalere in concreto, anche nei casi in cui siano presenti orientamenti ostili più o meno forti.

A questo punto lo scenario si complica e sorgono molti delicati problemi di carattere organizzativo e di bilanciamento tra i poteri delle varie componenti della società.

Se si sceglie di affidare alla maggioranza dei soci il compito di definire in ultima istanza quali politiche aziendali sono illuminate e quali non lo sono, e se non ci si vuole però rimettere al suo arbitrio, occorrerebbe dare alla minoranza la possibilità di contestare le decisioni della maggioranza (e degli amministratori da lei nominati) non coerenti con una visione illuminata dell'interesse della società, con evidenti, colossali, problemi attuativi (scelta dei canali istituzionali attraverso cui la minoranza possa far valere le sue contestazioni, criteri per stabilire nel merito il fondamento delle contestazioni stesse, ecc.). In ogni caso l'effettiva diffusione di comportamenti illuminati resterebbe dipendente dal fatto che esistano gruppi di soci i quali ritengano di avere interesse ad imporli.

Se questo è il risultato che si può ottenere attraverso una riforma ispirata dalla con-

---

<sup>23</sup> In un certo senso la contrapposizione tra *shareholder value* ed *enlightened shareholder value* evoca la differenza tra interesse di gruppo e interesse di serie, a suo tempo valorizzata dalla dottrina italiana favorevole alla visione contrattualistica dell'interesse sociale (in particolare dal mio Maestro, P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964). Dal punto di vista della serie (e quindi dal punto di vista che tiene conto non solo degli interessi degli azionisti presenti, ma anche di quelli degli azionisti futuri) la visione "illuminata" appare sicuramente quella che meglio descrive l'interesse del socio. Dal punto di vista del gruppo, invece, è ben possibile immaginare, come si rileva nel testo, gruppi composti da razionalissimi soci (attuali) aventi un concreto interesse all'adozione di comportamenti sistematicamente opportunistici.

cezione dell'*enlightened shareholder value*, a me sembra che il progresso rispetto alla situazione attuale finisca per configurarsi come decisamente limitato. Penso infatti che già oggi gruppi di soci aventi la maggioranza in singole società e che volessero adottare (o indurre gli amministratori da loro nominati ad adottare) politiche aziendali illuminate ben potrebbero farlo, e ben poche possibilità di contrasto avrebbe una eventuale minoranza dissenziente in senso opportunisto o "oscurantista".

Mi sembra anche che una modifica legislativa della definizione dello scopo della società in senso illuminato (non accompagnata da altre radicali modifiche dell'organizzazione della società per azioni) avrebbe ben poche possibilità di modificare i comportamenti di società dominate da gruppi di soci omogeneamente opportunisti.

Mi sembra in definitiva che una modifica legislativa del tipo di quella di cui si sta discutendo, finirebbe probabilmente per incidere solo sui casi in cui esista una maggioranza opportunisto in forte dissenso con una minoranza illuminata. In questo caso la possibilità di far valere le pretese di quest'ultima verrebbe rinforzata. Negli altri casi tutto resterebbe più o meno come prima.

Nel complesso mi sembra perciò che l'adozione di un orientamento di *enlightened shareholder value*, anche se previsto come obbligatorio dalla legge, finirebbe comunque per dipendere, come già oggi accade, dalla visione di volta in volta prevalente o tra i soci, o sul mercato, e non rappresenterebbe alcun significativo progresso rispetto alla situazione attuale.

4. *Lo stakeholderism sistemico o istituzionalista.* – Veniamo allora all'ipotesi alternativa e più radicale, che è quella di procedere ad una definizione legislativa dello scopo della società che contempra un qualche livello protezione degli interessi degli *stakeholder*, e che affidi agli amministratori il compito, e il potere, di definire i modi di concretizzazione di questa vincolante indicazione.

Qui credo sia anzitutto opportuno chiarire che l'idea di percorrere questa strada in tanto ha un senso in quanto si abbandoni la prospettiva dell'*enlightened shareholder value* e si entri decisamente in una prospettiva di tipo "*stakeholderista*". Credo, infatti, che già oggi gli amministratori ben potrebbero legittimamente perseguire politiche di cui sia oggettivamente dimostrabile l'idoneità a beneficiare sul lungo periodo i soci, anche se nell'immediato possono imporre loro qualche sacrificio. Una modifica legislativa che vincolasse gli amministratori a proteggere gli interessi degli *stakeholders* solo nelle circostanze in cui questa protezione fosse destinata in un futuro più o meno prossimo a ridondare comunque a vantaggio dei soci (almeno come serie, se non come gruppo) mi sembra, ancora una volta, che non comporterebbe alcun rilevante progresso rispetto alla situazione attuale.

Si tratta perciò di percorrere una ben diversa strada, in cui la valutazione circa l'opportunità di realizzare, di volta in volta, l'uno o l'altro bilanciamento tra gli interessi dei soci entrati in conflitto con quelli degli *stakeholder*, e quelli di questi ultimi, entra a far parte dei meccanismi interni della società<sup>24</sup> e viene rimessa, in definitiva, al prudente apprezzamento degli amministratori. L'amministratore, per sfuggire a respon-

---

<sup>24</sup> V. ad es. K GREENFIELD, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, in *Harv. L. & Pol'y Rev.*, 2008, 1, 23; ID., *The Stakeholder Strategy*, in *Democracy*, 2012, 47, 52-53.

sabilità, non dovrà più dimostrare che le sue scelte tutelano in definitiva, sia pure in una prospettiva di lungo periodo, l'interesse dei soci. Gli basterà dimostrare che le sue scelte realizzano un ragionevole bilanciamento tra gli interessi dei soci e quelli degli altri *stakeholder*.

In tal modo si entra in una prospettiva decisamente “*stakeholderist*”, e, più precisamente, in quella prospettiva che potremmo chiamare di *stakeholderism* “istituzionalista” o, meglio ancora, “sistemico”, in cui gli amministratori, capi dell'impresa, sono investiti, tra l'altro, anche del compito di trovare di volta in volta le sintesi tra le confliggenti esigenze di protezione dei vari interessi coinvolti in grado di assicurare il miglior successo dell'impresa (concepita come una entità, in sostanza come un organismo<sup>25</sup>) o, si potrebbe dire, con visione più moderna, il miglior funzionamento del sistema<sup>26</sup>.

5. *Problemi e limiti dello stakeholderism sistemico/istituzionalista*. – Le incognite che pesano su questa prospettiva sono molteplici.

Va anzitutto rilevato che questa impostazione sembra rievocare anacronistiche visioni del ruolo degli amministratori, concepiti come un'imparziale tecnostruttura in grado di disinteressatamente mediare i conflitti che sorgono tra i vari interessi in gioco<sup>27</sup>. Anche le più moderne, e più sofisticate, tesi favorevoli ad affidare agli amministratori un ruolo di mediatori<sup>28</sup> finiscono per supporre che essi siano in grado di rivestire un ruolo relativamente disinteressato e largamente indipendente dall'influenza dei soci.

L'idea di amministratori immaginati come solitamente meno interessati dei soci ad adottare atteggiamenti opportunistici nei confronti degli *stakeholder*, visto che i beneficiari diretti dei guadagni immediati che possono essere realizzati con comportamenti opportunistici non sono loro (gli amministratori), ma i soci, appare, in verità, non molto credibile. Gli amministratori, anche quelli – probabilmente pochi – che né sono soci, né sono remunerati in base ai corsi azionari, hanno comunque interesse a che l'impresa

<sup>25</sup> Nella dottrina italiana v. in particolare M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669. Per una critica di queste visioni mi permetto rinviare a F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5.

<sup>26</sup> Se pur non schierato su posizioni apertamente istituzional-stakeholderiste, valorizza il ruolo mediatore degli amministratori P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 304 s.: “... gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi...” “... l'interesse sociale si declina, nella concreta attuazione degli indirizzi strategici, in termini di interesse dell'impresa...” “... gli amministratori, nell'attività di gestione, e cioè nell'attività di decisione delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale... devono valutarne la congruenza con le strategie industriali...”.

<sup>27</sup> Si tratta di una risalente visione di apologetico managerialismo che periodicamente ricompare nel dibattito sulla società per azioni. V. già ad es. G. PERKINS, *Corporations in modern business*, in *The North American Review*, 1908, 388. Alcuni decenni dopo, E. DODD, *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, in *Harvard Law Rev.*, 1932, 8 e A. BERLE, G. MEANS, *Private property and the modern corporation*, Macmillan, 1932, 356, che ipotizzano una classe di *manager* operanti “for the service of the public”. Un paio di decenni dopo v. ancora L. GOWER, *Corporate control: the battle for the Berkeley*, in *Harvard Law Rev.*, 1955, 1194.

<sup>28</sup> M. BLAIR, L. STOUT, *A team production theory of corporate law*, in *Virginia Law Review*, 1999, 328, nonché, delle stesse autrici, *Director accountability and the mediating role of the corporate board*, in *Wash. ULQ*, 2001, 403.

cresca in conformità alla loro personale visione di successo, visione che non c'è motivo di pensare che coincida necessariamente con quella che realizza il più giusto equilibrio tra gli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Ancora meno credibile appare l'idea che gli amministratori siano relativamente indipendenti dai soci e che possano sistematicamente adottare orientamenti contrastanti con le preferenze della maggioranza dei soci stessi.

Esiste quindi prima di tutto un problema di realismo. Non sembra affatto scontato che l'affidamento agli amministratori del ruolo di gerarchi – mediatori possa portare ad una effettiva modifica della situazione attuale e non, piuttosto, ad una situazione in cui gli interessi degli *stakeholder* saranno tenuti in considerazione, più o meno come adesso, solo quando ciò sia nel complesso gradito ai soci e considerato nel loro potenziale interesse. Del resto, l'esperienza maturata durante il periodo in cui ebbero a prevalere concezioni “managerialiste” sicuramente non induce a fare eccessivo affidamento sulle capacità equilibratrici degli amministratori.

In ogni caso, ammesso che il progetto abbia un potenziale effettivamente innovativo, resta da vedere se esso sia da considerare comunque opportuno e desiderabile.

Passando, allora, ad esaminare le molte critiche mosse<sup>29</sup> a questa prospettiva di *stakeholderism*, credo che esse possano essere per comodità raggruppate in alcune voci principali.

La prima serie di critiche riguarda la posizione degli amministratori. Se si dà loro la possibilità di deviare da un rigido criterio di massimizzazione del valore per gli azionisti e di operare bilanciamenti, più o meno discrezionali, tra gli interessi degli azionisti e quelli degli *stakeholder*, è ovvio che il loro potere ne risulterà accresciuto e le possibilità di sindacarne l'uso, già limitate dalla c.d. *business judgment rule*, si restringeranno ulteriormente. Il rischio perciò è che nel complesso l'unica posizione destinata ad uscire rafforzata da una virata in senso *stakeholderista* possa essere quella di amministratori e *manager*. Soci e *stakeholder* dovrebbero rassegnarsi a vedere i loro interessi occasionalmente protetti, o non protetti, secondo che l'una o l'altra soluzione di volta in volta si riveli coincidente, o antagonistica, con l'interesse di coloro che gestiscono la società.

Credo che questa critica debba essere condivisa, e che, dal punto di vista degli *stakeholder*, il passaggio da una situazione in cui la tutela dei loro interessi dipende essenzialmente dalla volontà dei soci, o della maggioranza di essi, ad una in cui dipende dall'arbitrio degli amministratori, non costituisca un apprezzabile miglioramento.

Mi sembra, anche, che accorgimenti istituzionali in grado di ovviare al problema non siano facili da immaginare e realizzare. Certamente è difficile pensare che i bilanciamenti effettuati dagli amministratori possano essere *a posteriori* sindacati, al di fuori di casi assolutamente clamorosi, dall'autorità giudiziaria e che i soggetti, compresi gli *stakeholder*, che si ritengono danneggiati dall'uno o dall'altro bilanciamento, possano agire in responsabilità nei confronti degli amministratori che li hanno decisi<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Vedile di recente molto ben riassunte e argomentate da M. GATTI, C. ONDERSMA, *Can a Broader Corporate Purpose Redress Inequality? The Stakeholder Approach Chimera*, in *J. Corp. L.*, 2020, 1. Degli stessi v. anche *Stakeholder Syndrome: Does Stakeholderism Derail Effective Protections for Weaker Constituencies?*, disponibile a SSRN 3793732, 2021.

<sup>30</sup> Una delle proposte avanzate nel documento dell'Unione Europea intitolato *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance Final Report*, luglio 2020, ipotizza l'attribuzione agli *stakeholder* della legittimazione ad agire contro gli amministratori. Non è però chiaro se l'azione degli *stakeholder*

Quella appena esposta credo sia la critica principale che può essere mossa all'idea di affidare agli amministratori il compito di curare (al di là di quanto imposto da singole precise norme di legge) anche gli interessi degli *stakeholder*. Molte delle altre critiche sono in un certo senso derivate da questa e perderebbero tutta, o quasi, la loro efficacia, se la protezione degli interessi degli *stakeholder* da parte degli amministratori potesse essere assoggettata al controllo di meccanismi in grado di garantirne una effettiva e ragionevole attuazione.

Così è, ad es., per l'obiezione relativa alla possibilità che lo *stakeholderism* sia in realtà utilizzato come strumento per rafforzare la legittimazione dei *manager* e per allontanare l'attenzione del legislatore dagli interventi di tipo imperativo che una parte rilevante dell'opinione pubblica sollecita di fronte agli enormi problemi (cambiamenti climatici, protezione dei dati, remunerazione degli esecutivi, diritti dei soci e dei consumatori, ecc.) che le grandi imprese non sembrano in grado di risolvere.

Così è anche per l'obiezione relativa alla "inautenticità" della vocazione "stakeholderista" recentemente manifestata dai *manager*. È ovvio che entrambe queste obiezioni perderebbero forza di fronte ad uno *stakeholderism* la cui attuazione potesse essere concretamente verificata e, se del caso, legalmente imposta.

Esiste infine una obiezione più radicale che investe qualsiasi forma di *stakeholderism* e più in generale qualsiasi ipotesi di radicale modifica dei meccanismi di *corporate governance*. Questa obiezione si fonda sull'idea che non esista in realtà alcuna rilevante connessione causale tra gli assetti di *corporate governance* e la diffusione dei mali che si vorrebbero curare attraverso modifiche di questi assetti<sup>31</sup>.

La tesi, nella parte in cui ricorda le diverse altre cause dei problemi che abbiamo di fronte, è ovviamente condivisibile. L'assetto della *corporate governance* non è sicuramente l'unico fattore che incide sugli orientamenti e sulle scelte delle imprese.

Non credo sia fondata, invece, l'idea che i meccanismi di governo delle imprese siano del tutto indifferenti dal punto di vista del raggiungimento di obiettivi di maggiore protezione degli *stakeholder*. Si può forse dissentire sulla possibile misura della concreta effettività, ma non credo si possa dubitare del fatto che molte cose cambierebbero nel caso in cui gli amministratori delle grandi società fossero effettivamente, e in maniera verificabile e sanzionabile, obbligati a dare adeguato peso agli interessi di tutti gli *stakeholder*.

6. *Stakeholderism come comunicazione democratica*. – L' impostazione delineata e criticata al paragrafo precedente si pone, come ho già sottolineato, in una prospettiva che possiamo inquadrare come istituzionalista o sistemica, nel senso che il suo obiettivo immediato è quello di valorizzare la funzione gerarchica degli amministratori, spinta sino a trasformarla in un meccanismo in grado di ottenere un migliore coordinamento delle varie parti del sistema (o, se si vuole, delle varie componenti dell'istituzione – organismo che gestisce le grandi imprese)<sup>32</sup>.

---

dovrebbe avere il solo scopo di assicurare un più sicuro adempimento degli obblighi che gli amministratori verrebbero ad avere (dopo la ridefinizione dello scopo sociale) nei confronti della società, o se potrebbe diventare anche uno strumento attraverso cui si possano ottenere risarcimenti diretti dei danni subiti dai portatori di interessi indebitamente sacrificati dagli amministratori.

<sup>31</sup> V. i lavori citati alla n. 28.

<sup>32</sup> F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità*, n. 25.



A questa impostazione istituzionalista può essere contrapposta una diversa impostazione nella quale la protezione degli interessi degli *stakeholder* non sia affidata ad un criterio di tipo sistemico (loro compatibilità con gli interessi dell'organizzazione), filtrato dall'interpretazione dei dirigenti dell'organizzazione stessa, ma sia affidato ad un meccanismo sociale di comunicazione democratica.

In questa visione la protezione degli interessi degli *stakeholder* va concepita come un fine in sé, e non come un accorgimento strumentale ad una migliore complessiva gestione dell'organizzazione e dei rapporti in cui essa è inserita. Si tratta cioè di riconoscere il ruolo degli *stakeholder* nella loro qualità di partecipanti alla comunità politica generale (cittadini) e non in quella di fornitori di risorse materiali o immateriali alle singole imprese interessate.

Una delle più immediate implicazioni di questa differente visione è rappresentata da una ulteriore linea di contrapposizione tra i due concetti di *stakeholderism*. Quella tra uno *stakeholderism* che potremmo chiamare a vocazione aziendalistica, e uno *stakeholderism* a vocazione sociale.

Se il centro dell'attenzione viene focalizzato sulla funzione mediatrice degli amministratori della specifica istituzione (la specifica società per azioni, in questo caso), è realistico prevedere che tutto il sistema tenderà a ripiegarsi in una prospettiva aziendalistica.

Lo *stakeholderism* aziendalista punta a democratizzare la gestione delle singole imprese, ad allargare sostanzialmente i confini dell'impresa stessa (non solo coloro che hanno fornito il capitale, i *manager*, i lavoratori, ecc. ma tutte le entità che vengono considerate come componenti dell'*Unternehmen an sich*) e poi, in definitiva, ad importare nelle decisioni dell'impresa il punto di vista di tutti i soggetti che ne fanno parte. Punta, in sostanza, ad aumentare l'incidenza che gli *stakeholder* della singola impresa possono avere sulle decisioni che riguardano l'esercizio dell'impresa in questione, e, quindi, si preoccupa molto di dare loro poteri formali (in sostanza, diritti corporativi di tipo co-decisorio).

In questa prospettiva l'interesse della singola categoria di *stakeholder* sarà valutato in base al contributo positivo, o al potenziale di minaccia, che ciascuna è in grado di offrire, o di esercitare, nei confronti degli interessi degli altri *stakeholder* di quella specifica impresa (o, più realisticamente, dell'interesse che l'attuale gestore in quel momento considera come quello proprio dell'intera organizzazione)<sup>33</sup>.

Lo *stakeholderism* sociale punta a democratizzare l'intero sistema. Punta quindi ad importare nella gestione dell'impresa punti di vista quanto più possibile generali. La partecipazione dei soggetti portatori di interessi incisi dalle decisioni dell'impresa dovrebbe essere lo strumento per costringere l'impresa ad adottare una visione più ampia, in cui il riferimento non è la sopravvivenza dell'impresa stessa (le imprese si fanno e si disfano a seconda della convenienza) ma della società intera e delle generazioni future (perciò sostenibilità, lungo periodo, ecc.).

---

<sup>33</sup> È ovvio che nessuna realistica visione dei rapporti tra i vari *stakeholder* di un'impresa capitalistica può pensare di annullare l'incidenza che i reciproci rapporti di forza possono avere sugli orientamenti che saranno in definitiva assunti. Ciò non toglie che la definizione delle finalità, e delle caratteristiche, del contesto istituzionale in cui viene inquadrata la protezione degli interessi degli *stakeholder* è inevitabilmente destinata ad avere una incidenza anche sul peso che le differenze di potere (strutturali e occasionali) esistenti tra di loro potranno avere sui bilanciamenti tra i vari interessi che saranno alla fine realizzati.

Qui conta non solo e non tanto la possibilità di intervento a livello di singola impresa, quanto il collegamento e il coordinamento che possa essere stabilito tra gli interventi locali e gli analoghi interventi compiuti su altre imprese, in una prospettiva coerente rispetto a certi obiettivi e valori. Qui il tema è più quello della creazione di poteri reali (nella società, nella opinione pubblica, nell'interfaccia politico, ecc.) che non quello del conferimento di poteri formali di votare di qui o di là.

A me sembra che l'adozione dell'una o dell'altra prospettiva può avere implicazioni enormi anche su questioni più specifiche: in quale ordine prioritario è opportuno che gli stakeholder siano coinvolti; come scegliere le persone fisiche che devono non tanto *rappresentare* (come alla fine è inevitabile nel modello aziendalistico) quanto *presentare* gli interessi rilevanti; quali strutture istituzionali è necessario costruire e quali poteri formali è opportuno attribuire (ad es., mentre nella prospettiva aziendalistica l'ingresso nel *board* diventa immediatamente l'obiettivo primario, o comunque il primo punto di riferimento, nella prospettiva democratica generale l'ingresso nel *board* può apparire addirittura come una possibile forma di ingabbiamento degli stessi *stakeholder* all'interno di logiche inevitabilmente aziendalistiche).

La mia opinione è che dai documenti dell'Unione<sup>34</sup> traspare una logica che parte da obiettivi (la lotta allo *short – termism*, la conservazione della società e dell'ambiente, la sostenibilità, ecc.) il cui coerente perseguimento dovrebbe puntare più nella direzione della democratizzazione generale, che non in quella della democratizzazione aziendalistica.

Il mutamento di prospettiva è ovviamente impegnativo e qualche tentativo di giustificarlo sarà compiuto nel prossimo e ultimo paragrafo.

Quanto alle modalità con cui una simile prospettiva potrebbe essere concretizzata, mi limiterò qui a qualche molto generale indicazione.

L'obiettivo centrale di uno *stakeholderism* concepito come forma di comunicazione democratica dovrebbe essere quello di creare strutture istituzionali che consentano un sistematico dialogo tra i gestori delle imprese e tutti gli *stakeholder* i cui interessi possono essere incisi dalle vicende delle imprese in questione.

L'obiettivo è formulato in termini volutamente generici, che lasciano spazio a forme istituzionali che ben possono oscillare tra un polo di interventi più impegnativi, come la partecipazione di rappresentanti degli *stakeholder* nei consigli di amministrazione, ed un polo di interventi decisamente blandi, come il semplice obbligo di istituire strumenti di dialogo sistematico (singoli amministratori investiti del compito di consultare specifici *stakeholder*, comitati all'interno del consiglio con analoghi compiti, comitati, esterni al consiglio, a composizione mista *stakeholder* e amministratori, ecc.)<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Alludo soprattutto al già ricordato documento pubblicato il 29 luglio 2020 con il titolo *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance Final Report*, nonché al documento della Commissione europea, pubblicato sempre nel luglio 2020, e denominato *Inception Impact Assessment sulla Sustainable Corporate Governance*, nonché alla Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese (2020/2129 INL) Sull'evoluzione delle posizioni dell'Unione al riguardo v. F. DENOZZA, *La Direttiva Shareholders' Rights II e il ruolo degli investitori istituzionali*, (relazione presentata al convegno *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità, e nuova governance*, Courmayeur, 9 aprile 2021, atti pubblicati a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 97 ss.) destinato agli Studi in onore di Angelo Dolmetta.

<sup>35</sup> Indicazioni pratiche potenzialmente rilevanti potranno essere probabilmente fornite dallo studio delle esperienze che andranno progressivamente a maturare in materia di *governance* delle imprese sociali nei cui regolamenti aziendali o negli statuti "... devono essere previste adeguate forme di coinvolgimento dei lavo-

La naturale prospettiva dovrebbe essere quella di puntare all'attribuzione agli *stakeholder* di adeguati poteri giuridicamente riconosciuti<sup>36</sup> (ad es., in casi estremi, anche di veto). Non credo però sia necessario puntare subito e direttamente verso le soluzioni più impegnative (quali potrebbero essere ad es., quelle che implichino radicali modifiche della composizione del consiglio di amministrazione).

Soluzioni di questo tipo, oltre ad essere destinate ad incontrare resistenze ovviamente molto più ostinate, presentano gravi difficoltà costruttive, soprattutto con riferimento alla scelta degli *stakeholder* rilevanti, al modo in cui organizzare una forma di rappresentanza democratica degli stessi, e a quella dei poteri e responsabilità da attribuire ai membri del consiglio eletti in rappresentanza dei vari *stakeholder*.

Da quest'ultimo punto di vista, occorre considerare, da una parte, le resistenze che potrebbero sorgere sia nei confronti della creazione all'interno dei consigli di potenziali conflitti tra poteri eterogenei non vincolati a precisi scopi comuni ed esposti alle relative responsabilità, sia nei confronti della creazione di posizioni differenziate, con assegnazione ai diversi consiglieri di differenti poteri, vincoli, competenze, ecc. Dall'altra parte, occorre anche considerare il rischio che l'immissione nel consiglio divenga un fattore di "ingabbiamento" dei rappresentanti degli *stakeholder* in una logica ancora una volta aziendalistica, e magari anche un ostacolo a quella compresenza di momenti di dialogo e momenti di protesta che caratterizza i processi di comunicazione realmente democratica<sup>37</sup>.

In definitiva non credo sia necessario pensare da subito a soluzioni che possano rovesciare gli attuali rapporti di potere sottraendo ai soci (e ai loro agenti) il potere di assumere, in caso di irrimediabili disaccordi, la decisione finale, e neppure a soluzioni che rallentino oltremisura, o addirittura ostacolino, il processo decisionale dell'impresa<sup>38</sup>.

Penso che possa già essere un non irrilevante progresso quello di avere decisioni assunte in piena e pubblica consapevolezza di quali sono le contrapposte esigenze, quali le alternative a disposizione e quali i punti di non superabile disaccordo. L'idea di fondo è che il processo di dialogo democratico non serve, e non deve essere costruito sull'obiettivo di portare a sintesi un insieme di preferenze date, sino ad ottenere un'opinione condivisa, o almeno chiaramente maggioritaria, ma deve servire a far sì che nel dialogo le preferenze si modifichino nella direzione suggerita da una maggiore comprensione delle ragioni di chi manifesta preferenze differenti<sup>39</sup>.

---

ratori e degli utenti e di altri soggetti direttamente interessati alle loro attività" (art. 11, 1, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, Revisione della disciplina in materia di impresa sociale, su cui v. M. ARRIGONI, *La riforma del terzo settore e la nuova disciplina dell'impresa sociale. Alcune implicazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2019, 79, 89 s. ed ivi altre citt.). Non è questo il luogo per approfondire il tema delle eventuali differenze tra il ruolo che gli *stakeholder* possono svolgere nelle imprese sociali rispetto a quello che possono svolgere nelle imprese lucrative. Mi sembra comunque che una estensione a tutte la società, anche lucrative, dell'obbligo di dialogo con gli *stakeholder*, avrebbe di per sé l'implicazione di spostare, come ho già chiarito nel testo, la prospettiva da obiettivi comunque legati al miglior funzionamento della singola impresa, ad obiettivi di dialogo democratico in ordine agli orientamenti dell'intero sistema economico.

<sup>36</sup> Qualche spunto in questo senso in L. SACCONI, F. DENOZZA, A. STABILINI, *Democratizzare l'economia, promuovere l'autonomia dei lavoratori e l'uguale cittadinanza nel governo dell'impresa: una proposta*, in *Studi Organizzativi*, 2019, 149.

<sup>37</sup> Vedi i lavori di I. YOUNG citati a n. 9.

<sup>38</sup> V. comunque per un tentativo di elaborazione di una proposta più radicale, il lavoro citato alla n. 33.

<sup>39</sup> Questa idea caratterizza, ad es., l'atteggiamento "repubblicano" nei confronti del processo politico deliberativo. "The republican position is ... that existing desires should be revisable in light of collective

Quanto alla modifica della definizione dello scopo della società, essa potrebbe non essere in questa prospettiva indispensabile, ma potrebbe anche essere opportuna di fronte al pericolo che gli amministratori neutralizzino gli effetti dell'obbligo di dialogare riproponendo anche all'interno del dialogo con gli *stakeholder* una qualche riduttiva versione delle finalità della società e dei loro vincoli fiduciari.

Nel complesso credo che l'attuazione di un programma ispirato ai criteri indicati, dovrebbe in prospettiva comportare una ulteriore evoluzione della funzione del consiglio di amministrazione delle società per azioni<sup>40</sup>. Non più organo esecutivo (cosa che di fatto nelle grandi società ha cessato di essere da tempo) e neppure, più, organo prevalentemente di controllo, ma luogo in cui si valutano tutte le implicazioni dell'attività svolta dall'impresa, si raccolgono, soprattutto attraverso il confronto diretto con gli *stakeholder*, le informazioni necessarie, e si elaborano piani in grado di coordinare al meglio i vari aspetti dell'attività e di conciliare, nella sintesi migliore possibile, i diversi interessi coinvolti.

Ciò premesso, a me sembra che la prospettiva qui delineata sfugga sicuramente a quella che come si è visto è la principale critica che può essere mossa allo *stakeholderism* istituzionalista, e cioè che esso si riveli in sostanza una copertura per una maggiore discrezionalità degli amministratori nel decidere di volta in volta quali interessi privilegiare e quali bilanciamenti realizzare. È possibile che anche nell'impostazione qui suggerita possa darsi il caso che gli amministratori si trovino a potere legittimamente prendere una decisione che nel sistema attuale potrebbe creare una loro responsabilità nei confronti dei soci. Non credo però che ciò potrebbe avvenire a discrezione degli amministratori e, quindi, senza che la decisione in questione abbia ricevuto congruo ed argomentato supporto da parte degli *stakeholder* interessati. Mi sembra difficile ipotizzare che l'amministratore possa sfuggire a responsabilità nel caso abbia assunto una decisione dannosa per i soci, e priva di adeguato sostegno da parte degli *stakeholder*.

Complessivamente credo che il meccanismo ipotizzato dovrebbe porsi come un fattore non di ampliamento, ma di limitazione (sicuramente sul piano procedurale e, in prospettiva, anche su quello sostanziale) del potere degli amministratori. Ciò fa giustizia, a seguire, anche di molte delle altre obiezioni avanzate contro lo *stakeholderism* sistemico che, come abbiamo già notato, sono in fondo semplici sviluppi dell'obiezione principale, relativa all'aumento della discrezionalità degli amministratori.

Venendo invece ai pregi che sul piano della *governance* potrebbe avere l'instaurazione di un ufficiale canale di comunicazione democratica con gli *stakeholder*, a me sembra (oltre a quanto già osservato in via generale sul tema delle preferenze e del loro cambiamento) che possa essere di per sé importante l'adozione di un metodo di confronto che inevitabilmente costringe ad ipotizzare una distribuzione di vantaggi e svantaggi proiettata nel tempo. Mentre il riferimento alla massimizzazione dello *shareholder value* magari non impone, ma sicuramente neppure scoraggia, un atteggiamento che, senza elaborazione di alcun piano complessivo, si limita ad approfittare al massimo di ciascuna delle occasioni che possono presentarsi, la necessità se non di acconten-

---

discussion and debate, bringing to bear alternative perspectives and additional information.” così C. SUNSTEIN, *Beyond the republican revival*, in *Yale L. J.*, 1987, 1539.

<sup>40</sup> Sulla evoluzione delle funzioni dell'organo amministrativo, M. EISENBERG, *The board of directors and internal control*, in *Cardozo L. Rev.*, 1997, 237.

tare, almeno di non scontentare troppo, tutti, o la maggioranza, degli *stakeholder* credo imponga di per sé un atteggiamento attento a rilevare tutti i vantaggiosi equilibri possibili, e quindi a valutare tutte le possibilità di ampliare il novero dei compromessi possibili proiettando anche nel futuro le reciproche assicurazioni ed impegni<sup>41</sup>.

Dal punto di vista del funzionamento del mercato, un obbligo generalizzato di considerazione degli interessi presentati da tutti gli *stakeholder* di volta in volta rilevanti per ciascuna impresa, potrebbe a mio avviso spingere verso un livellamento, come si usa dire, del campo da gioco, evitando il rischio dei problemi concorrenziali che potrebbero essere creati da un meccanismo che si limitasse ad affidare la protezione degli *stakeholder* alla diversa sensibilità dei soci, o degli amministratori, delle singole società, finendo così per creare differenziazioni di cui potrebbe essere difficile, per gli investitori, valutare l'esatta portata e gli effetti.

Nel complesso, un simile progetto può invocare a suo favore anche la probabilità che il coinvolgimento degli *stakeholder* possa contribuire a diminuire l'incertezza che attualmente domina i mercati finanziari.

L'incertezza, e il suo ruolo decisivo nel condizionare il funzionamento del mercato, sono caratteristiche sicuramente ineliminabili di tutti i mercati, e dei mercati finanziari in particolare. Ciò non toglie che possano darsi gradazioni diverse e che il diverso operare dei fattori che determinano l'incertezza possa incidere nel determinare differenti livelli di incertezza complessiva. Da questo punto di vista, il fatto che le grandi imprese procedano con gli *stakeholders* interessati a sistematici confronti i cui esiti alla fine non possono che diventare largamente pubblici, ben potrebbe contribuire a rendere il futuro meno incerto<sup>42</sup>.

7. *Lo stakeholderism democratico: problemi di legittimazione e praticabilità.* – Vorrei porre, per finire, alcune questioni più generali che necessiteranno in futuro di ulteriori approfondimenti.

La prima riguarda l'identificazione dei valori che possono legittimare una scelta in favore dello *stakeholderism* e in particolare alla forma di *stakeholderism* democratico che ho cercato qui di illustrare e di sostenere<sup>43</sup>.

Ovviamente una proposta di intervento politico in senso "*stakeholderista*", non ha sicuramente necessità di giustificazione in misura maggiore di quanta ne abbia la proposta in favore della promozione dello *shareholder value*. La scelta di orientare la di-

---

<sup>41</sup> V. anche F. DENOZZA, A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1079.

<sup>42</sup> *Ibidem*, 1103.

<sup>43</sup> Non si può ignorare che dal punto di vista della possibile legittimazione complessiva, un progetto di *stakeholderism* istituzionalista può invocare a suo immediato sostegno il contributo che si propone, e pretende, di dare al funzionamento delle singole imprese (in una direzione sostanzialmente analoga a quella rivendicata dal vecchio istituzionalismo). Un sostegno che lo *stakeholderism* democratico non può invocare con altrettanta forza, posto che nell'immediato non ha la pretesa di migliorare il funzionamento delle singole imprese, e comunque non è quello il suo scopo principale (se pur non è certo azzardato pensare che anche molte singole imprese potranno migliorare la loro gestione grazie alla collaborazione con gli *stakeholder*) e l'obiettivo verso cui muove ha piuttosto di mira un miglioramento del bilancio generale dei costi e benefici che l'insieme delle imprese produce a livello di società intera.

sciplina delle società nel senso della promozione dello *shareholder value* è ovviamente una scelta altrettanto politica di quella che qui si propone.

Il punto non avrebbe neppure bisogno di essere chiarito, se non fosse che esiste chi ritiene che solo ai soci possa spettare la legittimazione a decidere se e in che misura orientare la loro impresa in un senso parzialmente diverso dalla massimizzazione del profitto. Così è stato recentemente scritto, in continuità con la tradizione che trovò in Milton Friedman il suo più famoso divulgatore, che “Any deviation from profit maximization is borne by the shareholders, who are the residual claimants. Thus, deviating from profit maximization is a form of taxation, which only the shareholders can impose on themselves. Otherwise, it is expropriation”<sup>44</sup>.

A parte i forti dubbi che si possono nutrire sul significato, e l’effettiva rilevanza, della qualificazione di *residual claimant*, e sulla sua attribuzione in esclusiva ai soci<sup>45</sup>, l’affermazione che precede appare tanto perentoria quanto destituita di ogni fondamento. Essa suppone che i soci abbiano una sorta di diritto naturale, alienabile solo con il loro consenso, a che le società in cui investono perseguano la massimizzazione del profitto ad ogni costo, e ad intascare tutti i proventi che possono derivare da questa attività.

Che le cose non stiano così, e cioè che questo diritto naturale non esista, è evidente a chiunque, solo che si pensi al fatto che infinite limitazioni circondano l’esercizio, da parte di qualsiasi soggetto, anche dei diritti più fondamentali, persino quello di diritti in un certo senso ben più “naturali” di quelli connessi all’investimento in una *corporation* (come la libertà e la proprietà). Nessuno pensa che tutte queste limitazioni equivalgano ad altrettante tassazioni o espropriazioni illegittime<sup>46</sup>.

Il punto che qui più ci interessa è però un altro, ed è che una simile tesi (ogni limitazione dei diritti ha la stessa natura di una tassazione ingiustificata) è, nel caso dei soci di società per azioni, particolarmente inconsistente. Va considerato infatti che, come parte della dottrina non ha mai smesso di ricordare, la posizione giuridica dei soci e della *corporation* non solo non ha nulla di naturale, ma si configura addirittura come una (privilegiata) eccezione alle regole del diritto comune. La limitazione della responsabilità per i soci, e la possibilità per la *corporation* di agire come se fosse un essere umano (cosa che naturalmente non è), insieme a quella di poter mobilitare, e mettere in circolazione con il ricorso al meccanismo azionario, tutto il valore prodotto all’interno dell’impresa senza dovere smobilizzare alcuna fisica risorsa, rappresentano altrettanti privilegi che

<sup>44</sup> L. ZINGALES, *Friedman’s Principle, 50 Years Later*, in ZINGALES, KASPERKEVIC, SCHECHTER, n. 5.

<sup>45</sup> Per una critica della tesi in questione v. M. BLAIR, L. STOUT, *Specific investment and corporate law*, in *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 2006, 473; M. BLAIR, *Corporations Are Governance Mechanisms, Not Shareholder Toys*, 40, in ZINGALES, KASPERKEVIC, SCHECHTER, n. 5. Tanto per fare un esempio drammatico, quando una impresa licenzia dipendenti che perdono così tutti gli investimenti specifici fatti nell’impresa stessa e vanno incontro a difficoltà economiche di entità variabile in base alle condizioni del mercato del lavoro, mentre gli azionisti conservano in tutto o in parte il valore dei loro investimenti, cosa autorizza a chiamare i secondi *residual claimant* e soprattutto a pensare che nella gestione della società i loro interessi devono essere tenuti in considerazione maggiore di quella cui sono tenuti gli interessi dei primi?

<sup>46</sup> Una critica radicale e devastante delle tesi che qualificano la tassazione come una forma di esproprio, v. L. MURPHY, T. NAGEL, *The myth of ownership: Taxes and justice*, Oxford University Press, 2002. “The distribution of pretax income has no moral significance ...” così, con sintetica chiarezza, L. MURPHY, *Taxes, property, justice*, in *NYUJL & Liberty*, 2005, 983.

l'ordinamento concede, introducendo regole che sono in varia misura eccezionali rispetto a quelle che sarebbero applicabili in base al diritto comune<sup>47</sup>.

Ciò implica che, trattandosi di una disciplina eccezionale volta ad assicurare, come si è detto, un trattamento di favore a coloro che decidono di ricorrervi, non c'è nulla in via di principio di criticabile, o incoerente, nel fatto che l'ordinamento abbia a regolare come ritiene più opportuno le modalità con cui, e i limiti in cui, i privati possono godere del privilegio in questione.

Non si tratta ovviamente del problema, puramente giuridico, del rapporto tra regola ed eccezione e tra normalità e privilegio. Non sono in grado di approfondire qui l'argomento, ma credo che il vero tema non sia il rapporto tra diritto della società per azioni e diritto comune in sé considerato<sup>48</sup>. Il tema credo sia piuttosto quello della coerenza della disciplina della società per azioni, con i principi ideali di funzionamento del mercato<sup>49</sup>.

Del resto una delle caratteristiche principali da sempre riconosciuta come propria della società per azioni, è quella di creare un ordinamento che governerà il comportamento di una entità destinata ad entrare in intensi rapporti con i terzi<sup>50</sup>. Si tratta perciò di contratti (quelli costitutivi della società per azioni) destinati ad avere enormi effetti sui terzi che entreranno in rapporto con la società e, quando quest'ultima raggiunge certe dimensioni, anche su coloro che non avranno diretti rapporti con essa. Si pensi alla differenza tra il vivere in un mondo in cui il contratto tra soci e *manager* vincola questi ultimi ad approfittare di ogni minima occasione di profitto, anche a costo di correre il rischio di violare la legge, o, invece, in un mondo in cui il medesimo contratto

---

<sup>47</sup> Questo è un argomento tradizionale, periodicamente riproposto. Recentemente l'argomento è ripreso e sviluppato con convincenti notazioni, anche storiche, da D. CIEPLEY, *Can corporations be held to the public interest, or even to the law?*, in *Journal of business ethics*, 2019, 1003. Sull'impossibilità di usare il sistema contrattuale per generare privilegi assimilabili a quelli di cui gode la società per azioni v. anche H. KRAAKMAN, R. SQUIRE, *Law and the rise of the firm*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1333. La tesi è comunque, come ho detto, risalente.

<sup>48</sup> Il diritto comune può tra l'altro cambiare, come in effetti è profondamente cambiato con riguardo, per esempio, alla responsabilità patrimoniale e in particolare con riguardo ad es. alla c.d. impresa individuale a responsabilità limitata, considerata un tempo inammissibile malanno, ed attualmente quasi incoraggiata, senza che ciò modifichi quanto abbiamo osservato in ordine alla legittima discrezionalità che in via di principio spetta al legislatore in ordine alla definizione delle condizioni e dei limiti da porre alla possibilità per i privati di godere della responsabilità limitata, e delle altre caratteristiche della società per azioni.

<sup>49</sup> Problema già ampiamente rilevato da Berle e Means, n. 26, v. specialmente il cap. III del libro IV.

<sup>50</sup> La visione oggi dominante che fa riferimento al c.d. *nexus of contracts*, può anche spiegare tanti aspetti della disciplina, ma non può giungere a cancellare il fatto che la disciplina della società per azioni non è il frutto di una pedissequa applicazione ad una collettività di persone dei principi in base ai quali si vuole che debba essere costruita la disciplina di un mercato ideale. La disciplina della società per azioni nel momento in cui instaura un ordinamento che fissa diritti ed obblighi in coerenza con le esigenze di funzionamento della relativa organizzazione, e cristallizza posizioni parzialmente sottratte all'incidenza degli andamenti complessivi del mercato, introduce in quest'ultimo un elemento di rigidità che non è proprio del mercato idealmente concepito. Il fatto che questo irrigidimento abbia origine contrattuale, e che la società per azioni sia concepita (per usare la nota contrapposizione di F. TÖNNIES, *Gemeinschaft und Gesellschaft, Studien zu Gemeinschaft und Gesellschaft*, in *VS Verlag für Sozialwissenschaften*, 2012, 27) non come una istituzione (nel senso di una *Gemeinschaft*), ma come una rete di contratti (una *Gesellschaft*, appunto), non può cancellare il fatto che questa logica, pur contrattualista, approda però a risultati che si discostano notevolmente da quelli che si avrebbero se il mercato funzionasse senza la presenza di società per azioni. Questo esito non è certamente sorprendente visto che non tutto ciò che è contrattuale è anche mercantile, nel senso di conforme alla logica del mercato, come insegna l'esistenza di ben riconosciuti contratti distruttori del mercato, a cominciare dalle intese anticoncorrenziali.

vincola i *manager* ad incanalare lo scopo di profitto all'interno di una visione che dà priorità al rispetto della legge e/o di certi fondamentali valori o interessi<sup>51</sup>.

Il che ci conduce ad un secondo punto che vorrei sottolineare, ed è che la disciplina della società per azioni ha caratteristiche tali per cui i criteri in base ai quali deve essere valutata non sono gli stessi di quelli che possono essere impiegati nella valutazione delle interazioni che esauriscono i loro effetti esclusivamente o prevalentemente nelle sfere dei privati che vi partecipano. Riprendendo (come semplice referente del discorso, e senza la pretesa di entrare nel merito dell'ampio dibattito) la famosa distinzione, esaltata dalla elaborazione *rawlsiana*, tra regole che attengono al funzionamento della struttura basilare della società e regole che riguardano la volontaria interazione (e, nel caso, la volontaria associazione) tra i membri della società stessa, direi che le regole che compongono la disciplina della società per azioni dovrebbero essere tendenzialmente collocate più nella prima, che nella seconda delle due categorie<sup>52</sup>.

Come ho già detto, non intendo entrare qui in un dibattito molto complesso e non pretendo assolutamente che le considerazioni che seguono possano avere rilevanza ai fini della soluzione delle questioni intorno a cui il detto dibattito ruota. Mi limito a notare che in una contrapposizione che evochi da una parte le regole volte a favorire le naturali interazioni mercantili tra i diversi soggetti presenti sul mercato e dall'altra le regole che definiscono il contesto in cui tali relazioni sono destinate ad essere plasmate e concretizzate, la disciplina della società per azioni ha buoni argomenti per pretendere di essere classificata tra le seconde, e non tra le prime.

Come ho già ricordato pocanzi, la tradizionale giustificazione della speciale natura della disciplina delle società per azioni (e, per quanto di ragione, anche di quella delle società di persone) è sempre stata identificata prima che in ragionamenti filosoficamente impegnativi, nella evidente, ma non perciò meno importante, considerazione che le società sono destinate ad operare con i terzi, e che il modo in cui sono regolate non è perciò un affare privato dei soci.

Non si tratta quindi di sottoporre a rigidi criteri di giustizia le interazioni tra privati che decidono di associarsi, entrando come prepotenti censori in quella che Rawls

---

<sup>51</sup> Come è stato giustamente rilevato, con certi sistemi di governance "... even business leaders who don't want to do something harmful and unjust will have strong incentives to do those things anyway". Così W. NORMAN, *Rawls on markets and corporate governance*, in *Business Ethics Quarterly*, 2015, 29.

L'importanza di questa considerazione non può essere sminuita osservando che anche un'impresa non costituita in forma di società per azioni può ovviamente decidere di adottare il primo dei due atteggiamenti descritti nel testo, e quindi assumere a suo assorbente obiettivo la ricerca del guadagno ad ogni costo. Questa possibilità non cancella infatti la differenza che deriva dal fatto che quello che altrove può essere frutto di un comportamento volontario, suscettibile di variare, in consistenza ed intensità, da un imprenditore all'altro, e da una situazione di mercato all'altra, diventa, in una società per azioni governata dal principio della massimizzazione dello *shareholder value*, il frutto di un vincolo generalizzato ed inflessibile. In un certo senso, proseguendo nel paragone con le intese anticoncorrenziali, si potrebbe dire che esiste qui la stessa differenza che esiste tra il comportamento con cui un certo prezzo viene scelto volontariamente, e quello con cui lo stesso identico prezzo viene scelto in forza del vincolo assunto con un concorrente. Come è a tutti ben noto, lo stesso comportamento (la scelta del dato prezzo) è nel primo caso tendenzialmente lecito, mentre è generalmente illecito nel secondo.

<sup>52</sup> Per un recente riassunto del dibattito in argomento v. A. SINGER, *There is no Rawlsian theory of corporate governance*, in *Business Ethics Quarterly*, 2015, 65, il quale peraltro conclude nel senso che "the corporation cannot be understood as part of this basic structure and is not, therefore, a subject of justice for Rawls or his interpreters". Opposta l'opinione di T. WELCH, L. MINH, *Rawls on the justice of corporate governance*, in *Business Ethics Journal Review*, 2017, 7.



chiama la “internal life”<sup>53</sup> delle associazioni private, ma di prendere invece atto che nella disciplina della società per azioni gli aspetti relativi alla vita interna si intrecciano con quelli relativi al modo con cui la società si rapporterà al mercato, e a come interagirà con i terzi in relazioni che, date le dimensioni delle società per azioni stesse, le caratteristiche del mercato e le numerose occasioni di suo fallimento, non possono essere tutte presunte come pienamente volontarie. Se la volontarietà della relazione, e in particolare la possibilità di uscirne, gioca un ruolo nel determinarne l'appartenenza o la non appartenenza alla struttura di base, credo che una valutazione sostanziale, e non formalistica, della volontarietà, non deponga a favore di una considerazione delle società per azioni contemporanee come organizzazioni con le quali si può liberamente scegliere se avere o non avere rapporti.

L'ultima questione cui vorrei brevemente accennare è di carattere pratico. Ho sostenuto sinora che in linea di principio il legislatore non solo non è tenuto a rispettare l'eventuale volontà dei soci di assegnare alla società per azioni lo scopo di perseguire il massimo profitto ad ogni costo e con qualsiasi sacrificio, ma è anzi ampiamente libero di fissare limiti e condizioni per l'applicazione della disciplina speciale e privilegiata istituita dalle regole sul funzionamento della società per azioni. Se i privati potenzialmente interessati pensano che il gioco non vale la candela, non costituiranno società per azioni, non usufruiranno del privilegio e continueranno ad operare sulla base del diritto comune.

Questa corretta considerazione ci informa però immediatamente del fatto che la partita tra il legislatore ed i soci si gioca, qui come altrove, non tanto sul piano della legittimità (dove, come si è appena detto, il legislatore non sembra vincolato da nessun principio, e meno che mai da quelli sulla legittimità della tassazione) ma piuttosto su quello della forza economica. Il legislatore di un sistema capitalistico in cui le imprese sono create fondamentalmente dai privati con scopi di profitto, non può farsi guidare esclusivamente da valutazioni in termini di principi e valori, ma deve considerare l'interesse pratico a che, da una parte, si creino imprese di successo e di dimensioni adeguate (il che impone che il privilegio non solo debba essere concesso, ma che debba anche essere sufficientemente attraente) e a che, dall'altra parte, si minimizzino i costi sociali che ne possono derivare.

Allora, il fatto che la società per azioni esista solo grazie ad un privilegio concesso dallo stato è importante sul piano dei principi, e dei vincoli che i principi possono porre alle modalità di regolazione della società per azioni, ma sembra diventare un dato quasi irrilevante quando si considerino le esigenze pratiche che la creazione di società per azioni è chiamata a soddisfare. Ciò che conta in questa prospettiva è piuttosto il calcolo di tutti i benefici e di tutti i costi sociali che le varie possibili configurazioni del privilegio sono in grado di produrre<sup>54</sup>.

Un intervento volto in sostanza a diminuire il potere dei soci e degli amministratori da loro nominati, e ad aumentare quello degli *stakeholder*, deve essere perciò giustificato non solo sul piano della legittimità, ma anche su quello della valutazione delle im-

---

<sup>53</sup> J. RAWLS, *Justice as fairness*, Harvard University Press, 2001, 164.

<sup>54</sup> Volendo continuare a muoverci in un alveo vagamente “*rawlsiano*” potremmo pensare che la disciplina delle società per azioni, pur sottoposta a criteri di giustizia, debba poi fare i conti con una sorta di principio del *maximin*, nel senso che deve fornire gli incentivi necessari a che si prendano iniziative che pur implicando disuguaglianze sono tuttavia in grado di migliorare la posizione dei meno fortunati.

plicazioni che un simile intervento potrebbe avere in termini di costi e benefici complessivi.

La questione relativa alla peculiarità della disciplina della società per azioni si ripresenta qui da un diverso punto di vista. Il fatto qui rilevante è che questa disciplina non solo si distacca dai principi che in generale governano la circolazione mercantile, ma rende possibile la creazione di imprese altrimenti impensabili, sia sotto il profilo delle dimensioni, sia sotto quello degli assetti organizzativi. Ciò ha vantaggi evidenti, ma anche enormi costi. In particolare, vorrei qui ricordare i costi che derivano dalle enormi esternalità che queste imprese sono in grado di produrre, e dalla grande difficoltà che la loro struttura organizzativa crea sul piano della deterrenza e, più in generale, su quello della effettività nell'applicazione delle regole<sup>55</sup>.

Non è questa la sede per approfondire temi così rilevanti. Basterà rilevare che la società per azioni pone difficili problemi di modulazione delle sanzioni con riguardo alla opportunità di orientare la punizione in capo all'ente in quanto tale, al gruppo di persone che lo compongono, ad alcune di queste persone, a coloro che hanno in concreto agito, ecc.<sup>56</sup>.

Questi problemi, che riguardano in varia misura tutte le organizzazioni, si presentano qui in maniera che può essere facilmente esasperata dalla definizione dello scopo che l'organizzazione intende perseguire, dalle esigenze di funzionamento di un'organizzazione che deve conservare la flessibilità necessaria a consentire il migliore esercizio dell'impresa e, infine, dalla variabilità dei membri. Quest'ultima caratteristica fa ad esempio sì che le sanzioni che colpiscono l'organizzazione in quanto tale siano spesso destinate a riverberare i loro effetti su soggetti diversi da quelli che componevano l'organizzazione al momento in cui l'illecito si è verificato, e che possono avere beneficiato del suo compimento, mentre le esigenze connesse all'esercizio dell'impresa costituiscono insuperabile ostacolo all'adozione di sistemi sanzionatori che finiscano per rendere indispensabile il ricorso a rigidi sistemi di "comando e controllo", o ad una responsabilità di tipo oggettivo a carico dei soggetti posti ai vertici dell'organizzazione.

Nel complesso la difficoltà di organizzare con riferimento alla società per azioni un sistema sanzionatorio in grado di operare adeguatamente sia sul piano preventivo che su quello retributivo è un problema riconosciuto e periodicamente affrontato dalla dottrina<sup>57</sup>, che non ha trovato sinora soluzioni completamente soddisfacenti.

Il potenziamento del ruolo degli *stakeholder* certamente non garantisce di per sé un ribaltamento della situazione. Va però ribadito che il coinvolgimento generalizzato di tutti gli *stakeholder* può essere in grado di favorire la continua considerazione di prospettive non focalizzate sulla specifica impresa, e sul suo successo, ma sui problemi

---

<sup>55</sup> A. JOHNSTON, L. TALBOT, *Why is modern capitalism irresponsible and what would make it more responsible? A company law perspective*, in *King's Law Journal*, 2018, 111.

<sup>56</sup> Per una complete rassegna di questi problemi, cfr., J.C. COFFEE JR., *Corporate crime and punishment: A non-chicago view of the economics of criminal sanctions*, in *American Criminal Law Review*, 1980, 419; ID., *'No soul to damn: No body to kick': An unscandalized inquiry into the problem of corporate punishment*, in *Michigan Law Review*, 1981, 386.

<sup>57</sup> D. CIEPLEY, n. 46; S. PICCIOTTO, *Regulation: Managing the antinomies of economic vice and virtue*, in *Social & Legal Studies*, 2017, 676; L. HAIL, A. TAHOUN, C. WANG, *Corporate scandals and regulation*, in *Journal of Accounting Research*, 2018, 617; L. TALBOT, *Trying to save the world with company law? Some problems*, in *Legal Studies*, 2016, 513.

generali degli effetti che l'attività dell'impresa ha sugli interessi di collettività terze più o meno ampie. Se il tema della utilità pratica del sistema delle società per azioni viene affrontato, come è ovviamente doveroso, dal punto di vista dei vantaggi e dei costi sociali complessivi, comprese tutte le esternalità cui si è accennato, la potenzialità del contributo positivo che potrebbe essere fornito da una svolta in direzione di quello che ho chiamato uno *stakeholderism* democratico, non sembra seriamente contestabile.

# LA SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE NELLE PROPOSTE DI RIFORMA DEL DIRITTO EUROPEO: A PROPOSITO DEI LIMITI STRUTTURALI DEL C.D. STAKEHOLDERISM

di Eugenio Barcellona

SOMMARIO: 1. Oggetto di studio e necessarie precisazioni tassonomiche in ordine alle molteplici accezioni di *stakeholderism*. – 2. Le recenti prospettive di riforma del diritto euro-unitario e la loro ispirazione *stakeholderist*: l’iniziativa lanciata dalla Commissione Europea in materia di “*sustainable corporate governance*”. – 3. Gli obblighi di *due diligence* sociale e ambientale e di adozione di una politica di sostenibilità: mera compliance *with laws* o *quid pluris*? – 4. A proposito dei (proposti) obblighi di *due diligence* sociale e ambientale e di adozione di politiche di sostenibilità: *stakeholderism* «forte» o *stakeholderism* solo apparente? – 5. A proposito dello (ipotizzato) nuovo regime di responsabilità degli amministratori: a) contraddittorietà di un regime di *stakeholderism* «forte» sotto il profilo della insuperabile indeterminazione del «bene comune» e della non-componibile conflittualità degli interessi dei diversi *stakeholders*... – 6. (Segue) ... b) incompatibilità di un regime di *stakeholderism* «forte» con i principi costituzionali europei e domestici e contraddittorietà della scelta di attribuire agli *stakeholders* un rimedio meramente “derivativo” ... – 7. (Segue) ... c) incompatibilità del regime di *stakeholderism* «forte» rispetto all’applicazione “razionale” della c.d. *business judgment rule*. – 8. A proposito dell’(ipotizzato) obbligo degli amministratori di identificazione e mitigazione dei rischi connessi alla “sostenibilità”. Conclusioni.

1.  *Oggetto di studio e necessarie precisazioni tassonomiche in ordine alle molteplici accezioni di stakeholderism*. – Oggetto di questo lavoro è la valutazione del «tipo» o del «grado» di *stakeholderism* incorporato in alcune recenti proposte di riforma di diritto euro-unitario concernenti la *governance* della società per azioni (o, più in generale, della «grande impresa» azionaria); *governance* che si vorrebbe ora orientare nella direzione, oggi molto *à la page*, della c.d. “*sustainability*” e cioè di una gestione che, in un modo o nell’altro, si faccia carico di conciliare l’attività capitalistica di impresa, da una parte, e la tutela della riproducibilità della vita umana nel pianeta, dall’altra parte.

Come Aristotele, rivolgendosi agli eleatici a proposito della assai più ardua questione dello «essere», diceva che di esso si poteva parlare *pollachōs* e cioè «in molti modi» (senso sottostante: in molti *equivoci* modi), altrettanto può dirsi dello *stakeholderism*. Anche in tal caso, invero, di *stakeholderism* si può parlare in molti (equivoci) modi<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La letteratura in materia di *shareholderism* e *stakeholderism* è sterminata. Per una prima ricognizione può rinviarsi a M.C. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *J. Of Applied Corp. Fin.*, 2001, 11 ss.; A.N. LICHT, *Stakeholder impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of the Corporation*, in *ECGI, Law Working Paper* n. 476/2019; A.N. LICHT-R. ADAMS, *Shareholders and Stakeholders around the World: The Role of Values, Culture and Law in Di-*

Prima, dunque, di esaminare le proposte di riforma di diritto euro-unitario cui qui ci si riferisce, appare doveroso chiarire meglio cosa si intenda per *stakeholderism* o per *stakeholderists*<sup>2</sup>.

Orbene, in prima battuta, *stakeholderism* e *stakeholderists* sono termini che evocano, rispettivamente, con riguardo al primo (*stakeholderism*), (i) l'idea secondo la quale «scopo» della società per azioni dovrebbe essere *non solo* quello di perseguire nel miglior modo possibile l'interesse preminente dei «proprietari» (*i.e.*, *shareholders*) – e, quindi, lo scopo della massimizzazione del «profitto» (*profit-maximization*) –, ma anche quello di realizzare un qualche bilanciamento fra questo (*i.e.*, «profitto») con quello del perseguimento dell'interesse extra-proprietario di quei soggetti che sono in qualche modo coinvolti dall'attività di impresa (appunto, i cc.dd. *stakeholders*) e cioè: creditori, clienti, fornitori, comunità locali, comunità globale e, infine, la Società nel suo insieme; e, con riguardo al secondo termine (*stakeholderists*), (ii) coloro che ritengono che questo orientamento sia quello già desumibile dal diritto vigente (in prospettiva *de iure condito*) ovvero comunque auspicabile in via di riforma dello *status quo* (in prospettiva *de iure condendo*).

Una prospettiva più adeguata – precisamente: più adeguata a chi scrive dallo specifico punto di vista del gius-positivista gius-commercialista – richiede maggiore preci-

---

*rectors' Decisions*, in ECGI, *Law Law Working Paper* n. 459/2019; V. HARPER HO, "Enlightened Shareholder Value": *Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, in *J. Corp. L.*, 2010, 77; L.E. STRINE JR, *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-term Growth and Encouraging Investments in America's Future*, in *Univ. of Penn. Inst. for Law & Econ Research Paper* n. 19-39, 2019, 8 ss.; O. HART-L. ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2017, 247 ss.; E. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: the Debate over Corporate Purpose*, in *N.Y.U. School of Law Working Paper* n. 20/2020 e in ECGI, *Law Working Paper* n. 515/2020; G. FERRARINI, *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*, in *EUSFiL Research Working Paper* n. 1/2020; H. LIANG-L. RENNEBOOG, *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*, in ECGI, *Working Paper Series in Finance* n. 701/2020, consultabile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3698631>; K. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. Soc.*, 2020, 921 ss.; J. FERSHÉE, *This, I Believe: A New Look at Corporate Purpose, Director Primacy and the Business Judgment Rule*, in *Tennessee J. Bus. Law*, 2020, 301; I.A. LEE, *The role of public interest in corporate law*, in C. HILL-B. McDONNELL (ed.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, 2012, 106, 114 ss.; P. WEITZEL-Z. J. ROGERS, *Broad Shareholder Value and the Inevitable Role of Conscience*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2015, 35; R. K. MITCHELL-B.R. AGLE-D.J. WOOD, *Verso una teoria dell'identificazione e della rilevanza degli stakeholders: definizione del principio di chi e cosa veramente conta*, in R.E. FREEMAN-G. RUSCONI-M. DORIGATTI (a cura di), *Teoria degli Stakeholder*, Giuffrè, Milano, 2007, 108 ss.; R. PHILLIPS, *La legittimità degli stakeholders*, *ivi*, 167 ss.; L. VILANOVA, *Neither Shareholder nor Stakeholder Management. What Happens When Firms are Run for the Short-term Salient Stakeholder*, in *European Management Journal*, 2007, 25, 2, 146 ss.; R.E. FREEMAN-S.R. VELAMURI-B. MORIARTY, *Company Stakeholder Responsibility: A New Approach to CSR*, Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, 2006, consultabile sul sito <http://www.corporate-ethics.org>; W. EVAN-R. FREEMAN, *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: a Kantian Analysis*, in T.L. BEAUCHAMP-N.E. BOWIE, *Ethical Theory and Business*, Englewood Cliffs (NJ), 1988; R. FREEMAN, *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, II ed., Cambridge University Press, Cambridge, 2010.

<sup>2</sup>Una specifica rassegna delle varie accezioni di *stakeholderism* si trova in S. MILES, *Stakeholder theory classification: A Theoretical and empirical evaluation of definitions*, in *Journal of Business Ethics*, 2017, 142, 437-459.

sione: come giustamente evocato tanto dalla più attenta dottrina anglosassone<sup>3</sup>, quanto dalla più attenta dottrina domestica<sup>4</sup>.

Sul primo fronte, è stata proposta la distinzione fra uno *stakeholderism* meramente «strumentale» e uno *stakeholderism* effettivamente «pluralistico». Meramente «strumentale» sarebbe quello *stakeholderism* che, pur sottolineando l'importanza che l'azione imprenditoriale della società per azioni tenga *doverosamente* conto anche degli interessi extra-proprietari dei cc.dd. *stakeholders*, tanto sostiene solo sul presupposto che tale considerazione (almeno in prospettiva *ex ante* e cioè nel momento in cui si adotta una certa politica imprenditoriale) risulti in ultima analisi *funzionale* (o, appunto, «strumentale») al conseguimento del massimo «profitto» (nell'orizzonte temporale rilevante). Se, ad esempio, (i) concedere ai dipendenti un trattamento di miglior favore rispetto a quello dovuto per legge e/o anche migliore a quello corrente sul mercato, (ii) tutelare e/o favorire l'occupazione di lavoro dipendente in misura superiore ai *benchmark* di mercato, (iii) rispettare l'ambiente in misura superiore a quella conseguente al rispetto delle norme vigenti, e così via, è scelta imprenditoriale che, nella prospettiva di chi la assume, è destinata a consegnare ai «proprietari» il miglior risultato *finale*, ebbene, è allora evidente che questo *stakeholderism* non è affatto incompatibile con quello scopo lucrativo che da sempre si è associato alla società per azioni. Questo *stakeholderism* di tipo «strumentale» – vien detto – non è altro che uno *shareholderism* mascherato (dove, ovviamente, per *shareholderism* si intende la tradizionale prospettiva secondo cui scopo della società azionaria è quello della *profit-maximization*). A questo *stakeholderism* «strumentale» (e, quindi, soltanto apparente) viene contrapposto un (ben diverso) *stakeholderism* effettivamente «pluralista». Tale è quello riconducibile alla prospettiva secondo cui la considerazione dei sopra indicati interessi extra-proprietari dovrebbe essere intesa *non già* come un «mezzo» (subordinato) al «fine» (sovraordinato), bensì come un vero e proprio «fine in sé»: la società per azioni, conseguentemente, non avrebbe più «uno» scopo unitario (=il profitto), bensì «più» scopi pari-ordinati (= profitto, nell'interesse dei «proprietari», ma anche «bene comune», nell'interesse non-proprietario dei cc.dd. *stakeholders*); e da qui la qualificazione «pluralista» di questo (ben diverso) *stakeholderism*.

Sul fronte della nostra dottrina, è stata invece proposta una categorizzazione parzialmente diversa che poggia sulla distinzione fra uno *stakeholderism* «sistemico» o «istituzionalista», da una parte, e uno *stakeholderism* «democratico», dall'altra parte. Precisamente: (i) il primo («istituzionalista») corrisponde sostanzialmente a quello che la dottrina statunitense appena sopra considerata denomina «pluralista»: lo *stakeholderism* di questo tipo, vien detto, è infatti quello di chi sostiene (*de iure condito* o *de iure*

<sup>3</sup> Ci si riferisce a L. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 106, 91-177. Si veda anche ID., *Will Corporations Deliver Value to All Shareholders*, in *ECGI, Law Working Paper* n. 645/2022. Per una diffusa analisi della posizione di questi autori, ci si permette di rinviare a E. BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism*, in *Quaderno di Giurisprudenza Commerciale* n. 447, Giuffrè, Milano, 2022, *passim*.

<sup>4</sup> F. DENOZZA, *Due concetti di "stakeholderism"*, letto in bozza per gentile concessione dell'Autore e in corso di pubblicazione in questi Studi in onore di Paolo Montalenti. Le stesse idee sono anche espresse in F. DENOZZA-A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, letto per gentile concessione degli Autori, e pubblicato in *ODC*, 2021, 3, 1079 ss.

*condendo*) che la considerazione degli interessi extra-proprietari degli *stakeholders* sia in qualche modo *doverosa* da parte di chi gestisce la società azionaria; (ii) il secondo («democratico») corrisponde invece a quello di chi sostiene che, ferma restando la libertà della società per azioni di adottare in ultima istanza le scelte gestorie ritenute più conformi ai propri interessi, sia comunque quanto meno auspicabile che agli *stakeholders* sia almeno consentito di “far valere le proprie ragioni” attraverso un canale “democratico” istituzionalizzato: vuoi, nell’accezione più forte, mediante (addirittura) una rappresentanza sia pure minoritaria nei consigli di amministrazione (sulla falsariga della *Mitbestimmung* di ispirazione tedesca)<sup>5</sup>, vuoi mediante l’imposizione (con *mandatory law*) di “tavole di concertazione” fra società azionarie e *stakeholders* che consentano a costoro di esercitare (con maggiori *chances* di successo) le proprie pressioni “democratiche” per indurre (a mo’ di *moral suasion* democraticamente orientata) l’impresa capitalistica ad una maggiore considerazione del «bene comune» (*i.e.*, tutela del Pianeta o dell’Ambiente, tutela della Società.).

La prospettiva gius-positivista e gius-commercialista cui ci si ritiene doverosamente vincolati esige una classificazione parzialmente diversa; e parzialmente diversa, tanto rispetto a quella proposta dalla sopra citata dottrina statunitense, quanto rispetto a quella domestica da ultimo rappresentata.

Una simile prospettiva esige, infatti, che la classificazione dello *stakeholderism* avvenga *esclusivamente* rispetto all’incidenza che l’adozione dell’una o dell’altra può avere rispetto allo *specifico problema* della perimetrazione dei canoni deontici dell’azione gestoria o, in termini più semplici, rispetto allo *specifico problema* della «responsabilità degli amministratori».

In questi termini:

a) è “tradizionalmente” *shareholderist* la posizione di coloro che ritengono illegittima (e, quindi, fonte di responsabilità risarcitoria *vis-à-vis* la società amministrata) quella scelta gestoria che (con prospettiva in buona fede ed *ex ante*) sacrifichi *scienter* una certa quantità di profitto “in termini netti” (e cioè nell’orizzonte temporale rilevante) per destinare tale quota di profitto “rinunciato” a beneficio di chicchessia: si tratti dei dipendenti, dei clienti, delle comunità locali o della comunità globale<sup>6</sup>: come è stato detto da Milton Friedman<sup>7</sup>, gli «amministratori» di società per azioni *non-possano* essere «buoni» con i soldi degli altri (*i.e.*, gli *shareholders*)<sup>8</sup>;

<sup>5</sup> Per questa tendenza, si veda già in tempi ormai quasi risalenti, M. EISENBERG, *The Board of Directors and Internal Controls*, in *Cardozo Law Review*, 1997, 19, 2, 237 ss.

<sup>6</sup> Una simile conclusione – all’evidenza – è condivisa anche dai sostenitori del c.d. *stakeholderism* di tipo meramente «strumentale»: sacrificare un *quantum* di profitto «oggi», in vista di un maggior profitto «domani» è, infatti, perfettamente compatibile con una politica gestoria puramente *profit-oriented*.

<sup>7</sup> Il riferimento è al celebre M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in *New York Times Magazine*, September 13, 1970. Sulla attualità della posizione di Friedman (che oggi si direbbe contro-corrente), si veda L. ZINGALES-J. KASPERKEVIC-A. SCHECHTER (ed.), *Milton Friedman: 50 Years Later*, reperibile all’indirizzo <https://www.promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>, dove sono raccolti ventotto contributi, di diverso segno, circa l’importanza del pensiero del noto monetarista liberale.

<sup>8</sup> Paradigmatica di questo orientamento è, ad esempio, la posizione di P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. Soc.*, 2018, 303; ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell’impresa nei gruppi di società*, in P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, 216-17; ID., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, 2015, 507 ss. A questa posizione, aderisce in larga parte (pur con diverse sfumature) la maggior parte della dottrina

b) è, invece, *stakeholderist* in accezione «debole» la posizione di coloro che ritengono che gli amministratori della società per azioni *possano*, ancorché non *debbano*, rinunciare ad una quota di profitto “in termini netti” (nel senso sopra precisato), sicché, se lo fanno, nessun rimprovero può esser loro rivolto: per continuare la metafora friedmaniana, gli amministratori *possono* essere «buoni» con i soldi degli altri perché, così facendo, essi commendevolmente coniugano «profitto» (ancorché non più necessariamente massimo), da una parte, e «bene comune», dall'altra parte<sup>9</sup>;

c) è, infine, *stakeholderist* in accezione «forte» la posizione di coloro che ritengono che gli amministratori non solo *possano*, ma addirittura *debbano* bilanciare «profitto» (ovviamente, per definizione, non più massimo) e «bene comune» (*i.e.*, interessi degli *stakeholders*): gli amministratori *devono* essere «buoni» e, se non lo sono, si espongono (evidentemente) alla pretesa di coloro nel cui interesse (gli *stakeholders*) essi lo devono essere<sup>10</sup>.

In termini schematici: (i) «*sacrificio di profitto “in termini netti” = sempre vietato*» è la tradizionale prospettiva *shareholderist*; (ii) «*sacrificio di profitto=consentito, ma non imposto*» è la prospettiva denominata *stakeholderist* «debole»; (iii) «*sacrificio di profitto=doveroso*» è, infine, la prospettiva denominata *stakeholderist* «forte».

A ciascuna di queste posizioni corrispondono diversi regimi giuridici conseguentemente applicabili: (i) nel primo caso, a fronte di un eventuale sacrificio netto di profitto a beneficio degli *stakeholders*, i «proprietari» (*rectius*, la società amministrata) hanno (ha) azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (=il sacrificio è infatti illegittimo); (ii) nel secondo caso, come i soci/«proprietari» non possono lamentare un eventuale sacrificio netto di profitto (=non imposto, ma autorizzato), così gli *stakeholders*/non-proprietari non possono lamentare l'eventuale mancato sacrificio di profitto (appunto: non imposto, ma solo rimesso alla discrezionalità gestoria, sicché anche la scelta *profit-maximizer* è comunque legittima); (iii) nel terzo caso, a fronte di un non-

---

italiana; fra i tanti, U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. fra “interessi” dei soci e “altri interessi”*, in *Riv. Soc.*, 2018, 27; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance delle società pubbliche*, in G. GUIZZI (a cura di), *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, Giuffrè, Milano, 2017, 3 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 526; A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2008, 133 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Cacciari, Bari, 2016, 23 ss.

<sup>9</sup>A questa posizione, ma in termini dubitativi, pare aderire G. PORTALE, *La società per azioni. Principi e problemi* (Scintillae juris), in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 144, per il quale «l'impostazione [di C. ANGELICI, secondo cui l'espressione “efficienza dell'impresa sintetizzerebbe una pluralità di interessi [e] assegna agli [...] amministratori la funzione di individuare, senza presupporre una loro preconstituita gerarchia [NdR: enfasi aggiunta], l'equilibrio tra queste pluralità, e cioè, fra la finalità di massimizzare il profitto e altri interessi coinvolti dall'attività imprenditoriale della società] è sicuramente da condividere». Anche se, subito dopo, aggiunge che «non può essere sottaciuto che – a livello di diritto continentale – è molto controverso se effettivamente non debba esistere una gerarchia, in testa alla quale porre l'interesse degli azionisti». In realtà, la posizione di Angelici, che sarà oltre nel testo ampiamente esaminata, non ci pare che – attentamente indagata – possa essere ascritta all'orientamento che, nel testo, si è definito di *stakeholderism* debole.

<sup>10</sup>A questa posizione sembrano, ad es. ricondursi le posizioni di A. PERULLI, *Corporate Social Responsibility e diritto del lavoro*, in A. PERULLI (a cura di), *L'impresa responsabile. Diritti sociali e corporate social responsibility*, Halley, Matelica, 2007, 97 ss.; A. MAZZONI, *L'impresa fra diritto ed economia*, in *Riv. Soc.*, 2008, 649. Questa è, inoltre, la posizione che è stata espressamente assunta, in sede consultiva, dalla Commissione Europea nelle prospettive di riforma del diritto europeo che sono oggetto di questo studio e saranno oltre esaminate.



sacrificio di profitto (=il bilanciamento e, quindi, il sacrificio essendo imposto *ex lege*), a poter avanzare pretese sono proprio gli *stakeholders* illegittimamente trascurati<sup>11</sup>.

Sulla base di queste doverose premesse “tassonomiche” può ora procedersi all’esame delle proposte di riforma di diritto euro-unitario che sono l’oggetto di questo studio.

2. *Le recenti prospettive di riforma del diritto euro-unitario e la loro ispirazione stakeholderist: l’iniziativa lanciata dalla Commissione Europea in materia di “sustainable corporate governance”*. – Le proposte di riforma di diritto euro-unitario di cui ci si intende occupare traggono diretta origine da una recente importante iniziativa assunta dalla Commissione Europea: con l’*Inception Impact Assessment* del luglio 2020 si è, infatti, dato “avvio ai lavori” orientati alla definizione di una “*sustainable corporate governance*” e cioè di una *governance* diretta ad una migliore (*i.e.*, più “sostenibile”) considerazione degli interessi dello «Ambiente» e della «Società» e, insomma, in ultima analisi, di quegli *stakeholders* cui, con la varietà di toni di cui si è sopra detto, si riferiscono tutti gli orientamenti sopra succintamente richiamati<sup>12</sup>.

Il presupposto di questa iniziativa ha da essere individuato nel precedente *Action Plan on Financing Sustainable Growth* dell’8 marzo 2018<sup>13</sup>, la cui *Action 10* prevedeva la conduzione di “un’attività di studio analitico e consultazioni con i rilevanti *stakeholders* al fine di verificare:

a) l’eventuale esigenza di istituire l’obbligo per i consigli di amministrazione di (i) sviluppare e rendere nota una strategia di sostenibilità, ivi inclusa una appropriata *due diligence* circa l’intera catena di fornitura (*supply chain*) e, correlativamente, (ii) di definire obiettivi misurabili di sostenibilità; e

b) l’ulteriore eventuale esigenza di precisare le regole in forza delle quali gli amministratori sono richiesti di agire nell’interesse di lungo termine della società”<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Se si tien conto di quanto si dice nel testo, tanto la prospettiva di Bebchuk-Tallarita, quanto quella di Denozza risultano condivisibili solo in parte. Non la prima, perché non distingue, in seno agli *shareholderist* “pluralisti”, quelli che sostengono che il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* sia «deciso» (e, quindi, rimesso alla discrezionalità gestoria) e quelli che sostengono invece che sia «dovuto» (con conseguente pretesa azionabile dagli *stakeholders*). Non la seconda di Denozza, giacché lo *stakeholderism* “democratico” non incide, *qua talis*, sul regime di responsabilità degli amministratori. Precisamente, se venisse istituito un obbligo di apertura di “tavoli di concertazione”, l’eventuale violazione dell’obbligo potrebbe, sì, esporre a responsabilità secondo i comuni principi della responsabilità civile; ma, assumendosi il rispetto dell’obbligo (meramente, in ipotesi, funzionale a dare agli *stakeholders* un diritto di *voice*), la scelta gestoria resterebbe “libera” e, quindi, legittimamente retta dal principio del perseguimento del fine della massima utilità individuale (per l’impresa azionaria, il «profitto»).

<sup>12</sup> Su tali iniziative europee, si veda R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa – Modelli di governance e nuove responsabilità*, Il Mulino, Bologna, 2021, spec. 35 ss. Un commento all’*Inception Impact Assessment* del luglio 2020 si trova anche in S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *ODC*, 2021, 120-121, la quale sottolinea come, ad avviso della Commissione, l’incapacità delle imprese di identificare e gestire i rischi legati al cambiamento climatico, ad altri problemi ambientali e ai diritti umani (inclusi i diritti dei lavoratori), andrebbe individuata sia in *market failures* che in *regulatory failures* e, con riguardo a quest’ultimo aspetto, nella persistente interpretazione dominante secondo cui gli amministratori risponderebbero soltanto nei confronti degli azionisti e sarebbero, quindi, naturalmente orientati soltanto al perseguimento del fine di profitto.

<sup>13</sup> EUROPEAN COMMISSION (2018), *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM(2018) 97 final, Brussels.

<sup>14</sup> *Study on due diligence requirements through the supply chain – Final Report*, British Institute of In-

È poi sulla base di questa *Action 10* che la Commissione (Direzione Generale Giustizia e Consumatori) ha commissionato due studi, rispettivamente, afferenti all'una e all'altra delle su indicate esigenze; segnatamente: (i) il primo studio è stato affidato a *British Institute of International and Comparative Law (BIICL)* unitamente a *Civic Consulting e London School of Economic Consulting* al fine di valutare eventuali proposte normative in materia di *due diligence* sulla catena di fornitura; (ii) il secondo è stato, invece affidato alla società di revisione EY al fine di valutare eventuali proposte normative in materia di doveri degli amministratori connessi alla *sustainable corporate governance*<sup>15</sup>.

Il primo Studio – *Study on due diligence requirements through the supply chain* –, licenziato nel gennaio del 2020, ha preso le mosse da alcuni importanti fonti di *soft law* che già raccomandavano alle imprese lo svolgimento (su base volontaria) di un'attività di *due diligence* circa gli impatti che le loro attività operative potessero avere sui «diritti umani» (qual è il caso dei *Guiding Principles on Business and Human Rights* delle Nazioni Unite (“*UNGPs*”)) ovvero su altre aree di conduzione d'affari “responsabile” quali, ad es., «ambiente», «cambiamento climatico», «diritti dei lavoratori», «corruzione», «interessi dei consumatori» (qual è il caso delle *Guidelines for Multinational Enterprises* dell'OCSE (“*OECD Guidelines*”)). Lo Studio ha anche tenuto conto di alcuni importanti interventi normativi di *hard law* in alcuni Stati Membri, fra i quali, innanzitutto, la legge francese del 27 marzo 2017 che ha istituito un obbligo di vigilanza circa gli impatti delle attività dell'impresa (attraverso società controllate e controparti contrattuali qualificate) su «diritti umani» ed «ambiente»<sup>16</sup> e, inoltre, la legge olandese del 2019 che ha istituito un analogo obbligo di *due diligence* circa gli impatti dell'attività di impresa sull'impiego di lavoro minorile<sup>17</sup>. Su queste basi, lo Studio ha concluso raccomandando alla Commissione l'adozione di una nuova direttiva europea che imponga, a carico delle imprese, un obbligo di *due diligence* (da intendersi come “*duty or standard of care*”) diretto a “*identify, prevent, mitigate and account for actual and potential human rights and environmental impacts in their operations and supply or value chain*”.

Il secondo Studio – *Study on directors' duties and sustainable corporate governance* –, licenziato nel luglio 2020, ha invece indagato le ragioni di fondo dello *short-termism* che affliggerebbe la *corporate governance* delle società per azioni europee e, quale rimedio rispetto al problema, ha identificato possibili linee di riforma del diritto euro-unitario dirette ad orientare le imprese verso l'adozione di una «*sustainable cor-*

---

ternational and Comparative Law Civic Consulting The London School of Economics and Political Science, January 2020 consultabile sul sito <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/291b84d3-4c82-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>15</sup> *Study on directors' duties and sustainable corporate governance – Final Report*, July 2020, consultabile sul sito <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>16</sup> Loi n. 2017-399 del 27 marzo 2017 relativa al «*devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*». La legge francese è stata oggetto di un accessissimo dibattito parlamentare che ha visto il Senato schierarsi fortemente contro la sua approvazione. Si vedano il *Rapport* n. 2628 dell'11 marzo 2015 e il *Rapport* n. 3582 del 16 marzo 2016, entrambi del deputato Dominique Potier.

<sup>17</sup> Wet van 24 oktober 2019 n. 401 «houdende de invoering van een zorgplicht ter voorkoming van de levering van goederen en diensten die met behulp van kinderarbeid tot stand zijn gekomen (legge di introduzione del dovere di diligenza diretto ad impedire la fornitura di beni e servizi che derivino dal lavoro infantile)».

porate governance» e cioè di una *corporate governance* che conduca ad una creazione di valore «sostenibile» sotto i tre seguenti profili: (i) «ambientale» (preservando la stabilità e resilienza nel lungo termine degli ecosistemi che consentono la vita umana); (ii) «sociale» (facilitando il rispetto e la promozione dei diritti umani e di buona *governance*); e (iii) «economico» (soddisfacendo i bisogni economici necessari per società umane stabili e resilienti)<sup>18</sup>. Una siffatta *sustainable corporate governance*, secondo lo Studio in oggetto, contribuirebbe al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile definiti dalle Nazioni Unite nel 2015, nonché quelli dell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico. Su queste basi, lo Studio ha identificato un certo numero di proposte normative, fra le quali le più rilevanti ai nostri fini sono le seguenti:

a) istituzione dell'obbligo degli amministratori di società per azioni di perseguire l'interesse sociale attraverso un *doveroso* «adeguato bilanciamento» dei seguenti interessi: interesse di lungo termine (oltre 5-10 anni) della società; interesse dei dipendenti; interesse dei consumatori; interesse dell'ambiente locale e globale; interesse della Società umana nel suo insieme;

b) istituzione dell'obbligo degli amministratori di identificare e mitigare rischi e impatti in termini di sostenibilità, sia interni che esterni, connessi alle attività della società e alla sua catena del valore;

c) istituzione dell'obbligo dei consigli di amministrazione di includere la sostenibilità (rischi, opportunità, impatti) nella strategia aziendale e di definire, nel quadro di tale strategia aziendale, obiettivi di sostenibilità misurabili, specifici, temporalmente

<sup>18</sup> In realtà, come è stato giustamente rilevato (M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, consultabile sul sito <http://www.ec.europa.eu/>), il problema del *short-termism versus long-termism* è problema che attiene alla migliore gestione dell'impresa *nell'interesse degli azionisti*: una scelta *short-termist* è, in ipotesi, “negativa” solo perché pregiudica il valore a lungo termine dell'impresa e, quindi, in ultima analisi, danneggia gli azionisti. Naturalmente, se i mercati fossero perfetti, il mercato punirebbe immediatamente l'azione gestoria *short-termist* e, dunque, il problema delle distorsioni da *short-termism* non si porrebbe neanche. Ma, a prescindere da tale rilievo, resta il fatto che il problema dello *short-termism versus long-termism* ha poco a che vedere – dal punto di vista rigorosamente concettuale – con quello della tutela degli *stakeholders*: i quali, infatti, potrebbero essere similmente pregiudicati o favoriti *del tutto a prescindere* dall'orientamento a breve termine o a lungo termine dell'azione gestoria (così, giustamente, M. STELLA RICHTER JR, *Longtermism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 46 e 50). La tutela degli *stakeholders* pone, dunque, secondo gli aa. sopra citati, piuttosto problemi di esternalità negative e di redistribuzione della ricchezza. È, però, piuttosto verosimile che la *long term rhetoric* sia un modo più o meno surrettizio per dare “obliquamente” rilievo a *non-shareholder constituencies*, come giustamente rileva C. ANGELICI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. Soc.*, 2020, 22 (nota 62). E così, allora, si spiega perché uno Studio, qual è quello di cui nel testo, che prende le mosse dal “problema” dello *short-termism*, finisca poi col raccomandare soluzioni *stakeholder-oriented*.

Fra i peroratori della causa del *long-termism* nel dibattito statunitense, si vedano, ad esempio, J.B. HEATON, *The “Long Term” in Corporate Law*, in *The Business Lawyer*, 2017, 353; e L.E. STRINE, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Act and Think Long Term*, in *The Business Lawyer*, 2010, 1. In senso radicalmente contrario sono invece schierati quanti, dati alla mano, contestano l'effettiva esistenza, nel mercato dei capitali americano, di un problema di “short-termism”; fra questi, ad es., M.J. ROE, *Corporate Short-Termism – In The Boardroom and in the Courtroom*, in *Business Lawyer*, 2013, 977; L. BEBCHUCK, *The Myth that Insulating Boards Serve Long-term Value*, in *Columbia Law Review*, 2013, 1637; M. ROE, *Stock Market Short-Termism's Impact*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2018, 71 ss.; G.W. DENT, *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2010, 97.

definiti, scientificamente supportati e allineati con obiettivi quali quelli determinati dalle Nazioni Unite e dall'Accordo di Parigi;

d) istituzione dell'obbligo dei consigli di amministrazione di meccanismi di coinvolgimento degli *stakeholders* (interni o esterni alla società) nel processo di identificazione, prevenzione e mitigazione dei rischi e impatti di sostenibilità destinati ad informare la strategia aziendale;

e) attribuzione agli *stakeholders* della legittimazione diretta ad agire contro gli amministratori, ma (attenzione) "per conto della società", per far valere violazioni dell'obbligo di perseguire lo «adeguato contemperamento degli interessi» e, segnatamente, la mancata considerazione dell'interesse degli *stakeholders* agenti<sup>19</sup>.

Dopo il lancio dell'*Inception Impact Assessment* da parte della Commissione Europea circa le iniziative di «*sustainable corporate governance*» in linea con le risultanze di questi due Studi<sup>20</sup>, il Parlamento Europeo ha approvato una importante risoluzione (*European Parliament Resolution of 17 December 2020 on sustainable corporate governance (2020/2137/INI)*)<sup>21</sup> con cui esso si è espresso favorevolmente rispetto alla prospettiva di una riforma del diritto euro-unitario nelle due direzioni da quegli Studi indicate; e segnatamente: (i) nuova legislazione in materia di *due diligence* sugli impatti in fatto di «sostenibilità» nell'ambito dell'intera catena di fornitura e (ii) nuova legislazione sui doveri degli amministratori.

La risoluzione del Parlamento Europeo ha preso le mosse da alcune importanti premesse: (i) la crescente competizione per l'accesso alle risorse naturali starebbe alla base di un insostenibile sfruttamento delle risorse umane ed ambientali; (ii) un «approccio sostenibile», da parte delle società per azioni, postulerebbe l'obbligo delle società di considerare i rischi per l'ambiente e per le società umane, quali i diritti dei dipendenti e il rispetto delle soglie planetarie (*planetary boundaries*) conseguenti alle loro attività aziendali; (iii) la *corporate governance*, declinata nel senso di una *sustainable corporate governance*, avrebbe un ruolo chiave per consentire all'Unione Europea di poter rispettare i propri impegni rispetto agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile definiti dalle Nazioni Unite e quelli connessi all'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico; (iv) l'interesse della società per azioni dovrebbe includere anche l'interesse degli *stakeholders* rilevanti, quali i dipendenti, nonché i più ampi interessi della Società umana nel suo insieme; (v) la legislazione europea in materia di *sustainable corporate governance* dovrebbe incentrarsi nella istituzione di obbligazioni a contenuto specifico e non già nella semplice imposizione di obblighi di *disclosure*.

Sulla base di queste premesse, il Parlamento Europeo (sulla falsariga delle conclusioni dello Studio predisposto da EY) ha assunto le seguenti precise posizioni: a) la le-

---

<sup>19</sup> Lo *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, cit., è stato oggetto di una durissima critica da parte di studiosi nord-europei di diritto commerciale: cfr. J.L. HANSEN (a cura di), *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, in *LSN Research Papers Series* n. 20-12, consultabile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3709762](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3709762): «the Study misrepresents fundamental concepts of company law and fails to understand how corporate governance works».

<sup>20</sup> L'*Inception Impact Assessment* è consultabile sul sito [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Governo-societario-sostenibile\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Governo-societario-sostenibile_it).

<sup>21</sup> La risoluzione è consultabile sul sito [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372_EN.html).

gislazione europea dovrebbe chiarire che i doveri degli amministratori della società per azioni non dovrebbero essere definiti soltanto in termini di «massimizzazione del profitto di breve termine», ma dovrebbe incorporare le ragioni della “sostenibilità” e, quindi, incorporare l’obbligo di rispettare gli interessi degli *stakeholders*; b) la legislazione europea dovrebbe imporre agli organi sociali di ogni società per azioni (secondo le rispettive competenze come previste dai diritti nazionali) l’obbligo di definire, rendere nota e monitorare una *corporate sustainability strategy* diretta a identificare e affrontare gli impatti significativi che il modello di *business* di ciascuna società per azioni, le sue attività e la sua catena di fornitura, interna od esterna all’UE, possa avere su «ambiente», «cambiamento climatico», «società umana e lavoratori», «diritti umani», «corruzione»; c) la legislazione europea dovrebbe, inoltre, imporre alle società per azioni l’obbligo di informare e consultare gli *stakeholders* di volta in volta interessati affinché essi possano partecipare preventivamente al processo di formazione delle decisioni aziendali destinate a incorporare le ragioni della “sostenibilità”.

Da ultimo, con una recentissima risoluzione del 10 marzo 2021, il Parlamento Europeo è andato avanti rispetto alla prima delle due direzioni individuate nell’*Inception Impact Assessment* lanciato dalla Commissione – e cioè con riguardo alla riforma normativa in materia di «*corporate due diligence and corporate accountability*» –, approvando il testo di una proposta di direttiva in materia<sup>22</sup>. Ove approvata, la direttiva imporrebbe a talune ampie categorie di imprese (*large enterprises, listed enterprises, high-risk small and medium-sized enterprises*) i seguenti obblighi:

a) obbligo di condurre una adeguata “due diligence” circa gli impatti negativi attuali e potenziali che le attività aziendali e le relazioni di affari intrattenute con terzi possono arrecare a «diritti umani», «ambiente» e «buona governance di un paese, regione o territorio» (art. 4, par. 1-2)<sup>23</sup>;

b) obbligo di adottare e rendere pubblicamente accessibile una “*due diligence strategy*” che, sulla base di una identificazione dei rischi di impatto negativo e sulla base di una mappatura della catena del valore (e, quindi, delle relazioni contrattuali con terzi), individui le misure ragionevoli dirette a rimuovere, prevenire o mitigare i predetti impatti negativi secondo un certo ordine di priorità definito in ragione della severità, probabilità e urgenza del rischio identificato (art. 4, par. 4, e art. 6)<sup>24</sup>;

<sup>22</sup> La risoluzione di cui nel testo e il testo della proposta direttiva su *Corporate due diligence and corporate accountability* è consultabile sul sito [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_EN.html).

<sup>23</sup> Questo il testo delle norme rilevanti: «1. Member States shall lay down rules to ensure that undertakings carry out effective due diligence with respect to potential and actual adverse impacts on human rights, the environment and good governance in their operations and business relationships. 2. Undertakings shall in an ongoing manner make all efforts within their means to identify and assess, by means of a risk based monitoring methodology that takes into account the likelihood, severity and urgency of potential or actual impacts on human rights, the environment or good governance, the nature and context of their operations, including geographic, and whether their operations and business relationships cause or contribute to or are directly linked to any of those potential or adverse impact».

<sup>24</sup> Questo il testo delle norme rilevanti: «Art. 4, para. 4. Unless an undertaking concludes [...] that it does not cause or contribute to, or that it is not directly linked to any potential or actual adverse impact on human rights, the environment or good governance, it shall establish and effectively implement a due diligence strategy. [...] Art. 6, para. 1. Member States shall ensure [...] that undertakings make their most up to date due diligence strategy [...] publicly available [...]».

c) obbligo di attivare adeguate piattaforme di dialogo con gli *stakeholders* rilevanti nel quadro del processo di identificazione della “*due diligence strategy*” (art. 5)<sup>25</sup>;

d) obbligo di attivare meccanismi di reclamo diretti a consentire ai rilevanti *stakeholders* di segnalare ragionevoli timori circa la sussistenza di impatti negativi cui l’impresa dovrà fornire adeguate risposte (art. 9)<sup>26</sup>;

e) obbligo, per l’impresa che abbia generato un impatto negativo, di attivare o concorrere ad attivare un processo di rimedio stra-giudiziale da determinarsi a seguito di consultazione con i rilevanti *stakeholders* (art. 10)<sup>27</sup>.

3. *Gli obblighi di due diligence sociale e ambientale e di adozione di una politica di sostenibilità: mera compliance with laws o quid pluris?* – Le norme euro-unitarie che si sono sopra illustrate<sup>28</sup> paiono riconducibili a due macro-categorie: (i) norme che assumono come loro destinatarie *le stesse società per azioni* (e cioè l’«ente» *qua talis*), da un lato, e (ii) norme che assumono come loro destinatari direttamente gli amministratori (e cioè i «gestori» dell’«ente»), dall’altro lato. Ovviamente, ai fini di questo studio, quelle più direttamente rilevanti sono solo le seconde, e non le prime. Ma, ciononostante sembra opportuno condurre un esame integrato viste le evidenti correlazioni sistematiche fra loro intercorrenti.

Si procederà, pertanto e innanzitutto, con la valutazione delle norme destinate alle «società per azioni».

Il legislatore euro-unitario vorrebbe, dunque, istituire l’obbligo delle società per azioni di condurre una verifica (*due diligence*) circa i rischi di impatto attuale o potenziale su «diritti umani», «ambiente» e «buona *governance* di paesi, territori e regioni» in funzione della determinazione – ove tali rischi non siano considerati assenti – di una strategia di loro rimozione e mitigazione e riparazione da includere come parte integrante di quella strategia aziendale, alla cui definizione avrebbero titolo a prendere parte tutti gli *stakeholders* interessati<sup>29</sup>.

<sup>25</sup> Questo il testo della norma rilevante: «Art. 5. Member States shall ensure that undertakings carry out in good faith, meaningful and informed discussions with relevant stakeholders when establishing and implementing their due diligence strategy».

<sup>26</sup> Questo il testo della norma rilevante: «Art. 9. Undertakings shall provide a grievance mechanism [...] allowing any stakeholder to voice reasonable concerns regarding the existence of a potential or actual adverse impact [...]».

<sup>27</sup> Questo il testo della norma rilevante: «Art. 10. Member States shall ensure that when an undertaking identifies that it has caused or contributed to an adverse impact, it provides for or cooperates with the remediation process».

<sup>28</sup> Un primo commento di tali norme si trova in P. MONTALENTI, *La società quotata: quali prospettive?*, letto in bozza per gentile concessione dell’Autore e pubblicato in *Riv. dir. comm.*, 2022, 1, 1 ss. Sulla proposta di direttiva si è anche espresso THE EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP, *The European Parliament’s Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, consultabile sul sito <https://ecgi.global/news/commentary-european-parliament%E2%80%99s-draft-directive-corporate-due-diligence-and-corporate>.

<sup>29</sup> Occorre rammentare che anche la direttiva 2015/95/UE sulla dichiarazione di informazioni non finanziarie prevede che la dichiarazione di carattere non finanziario debba prevedere le politiche praticate dall’impresa, comprese quelle di “dovuta diligenza” (quanto alla legge nazionale di recepimento, cfr. art. 3, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254). Con la nuova direttiva in discussione, tuttavia, la *due diligence* diventerebbe obbligatoria in sé e per sé.

Orbene, la questione fondamentale che una (eventuale) disciplina normativa di questo genere solleva pare la seguente: l'impatto negativo (attuale o potenziale) su «diritti umani», «ambiente» e «buona governance» che la *due diligence* dovrebbe identificare è quello connesso alla violazione di una preesistente ed applicabile «norma imperativa» ovvero può sussistere *anche a prescindere* da una simile violazione di legge<sup>30</sup>?

Se, infatti, si rispondesse nel primo senso, ciò vorrebbe dire che la prescritta attività di *due diligence* non avrebbe altro significato se non quello di istituire un obbligo di prevenzione di una serie di atti illeciti e, segnatamente, di atti che sono *già* illeciti (penalmente, amministrativamente, civilmente) *ai sensi del diritto imperativo di volta in volta applicabile*. È, infatti, del tutto evidente che un'impresa non può violare la disciplina imperativa a tutela dei lavoratori, a tutela dell'Ambiente o a tutela dell'integrità dell'attività della pubblica amministrazione applicabile nella giurisdizione ove essa opera; ed è evidente che se un'impresa compisse una simile violazione, ne risponderebbe (penalmente, amministrativamente o civilmente) secondo le norme applicabili. Se si rispondesse in tal senso, allora, la prescritta attività di *due diligence* non modificherebbe sotto alcun profilo il regime di *governance* della «società per azioni»: come ogni *civis*, la società per azioni deve rispettare le norme imperative poste dall'ordinamento; ma, così come ogni *civis*, nel rispetto delle norme imperative vigenti, può poi perseguire l'obiettivo della massimizzazione delle utilità individuali, analogamente, la società per azioni può perseguire l'obiettivo della massimizzazione del «profitto», ma, *cela va sans dire*, ovviamente in *compliance with laws*.

Se, invece, si ritenesse che gli impatti negativi sui «beni protetti» che la prescritta attività di *due diligence* dovrebbe rilevare siano *anche* quelli che possono occorrere *pur nel rispetto della disciplina imperativa applicabile*<sup>31</sup> – e ciò, si noti bene, sul presupposto che la «società per azioni» sarebbe comunque *obbligata* ad evitarli (esponendosi a responsabilità in caso di violazione) –, allora, la nuova disciplina avrebbe certamente un impatto giuridicamente rilevante sul regime di amministrazione della «società per azioni»: quest'ultima non potrebbe più limitarsi a rispettare il diritto imperativo vigente (e, ferma restando l'ovvia *compliance with laws*, perseguire “egoisticamente”, ma “le-

<sup>30</sup> Nelle intenzioni degli autori dello *Study on due diligence requirements through the supply chain – Final Report*, cit., 266, la *due diligence* non dovrebbe essere limitata ad una semplice verifica di *compliance with laws*: «[d]ue diligence requires companies to take steps to address relevant harms *regardless* of whether they are permitted or prohibited by the laws of the countries where they take place. In many cases, these harms would in any event be illegal under the laws of the host state where they take place and/or the home state of the company (such as slavery or forced labour), but in other cases they may be perfectly legal, or even required by, national law (such as where the relevant national law does not require free, prior and informed consent, or where local laws are discriminatory against LGBTI persons). Accordingly, due diligence in this study does not concern due diligence for compliance with existing laws, which companies are already required to comply with. Due diligence [as] a legal standard of care would be an additional duty, which does not currently exist in this contexts».

<sup>31</sup> Questa è la prospettiva auspicata da J. BONNITCHA-R. MCCORQUODALE, *The Concept of 'Due Diligence' in the UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, in *European Journal of International Law*, 2017, 28, 3, 899-900. Così, inoltre, se non ci inganniamo, parrebbe anche orientata S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, cit., 123 ss., nel quadro di una sua adesione (con qualche riserva) ad una *governance multistakeholder*. Per tale a., «la previsione di un vero e proprio obbligo, per gli amministratori di società, di considerare gli interessi degli *stakeholders* andrebbe precisato e declinato in regole ulteriori che affrontino e risolvano il problema dei termini e dei limiti in cui tale integrazione debba essere effettuata, pena il rischio di sottrarre le decisioni degli amministratori ad una valutazione condotta secondo criteri dotati di razionalità».

gittimamente”, la *profit-maximization*), ma dovrebbe “fare di più” e, quindi, sacrificare un *quantum* (indeterminato) in termini di utilità individuale (cioè «profitto») per essere più “virtuosa” di quanto prescrive la legge, così da adeguatamente proteggere «Società» ed «Ambiente» e, dunque, i corrispondenti *stakeholders*.

Quest’ultima prospettiva – che, lo si intuisce, sarebbe perfettamente coerente con una prospettiva *stakeholderist* «forte» (nell’accezione che si è sopra chiarita) – risulta, però, difficilmente sostenibile.

Per rendersene conto può essere utile prospettare taluni esempi.

Si ipotizzi, in particolare, che una certa impresa europea tramite una controllata operante in un paese africano utilizzi uno stabilimento che immette nell’ambiente sostanze inquinanti in misura che, per un verso, è consentita dal diritto localmente applicabile (quello del paese africano), ma che, per altro verso, sarebbe vietata ove compiuta nel territorio di uno dei paesi membri dell’Unione. Ora, delle due l’una: o si ritiene che questo impatto negativo sull’«ambiente» è consentito (poiché non viola alcuna norma imperativa applicabile localmente all’attività) ed allora si ritorna all’orientamento sopra prospettato (=i soli impatti negativi rilevanti ai fini della *due diligence* prescritta alle società per azioni sono quelli che postulano la violazione di una norma di legge e, quindi, la prescritta *due diligence* ha solo l’effetto di assicurare la “ordinaria” *compliance with laws*); oppure si ritiene effettivamente che tale impatto non sia consentito. Questo, però, equivarrebbe di fatto a rendere extra-territorialmente applicabili le norme sulla tutela dell’ambiente applicabili nell’Unione Europea. Naturalmente, una simile opzione legislativa potrebbe essere certamente perseguita attraverso l’esplicita introduzione di una norma che stabilisse l’obbligo *imperativo* per tutte le imprese di rispettare le norme europee in materia di tutela dell’«ambiente» quale che sia la parte del pianeta in cui esse operino (direttamente o tramite controllate). Ma, di certo, ci parrebbe assai arduo, nonché foriero di enormi incertezze, che un simile obbligo possa essere desunto dalla prescrizione di un obbligo di *due diligence* sui generici impatti negativi sull’«ambiente» derivanti dall’attività di impresa.

Ancora un esempio. Si immagini che una certa impresa utilizzi un certo stabilimento all’interno del territorio dell’Unione Europea che immette nell’ambiente sostanze inquinanti *pur nel rispetto delle applicabili norme di legge*. Anche in tal caso, delle due l’una: o si ritiene che questo impatto negativo sull’«ambiente» sia irrilevante ai fini della prescritta *due diligence* ed allora si rientra nell’orientamento precedente (= *due diligence* meramente funzionale ad assicurare la “ordinaria” *compliance with laws*) ovvero si ritiene che anch’esso, pur non determinando alcuna violazione di legge, sia rilevante ai fini della *due diligence* ed allora ci si imbatte di nuovo dinanzi ad una contraddizione piuttosto evidente: se l’ordinamento intende vietare qualsiasi attività comunque inquinante o almeno abbassare le soglie di tolleranza *eodem tempore* applicabili, esso deve modificare il rilevante regime normativo; ma se il regime normativo resta immutato (=la soglia di inquinamento tollerabile è quella fissata dalla norma imperativa in allora vigente), allora nessuna conseguenza pregiudizievole può essere coerentemente imposta ad una impresa che, sì, inquina “deplorabilmente” (o “insostenibilmente”) l’«ambiente», ma lo fa nel rispetto del diritto applicabile.

Considerazioni simili possono essere svolte con riguardo ai rischi di impatto negativo connessi ai rapporti fra l’impresa e i propri *partners* contrattuali, per lo più extra-UE, che costituiscono l’obiettivo fondamentale della normativa euro-unitaria che si



vorrebbe adottare: il cui spirito di fondo è, infatti, quello di indurre anche le controparti contrattuali extra-EU che interagiscono con la catena di fornitura di società europee a rispettare «diritti umani», «ambiente» e «buona *governance*» così da determinare, indirettamente, una maggiore “sostenibilità” del capitalismo globalizzato.

Si immagini che un’impresa europea, nell’ambito della propria catena di fornitura, acquisti beni che incorporano lavoro minorile consentito dal diritto localmente applicabile nel paese ove detti beni sono prodotti (ad esempio, un paese sudamericano). Anche qui, ci pare, delle due l’una: o la legislazione europea introduce un preciso divieto di acquistare beni che incorporino lavoro minorile ed allora, di nuovo, il problema diventa di mera *compliance with laws*; ovvero un simile divieto non è affatto istituito ed allora diventa contraddittorio imporre ad una impresa conseguenze pregiudizievoli per lo svolgimento di un’attività, magari eticamente spregevole (se si vuole: “socialmente insostenibile”), ma comunque consentita.

L’esame del diritto olandese appare assai pertinente a questi fini. La legge olandese che ha imposto la *due diligence* sul rischio di abuso di lavoro minorile ha previsto il seguente meccanismo: alle imprese destinatarie dell’obbligo di *due diligence* è, infatti, consentito (i) sia di identificare il rischio di utilizzo di beni che incorporino lavoro minorile e di definire un piano per la rimozione di tale rischio mediante la progressiva risoluzione dei rapporti con i *partners* commerciali “non-virtuosi” (quelli che utilizzano lavoro minorile); (ii) sia di dichiarare di non voler assumere alcuna iniziativa. Ciò vuol dire che il diritto olandese non *vieta* alle imprese di utilizzare beni che incorporino lavoro minorile, ma si limita (i) ad assicurare meccanismi di *enforcement* per quelle imprese che *optano* per la dichiarazione al pubblico di un piano di mitigazione del rischio, nonché (ii) ad attivare un meccanismo di *moral suasion* totalmente *market-driven* per quelle imprese che, essendo comunque tenute a dichiarare pubblicamente di non voler assumere alcuna misura, si espongono ad un mero rischio reputazionale. Si ricordi, infatti, che la legge olandese ha come obiettivo quello della tutela dei consumatori, non quello della tutela dei minorenni “sfruttati” in qualche paese non-europeo che consenta o tolleri lavoro minorile.

Simili considerazioni possono anche essere svolte con riguardo alla legge francese che – non senza un assai articolato e combattuto *iter* di approvazione – ha istituito il *devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d’ordre*<sup>32</sup>, altro e più importante parametro di riferimento assunto dai sostenitori della proposta di direttiva in discorso. La legge francese – che ha introdotto nel codice di commercio i nuovi art. L. 225-102-4<sup>33</sup> e art. L. 225-102-5<sup>34</sup> – impone sulla società controllante l’obbligo

<sup>32</sup> Per un primo commento di questa legge, si veda: A. DANIS-FATÔME-G. VINEY, *La responsabilité civile dans la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d’ordre*, in *Recueil Dalloz*, 2017, 1610; S. SCHILLER, *Encourager plutôt que contraindre*, in *RDT*, 2014, 444; H. DE-LANNOY, *Devoir de vigilance des entreprises à l’égard des fournisseurs étrangers: quels enjeux?*, in *Recueil Dalloz*, 2015, 1088; S. MAC CIONNAITH-G. JAZOTTES-S. SABATHIER, *Délimiter le périmètre de la vigilance: entre concepte de soft law et de hard law*, in *RLDA*, 2017, 25 ss.

<sup>33</sup> Art. L. 225-102-4: «1. Toute société qui emploie, à la clôture de deux exercices consécutifs, au moins cinq mille salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français, ou au moins dix mille salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français ou à l’étranger, établit et met en œuvre de manière effective un plan de vigilance. [...] 3. Le plan comporte les mesures de vigilance raisonnable propres à identifier les risques et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la

di istituire un *plan de vigilance* (soggetto a pubblicità) con lo scopo di identificare e prevenire rischi di «gravi violazioni» di «diritti umani e libertà fondamentali» o gravi danni all'«ambiente» e alla «salute» da parte di società controllate ovvero di «controparti contrattuali stabili» (i.e., le società facenti parte della complessiva catena di fornitura di una società francese soggetta alla legge). L'adozione di un simile *plan de vigilance* determina l'insorgenza di un'«obbligazione di mezzi» e non di un'«obbligazione di risultato»<sup>35</sup>, la cui violazione rende la società controllante cor-responsabile degli eventuali danni che, ai sensi dell'ordinario diritto civile francese, possono essere cagionati a terzi dalla controllata ovvero dalla «controparte contrattuale stabile». Anche in tal caso, tuttavia, è importante sottolineare che la responsabilità civile della società controllante postula come condizione, (i) non solo, «a monte», la violazione dell'«obbligazione di mezzi» consistente nella «ragionevole vigilanza» a) sull'intero gruppo e b) sull'intera catena di fornitura e la sua incidenza causale sull'effettiva occorrenza del danno, (ii) ma anche e soprattutto, «a valle», la ricorrenza di una responsabilità civile (potremmo dire: «primaria»), a seconda del caso, della controllata o della «controparte contrattuale stabile»<sup>36</sup>. Ergo, se la controllata ovvero la «controparte contrattuale stabile» non sono civilmente responsabili nei confronti del terzo ai sensi del diritto civile comune<sup>37</sup>, allora, per definizione, neanche la società madre dovrebbe poterlo essere<sup>38</sup>. Poiché, però, il rispetto del diritto localmente applicabile da parte della controllata o della «controparte contrattuale stabile» dovrebbe escludere, secondo l'ordinario diritto civile francese, che possa insorgere responsabilità civile in capo all'autore diretto del fatto (per mancanza di «colpa»: la legge applicabile è stata rispettata), in nessun caso la

---

sécurité des personnes ainsi que l'environnement, résultant des activités de la société et de celles des sociétés qu'elle contrôle au sens du II de l'article L. 233-16, directement ou indirectement, ainsi que des activités des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie, lorsque ces activités sont rattachées à cette relation».

<sup>34</sup> Art. L. 225-102-5: «Dans les conditions prévues aux articles 1240 et 1241 du code civil, le manquement aux obligations définies à l'article L. 225-102-4 du présent code engage la responsabilité de son auteur et l'oblige à réparer le préjudice que l'exécution de ces obligations aurait permis d'éviter».

<sup>35</sup> Come si legge nel *Rapport* n. 2628, cit., 31: «[I]a proposition de loi entend assujettir les sociétés mères et les entreprises donneuse d'ordre à une obligation de réalisation d'un plan de vigilance contenant les mesures raisonnables destinées à prévenir des atteintes aux droits de l'homme, à l'environnement et à la santé publique, ainsi que les pratiques de corruption. [...] La diligence raisonnable constitue une obligation de moyen et non de résultat». Questa interpretazione è anche confermata dal Cons. const., 23 marzo 2017, n.2017-750, consid. 27. In dottrina: Q. CHANTELIER, *Devoir de vigilance: de la loi vigilance à une directive européenne*, consultabile sul sito <https://www.dalloz-actualite.fr/flash/devoir-de-vigilance-de-loi-vigilance-une-directive-europeenne#.YmJ-TtpBxPY>: «en raison du caractère «de moyens» du devoir de vigilance, la responsabilité civile associée est nécessairement du fait personnel. Il s'agit de déterminer si le manquement de la société dominante à son devoir de vigilance est en causalité avec le préjudice subi par un tiers».

<sup>36</sup> Come si legge nel *Rapport* n. 3582, cit., 13: «[a]ux termes de l'article [L. 225-102-5], tout manquement aux obligations relatives au plan de vigilance constituerait une faute civile susceptible d'engager une responsabilité de son auteur [NdR: cioè della società madre] dans la mesure où cette faute serait à l'origine d'un préjudice à réparer, sous réserve de démontrer le lien de causalité avec le dommage constaté».

<sup>37</sup> Che la legge francese sul *devoir de vigilance* non alteri i principi di diritto comune della responsabilità civile è stato anche confermato dal Consiglio Costituzionale francese: Cons. const., 23 marzo 2017, n. 2017-750, consid. 26-28.

<sup>38</sup> Mentre, al contrario, è ovviamente possibile che ricorra la responsabilità della controllata o della «controparte contrattuale stabile», ma non invece quella della società madre che dimostri di aver «vigilato» diligentemente ovvero che dimostri l'assenza di causalità fra la (presunta) omessa ragionevole vigilanza e il danno procurato al terzo dalla controllata o dalla «controparte contrattuale stabile».

società madre dovrebbe poter incorrere in responsabilità laddove le norme imperative localmente applicabili siano state effettivamente rispettate. In buona sostanza, dunque, la legge francese finisce soltanto con l'istituire un meccanismo di estensione della "ordinaria" responsabilità civile, dalla società controllata o dalla "controparte contrattuale stabile" alla società madre o committente (*donneuse d'ordre*), subordinato all'accertamento della violazione di quell'«obbligazione di mezzi» rappresentata dal "dovere di vigilanza": si potrebbe dire, un *piercing the corporate veil ex lege* subordinato all'accertamento della colposa mancata redazione e/o implementazione del *plan de vigilance*. Ma, nonostante l'effettiva ambiguità della legge<sup>39</sup>, che la società madre possa rispondere *civilmente* nei confronti del terzo laddove non vi sia "a valle" una responsabilità della controllata o della "controparte contrattuale stabile" parrebbe, in ogni caso, da escludersi<sup>40</sup>.

Alla luce di questi precisi parametri di riferimento espressamente considerati dalla proposta di direttiva in discorso (legge olandese e legge francese), potrebbe allora ragionevolmente ritenersi che anche i rischi di impatti negativi su «diritti umani», «ambiente», e «buona *governance* di paesi, territori e regioni» siano, essenzialmente, quelli "coperti" da preesistenti norme imperative dettate dal diritto di volta in volta applicabile, sicché, sotto questo profilo, la prescritta *due diligence* risulterebbe un mero strumento per assicurare, anche preventivamente, la "ordinaria" *compliance with laws* (sebbene questo non fosse, nelle intenzioni "soggettive" dei proponenti, il senso della proposta direttiva). Naturalmente, nulla impedisce alla società per azioni destinataria dell'obbligo di *due diligence* di adottare una *due diligence strategy* (o, per dirla nei termini della legge francese, un *plan de vigilance*) che postuli l'impegno – *volontariamente* assunto – a "far di più" di quanto preveda la legge imperativa locale (in materia di diritto del lavoro, diritto dell'ambiente, etc.). Ma, in tal caso, l'accertamento di una responsabilità civile (nel caso di condotta effettiva non conforme a quella enunciata in sede di impegno volontario) non sarebbe affatto una responsabilità da torto (di tipo aquiliano), ma semmai una responsabilità contrattuale o quasi-contrattuale originata dall'effettiva assunzione (*volontaria*) di quell'impegno *erga omnes* di "fare di più".

Parrebbe, insomma, del tutto incoerente assumere che la *due diligence* che si ipotizza di imporre alle società per azioni con la proposta di direttiva in discorso possa condurre all'accertamento *automatico* di una qualsivoglia corresponsabilità per un «fatto» o «omissione» di una «società controllata» o di una «controparte contrattuale nella catena di fornitura» che, ai sensi del diritto imperativo localmente applicabile, *non comporti alcuna violazione di legge* (ad es., stabilimento inquinante ma nei limiti di legge; rapporti contrattuali con i dipendenti coerenti con la legge applicabile ancorché meno

<sup>39</sup> N. LENOIR, *La loi sur le devoir de vigilance ou les incertitudes de la transformation du droit souple en règles impératives*, in *La Semaine Juridique Entreprises et Affaires*, 25 Juin, 2020, 1250 ss.; A. REYGROBELLET, *Devoir de vigilance ou risque d'insomnies?*, in *Revue Lamy droit des affaires*, 2017, 1 ss.

<sup>40</sup> Che la legge francese sul *devoir de vigilance* sia ambigua è stato anche rilevato dal Conseil Constitutionnel (Cons. const., 23 marzo 2017, n. 2017-750) che ha infatti accertato l'incostituzionalità della sanzione pecuniaria per la mancata redazione del piano per contrarietà al principio di legalità delle sanzioni punitive di cui alla dichiarazione del 1789 sui diritti dell'uomo. La norma che impone la responsabilità civile non ne è risultata impattata solo perché lo stesso Conseil Constitutionnel ha accertato come la norma rinvii al diritto civile comune (sicché, salvo per l'estensione della responsabilità civile dall'autore del fatto – società controllata o "controparte stabile" nella catena di fornitura – la responsabilità civile sussiste solo se giustificata dall'ordinaria applicazione del diritto comune).

protettivi della corrispondente legge europea; etc.). L'effetto ordinario ragionevolmente ipotizzabile è, piuttosto, quello di determinare (così come nel caso della legge francese) la premessa (i) per un *piercing the corporate veil* (nel caso di un illecito della società controllata che sarebbe stato evitabile in caso di adeguata *due diligence* da parte della controllante) ovvero (ii) per un'estensione della responsabilità anche per il fatto di un soggetto formalmente extra-gruppo (ma di fatto suscettibile di essere qualificato come "quasi" endo-gruppo) (sempre, beninteso, sul presupposto di una negligente *due diligence*), ma, in entrambi i casi, rispetto ad una responsabilità civile che, per il diritto comune e, dunque, sul presupposto indefettibile di una violazione di legge, sia comunque originariamente imputabile al *primary violator* (società controllata o controparte stabile nella catena di fornitura)<sup>41</sup>.

Si consideri ora l'ulteriore importante norma destinata alle società per azioni (per l'esattezza, ai loro consigli di amministrazione): quella che imporrebbe agli organi sociali di ciascuna impresa di includere una apposita politica di «sostenibilità» nella propria strategia aziendale al fine di contribuire al raggiungimento, da parte dell'Unione Europea e degli Stati Membri, degli obiettivi di sviluppo sostenibile definiti dalle Nazioni Unite nel 2015<sup>42</sup> e quelli in materia di cambiamento climatico definiti, nello stesso anno, dall'Accordo di Parigi<sup>43</sup>.

Anche in tal caso, infatti, la questione chiave è sempre la stessa: è pensabile che la politica di «sostenibilità» la cui adozione è imposta alle imprese private debba importare l'assunzione, da parte loro, di un "obbligo di sostenibilità" (sociale, ambientale, affe-

---

<sup>41</sup> La legge francese sul *devoir de vigilance*, che costituisce la premessa fondamentale per la proposta di direttiva in commento, ha tratto origine, come noto, dalla tragedia del Rana Plaza: il crollo dell'edificio in Bangladesh che ha causato la morte di oltre mille dipendenti. La vicenda ha avuto enorme eco mediatica, giacché la maggior parte delle vittime lavorava in condizioni di quasi-schiavitù e, per di più, in un edificio che parrebbe essere stato ampliato senza i prescritti permessi e che, soprattutto, non sembra potesse essere utilizzato per finalità industriali (bensi, soltanto, commerciali) (la circostanza è rilevante perché il crollo parrebbe essere stato cagionato dal maggior peso delle attrezzature industriali rispetto a quelle normalmente in uso in un esercizio meramente commerciale). Poiché la maggior parte delle vittime lavorava, direttamente o indirettamente, per i più importanti *players* europei e nordamericani nel settore tessile, la tragedia del Rana Plaza ha sollecitato enormi critiche al "capitalismo selvaggio" che, grazie all'esternalizzazione dei rischi vuoi tramite società controllate vuoi tramite società formalmente estranee al gruppo ma di fatto sotto il "dominio commerciale" del gruppo occidentale (in buona sostanza: la "controparte stabile nella catena di fornitura"), parrebbe riuscito a tenersi alla larga dalle pretese risarcitorie delle vittime. Naturalmente, l'eventuale adozione della direttiva europea in commento, ancorché interpretata nei termini restrittivi di cui nel testo, indurrebbe l'effetto importante di estendere la responsabilità direttamente imputabile alle *legal entities* autrici dell'illecito (a seconda del caso, le società controllate da parte dei gruppi occidentali operanti nel settore dell'abbigliamento; le società estere loro fornitrici; le società proprietarie dell'edificio crollato anche a causa di eventuali abusi costruttivi e/o di utilizzo) *anche alla società* europea che (i) controlli (direttamente o indirettamente) ovvero (ii) intrattenga una relazione stabile con la *legal entity* che sia accertata come *primary violator*. Sull'incidenza della tragedia del Rana Plaza rispetto alla legge francese del *devoir de vigilance*, cfr. CONSEIL GENERAL DE L'ÉCONOMIE, DE L'INDUSTRIE ET DES TECHNOLOGIES, *Evaluation de la mise en œuvre de la loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*, Rapport à Monsieur le ministre de l'économie et des finances (a cura di A. DUTHILLEL-M. JOUVENEL).

<sup>42</sup> UNITED NATIONS, *Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015 – Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, consultabile sul sito [https://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=E](https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=E).

<sup>43</sup> L'accordo di Parigi sul cambiamento climatico (stipulato il 12 dicembre 2015 ed entrato in vigore il 4 novembre 2016) è disponibile sul sito [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf).

rente ai diritti umani, etc.) *eccedente* il mero rispetto delle norme imperative che ciascun ordinamento detta in materia?

Rispondere affermativamente sembra piuttosto contraddittorio.

L'Unione Europea ha, ad esempio, assunto l'impegno a rendere entro il 2050 il proprio territorio di competenza "*climate neutral*" – e cioè non generatore di alcun "insostenibile" contributo negativo al riscaldamento globale<sup>44</sup>. A questo fine, tanto l'Unione Europea quanto gli Stati Membri possono certamente operare con svariati strumenti: essi possono istituire *limiti imperativi* a certe emissioni inquinanti magari di intensità crescente nel corso del tempo e/o possono istituire meccanismi incentivanti diretti a promuovere l'adozione *volontaria*, da parte dei privati (e, segnatamente, delle società azionarie), di politiche di sostenibilità più "virtuose" rispetto a quelle meramente conseguenti al rispetto dei limiti imperativi applicabili.

Ora, una volta che il diritto euro-unitario o nazionale abbia fissato certi limiti imperativi, ciò vuol dire che quel diritto *consente* e non *vieta* che una certa impresa inquina nei limiti della soglia fissata *ex lege*. È certo possibile che tale soglia si riveli insufficiente al raggiungimento degli obiettivi che l'Unione Europea ha assunto, ma è altrettanto certo che non si può in alcun modo immaginare che a "pagare" per l'erronea determinazione del limite imperativo possa essere l'impresa privata che quel limite imperativo abbia diligentemente rispettato: se l'ordinamento sovrano (sia esso l'Unione Europea o ciascuno Stato Membro) ritiene che, al fine di rispettare i propri obblighi pubblici internazionali, sia doveroso procedere ad una revisione dei limiti imperativi, esso non ha che da farlo. Ma se non lo fa, allora, non può poi imputare alle imprese private le conseguenze "insostenibili" di una legislazione mal congegnata<sup>45</sup>.

Ancora un esempio. È legittimo ritenere che un obiettivo commendevole di "sostenibilità sociale" sia quello di assicurare il minor livello di disoccupazione nell'Unione Europea (o, anzi, nell'intero Pianeta). Ma è un dato di fatto che il diritto del lavoro europeo consente alle imprese di procedere a licenziamenti collettivi nel rispetto di certe procedure di consultazione. Ora, una volta che il diritto del lavoro generalmente applicabile nell'Unione Europea *consente* e non *vieta* il licenziamento collettivo, è certo possibile che il tasso di disoccupazione, magari per effetto della rivoluzione digitale, risulti intollerabilmente elevato e, quindi, "socialmente insostenibile". Naturalmente, l'ordinamento sovrano (sia esso l'Unione Europea o gli Stati Membri) può, in tal caso, ritenere opportuno intervenire con norme imperative (quali, ad esempio, quelle eccezionalmente introdotte durante la recente pandemia da Covid-19). Ma se non lo fa

<sup>44</sup> EUROPEAN COMMISSION (2019), *The European Green Deal*, COM (2019) 640 final, Brussels, dove si legge che «[s]ustainability should be further embedded into corporate governance framework, as many companies still focus too much on short-term financial performance compared to their long-term development and sustainability aspects».

<sup>45</sup> Nello *Study on directors' duties and sustainable corporate governance – Final Report*, cit., 108, si esprime l'avviso che «by mandating targets in line with global goals and framework, option C3 [Ndr: la proposta di obbligare i consigli di amministrazione ad approvare politiche di sostenibilità] would also contribute to achieving the objectives of an effective transition to a climate-neutral, green EU economy, and to implementing the UN SDGs». Ma, appunto, delle due l'una: (i) o, alla luce degli impegni internazionali assunti dall'Unione Europea, si introducono specifiche norme imperative a tutela dell'ambiente a carico di tutte le imprese, (ii) ovvero non si può pretendere poi che esse *spontaneamente* facciano più di quello che la legge (imperativa) richiede. È questa ambiguità di fondo che rende la prospettiva auspicata dalle riforme europee in discussione sostanzialmente contraddittoria.

e se cioè continua a *consentire*, e non *vietare*, il licenziamento collettivo, allora, non può poi farsi “pagare” alle imprese private la mancata adozione di un “obbligo di sostenibilità sociale” eccedente il rispetto della normativa imperativa di volta in volta applicabile. Altrimenti detto: nessuna conseguenza pregiudizievole può essere imposta all’impresa privata che abbia *legittimamente* proceduto ad operare quel licenziamento collettivo che, pure, certamente infligge alla classe dei lavoratori un “pregiudizio” (pregiudizio di fatto, appunto, e non di diritto).

Se questo è vero, come pare innegabile, ciò vuol dire che l’imposizione dell’*obbligo* di inclusione di una politica di «sostenibilità» nella strategia aziendale – qualora divenisse diritto euro-unitario – non potrà affatto importare, altresì, l’*obbligo* per le imprese private di adottare *standard* di “sostenibilità” *più stringenti* di quelli previsti dalla legge imperativa, pena lo stravolgimento radicale della ripartizione di compiti fra il legislatore (che fissa i limiti imperativi) e il settore privato (cui si richiede di rispettare proprio quei limiti) o, se si vuole, fra Stato e Mercato.

Qualora, dunque, questa proposta normativa divenisse davvero diritto euro-unitario applicabile, l’unica interpretazione a nostro avviso coerente sarebbe la seguente: le società per azioni saranno, pure, tenute a rendere esplicita la propria politica di «sostenibilità» (sociale, ambientale, etc.), ma esse non saranno mai *tenute* a adottare criteri di condotta che eccedano il livello minimo richiesto di volta in volta dalla legge. L’*obbligo* di elaborazione di una politica di «sostenibilità» non può, allora, che ridursi ad un «*obbligo di rendere pubblicamente noti*» i propri *standard* di condotta: (i) semplicemente allineati al rispetto delle norme imperative *ovvero* (ii) “virtuosamente” o “sostenibilmente” eccedenti quelle soglie imperative, ma su basi esclusivamente *volontarie*.

4. *A proposito dei (proposti) obblighi di due diligence sociale e ambientale e di adozione di politiche di sostenibilità: stakeholderism «forte» o stakeholderism solo apparente?* – Può, a questo punto, tracciarsi una prima conclusione circa l’effettivo *stakeholderism* di queste proposte di riforma con riguardo a quelle miranti all’introduzione di questi (eventuali) nuovi obblighi imposti alle società per azioni: obblighi di *due diligence* sociale e ambientale e obblighi di adozione di politiche di sostenibilità.

Orbene, a dispetto dei proclami che le accompagnano, né la norma che imporrebbe alle società per azioni di compiere una *due diligence* sui rischi di impatto negativo su «diritti umani», «ambiente» e «buona *governance* di paesi, territori e regioni», né la norma che imporrebbe alle società per azioni l’obbligo di includere una politica di «sostenibilità» nella propria strategia aziendale avrebbero l’effetto di modificare *realmente* gli obblighi di condotta loro imposti nell’esercizio della propria attività di impresa: precisamente, anche ove tali norme divenissero norme vigenti, le società per azioni continuerebbero ad essere *tenute* a rispettare le norme imperative di volta in volta applicabili (a tutela dei «diritti umani», «ambiente», etc.), pur essendo incentivate (ma non obbligate) ad adottare, su base esclusivamente *volontaria*, *standard* di condotta più virtuosi.

Sotto questo profilo, non v’è pertanto, al di là delle contrarie (ingannevoli) apparenze, alcun vero cambio di passo fra la “filosofia” della legislazione europea in materia di obblighi di *disclosure* di informazione non-finanziaria e la “filosofia” di queste propo-

ste di riforma ora in discussione<sup>46</sup>: il legislatore europeo può, sì, indurre le società per azioni ad un obbligo di trasparenza circa il grado della propria «responsabilità sociale» ovvero circa il grado di «sostenibilità» del proprio modello di *business*; può, sì, auspicare che la trasparenza possa attivare meccanismi di pressione dell’“opinione pubblica” (investitori, consumatori, dipendenti, cittadini interessati) che possano indurre l’impresa a decidere di adottare un modello di *business* più “responsabile” o più “sostenibile” (sulla falsariga di quella prospettiva che la dottrina domestica ha qualificato in termini di *stakeholderism* «democratico»); ma, la scelta dell’impresa privata circa il «se» e il «quanto» della propria «responsabilità sociale» o della propria «governance sostenibile» non può che restare una *libera scelta dell’impresa* compiuta sulla base di una propria valutazione di mera opportunità.

Tutto questo vuol dire solo una cosa: a dispetto delle apparenze, a nessuna delle norme che si sono fin qui esaminate può essere ascritto l’effetto di sancire il passaggio dalla tradizionale *governance* “*shareholder-centered*” ad una *governance* che si vorrebbe “*multi-stakeholder*” (come pure da taluno prospettato)<sup>47</sup> e, quindi, ispirata ad uno *stakeholderism* «forte»: ed infatti, nella misura in cui l’adozione di un criterio di “responsabilità sociale” ovvero di “sostenibilità” continua a essere oggetto di una *libera scelta* da parte dell’impresa privata e non invece di un *obbligo*, ciò vuol dire che l’ordinamento continua a rispettare il “diritto” dell’impresa privata di poter svolgere la propria attività di impresa conformemente al proprio codice di massimizzazione dell’utilità. Altrimenti detto: l’ordinamento incentiva, sì, la considerazione da parte della società per azione di interessi di altri *stakeholders*, ma, nella misura in cui la soddisfazione di tali interessi (in misura eccedente il rispetto delle applicabili norme imperative) è lasciata alla *libera valutazione di convenienza* dell’impresa privata, ciò vuol dire che non si verifica alcuna modifica nella «gerarchia dei valori»: la società per azioni non ha alcun obbligo di perseguire l’interesse dell’uno o dell’altro *stakeholder* «in sé e per sé»; ha, invece, la facoltà di farlo, allorché lo ritenga per sé conveniente. Ma siccome il codice di convenienza dell’impresa è quello del «profitto», ciò vuol dire che l’eventuale *volontario* perseguimento, da parte dell’impresa, dell’interesse di un qualsivoglia *stakeholder* interessato alla tutela di quei beni protetti – «diritti umani», «ambiente», etc. – resta pur sempre meramente «strumentale» e, quindi, gerarchicamente sotto-ordinato, rispetto all’obbiettivo «supremo» ovvero, appunto, il «profitto».

Certo, tanto la proposta disciplina in materia di obbligo di *due diligence* sui rischi di impatti negativi su «diritti umani», «ambiente» e «buona *governance* di paesi, territori e regioni», quanto la proposta disciplina in materia di inclusione di politiche di «sostenibilità» nella strategia aziendale prevedono appositi meccanismi di un obbligatorio coinvolgimento degli *stakeholders* e cioè meccanismi diretti a creare un obbligatorio “confronto” fra, da una parte, la società per azioni e, dall’altra parte, gli *stakeholders* portatori di interessi alla tutela di «diritti umani», «ambiente», etc.<sup>48</sup> (di nuovo, sulla falsariga di quello

<sup>46</sup> In senso contrario, S. ROSSI, *Il diritto della Social Corporate Responsibility*, cit., 121, secondo la quale «la concezione esclusivamente volontaristica della *Corporate Social Responsibility* e la sua rimessione alle dinamiche di mercato pare indebolirsi di fronte alla rilevata necessità di regolare con specifici doveri l’azione degli amministratori di società se la si vuole realmente capace di produrre gli effetti sperati».

<sup>47</sup> S. ROSSI, *Il diritto della Social Corporate Responsibility*, cit., 121, che sottolinea i “rischi” e le “opportunità” di una *governance multistakeholder*.

<sup>48</sup> Si dichiara favorevole ad una simile strategia normativa, F. DENOZZA, *Lo scopo della società*:

*stakeholderism* «democratico» nell’accezione ad esso dato dalla nostra dottrina).

Ma nemmeno questi meccanismi sembrano in alcun modo idonei ad alterare la “gerarchia di valori” che ispira la condotta imprenditoriale delle imprese. Attribuire un «diritto di parola» (*voice*) agli *stakeholders* non equivale affatto ad attribuire loro – cosa ben diversa – il «diritto di esigere» che l’impresa modifichi la propria condotta laddove essa non lo ritenga per sé conveniente secondo il codice di massimizzazione della propria soggettiva utilità<sup>49</sup>.

Si immagini che una certa impresa intenda costruire un certo impianto, sì, inquinante, ma pur sempre nei limiti imperativi applicabili. È ben possibile che un nuovo diritto europeo ispirato dalle riforme ora in discussione possa imporre all’impresa di stabilire un “tavolo di concertazione” con la comunità locale interessata a tutelare l’«ambiente». Ed è anche ben possibile che, grazie all’imposizione di questo “tavolo di concertazione” ed in ragione della più o meno intensa capacità di pressione degli *stakeholders* interessati, l’esito possa essere quello dell’adozione, da parte della società per azione in questione, di uno *standard* di condotta più “virtuoso” rispetto a quello conseguente dal mero rispetto dei limiti imperativi imposti dalla normativa applicabile. Ma, nella misura in cui agli *stakeholders* interessati sia attribuito solo un «diritto di parola» (*voice*) e non il «diritto di esigere» la costruzione di uno stabilimento meno-inquinante di quanto consentito dalla legge imperativa, tutto ciò non potrà mai essere interpretato come una

---

dall’organizzazione al mercato, in ODC, 2019, 625, il quale vede anche favorevolmente la previsione di una rappresentanza, sia pure rigorosamente minoritaria, degli *stakeholders* negli organi amministrativi delle società in cui investono gli investitori istituzionali: «misura che potrebbe essere presentata, e, forse, accolta, come strumento per migliorare quella contrattazione con le esigenze degli *stakeholders* che neppure il più integralista sostenitore della *shareholder primacy* può pensare che possa essere in pratica costantemente evitata»; ID. in A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in ODC, 2019, 607: «questa presenza [NdR: quella dei rappresentanti degli *stakeholders* presso i consigli di amministrazione] trasforma inevitabilmente il consiglio di amministrazione da organo tecnico in organo politico ed è, dunque, in questi termini che il consiglio di amministrazione deve essere pensato. [...] *board* dovrebbe costituire il luogo istituzionale in cui tali interessi sono presentati alla società: un luogo, cioè, in cui gli interessi dei vari *stakeholder* vengono portati a conoscenza gli uni degli altri e sono oggetto di elaborazione e riflessione, con l’ultima parola lasciata – realisticamente – ai rappresentanti degli azionisti»; similmente, V. CALANDRA BUONAURA, *ivi*, 598, per il quale, tuttavia, la norma che prescrive la rappresentanza degli *stakeholders* presso gli organi amministrativi delle società dovrebbe essere assunta a livello globale; e M. LIBERTINI, *ivi*, 601: «l’esperienza di cogestione mi pare ben assimilata ed esperienze di cogestione più articolate tra organismi in cui sono rappresentati anche gli enti locali o rappresentanze di altri *stakeholder* appaiono meno pericolose di un ricorso ampio ad alle azioni di responsabilità e alla discrezionalità giudiziaria». In senso contrario, invece, R. SACCHI, *ivi*, 608: «l’interesse degli *stakeholder* può rilevare solo come limite esterno dell’azione dell’impresa e i manager dovrebbero operare per massimizzare lo *shareholder value*. Questo, però, entro i limiti posti dalla legge a protezione delle varie categorie di *stakeholder*»; nella stessa direzione, S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, cit., 126-127.

<sup>49</sup> Proposte nella direzione di attribuire agli *stakeholders* una rappresentanza negli organi amministrativi delle *corporations* sono anche quelle di A.N. LICHT, *Stakeholder Impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of Corporation*, cit. Ma, appunto, il “diritto di tribuna”, di per sé, non modifica la “gerarchia dei valori” e, quindi, i criteri deontici dell’azione gestoria. Giustamente, dunque, M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale di impresa della Business Roundtable*, in ODC, 2019, 632, osserva: “non sarebbe compatibile con la libertà d’impresa, invece, una normativa che riconoscesse *ex lege* interessi legittimi o diritti soggettivi in capo a *stakeholder* non rappresentati in organi societari, e qualificasse tali situazioni soggettive come suscettibili di tutela diretta nei confronti della società” (anche se non è chiaro, se ad una diversa soluzione, secondo Libertini, sarebbe invece possibile pervenire nel caso in cui agli *stakeholder* fosse riconosciuta una rappresentanza nei *board* della *corporation*: conclusione che, come si vedrà oltre nel testo, a nostro avviso, non sarebbe comunque condivisibile).



modifica in senso *stakeholder-oriented* della *governance* della società per azioni. Ed infatti, se la società azionaria che sia stata *obbligata* ad aprire il “tavolo di concertazione” è pur sempre *facoltizzata* a respingere le istanze di “sostenibilità” provenienti dagli *stakeholders* interessati, ciò vuol dire che: (i) se la società per azioni resta impermeabile a tali istanze (come essa ha il diritto di restare), la sola “sanzione” non sarà giuridica, ma solo, per così dire, “politica” (essa subirà le eventuali conseguenze negative in termini reputazionali derivanti dalla sua impermeabilità alle istanze sociali di “sostenibilità”); (ii) se, invece, la società per azioni non resta impermeabile ed accoglie *volontariamente* quelle istanze, essa lo fa, evidentemente, perché valuta che i «benefici» diretti e/o indiretti della linea di condotta “sostenibile” (pur magari finanziariamente più costosa) siano maggiori dei «costi» della linea di condotta “non-sostenibile” (pur magari finanziariamente meno costosa).

Ma tutto questo – si ribadisce – non altera in alcun modo la «gerarchia di valori» che ispira la condotta dell’impresa, la quale continua *telle quelle* ad essere retta dal codice della massimizzazione delle proprie utilità sulla base di una valutazione comparativa di costi/benefici. Tutt’al più, l’imposizione dell’obbligo del coinvolgimento degli *stakeholders* nei processi di formazione delle strategie aziendali può avere l’effetto di incrementare il «costo sociale» (cioè il costo in termini di cattiva reputazione) di una certa condotta imprenditoriale e, quindi, di incidere sull’esito della valutazione complessiva di «costi»/«benefici», ma non certo quello di incidere, a monte, sulla “metodologia” in forza della quale ciascuna società per azioni decide di adottare l’una o l’altra linea di condotta. Il metodo è, e non può che essere, sempre lo stesso: la società per azioni opererà per la linea d’azione che, «tutto considerato» (ivi inclusi i costi sociali in termini di cattiva reputazione), risulterà per essa la più idonea a massimizzare la propria utilità e, cioè, il proprio profitto<sup>50</sup>.

La tecnica normativa diretta ad attribuire a certi *stakeholders* un mero diritto di *voice* rispetto all’impresa non è, peraltro, affatto nuova nella tradizione del nostro diritto.

Si pensi, ancora, al diritto di licenziamento collettivo. Anche in tal caso, l’ordinamento, da una parte, attribuisce all’impresa privata il diritto di licenziare, ma, dall’altra parte, le impone l’obbligo di attivare certe procedure dirette a consentire ai dipendenti e alle loro organizzazioni sindacali di poter “contrattare” una soluzione più conforme ai loro interessi. Anche in tal caso, è ben possibile che, grazie a questo “tavolo di concertazione” ed in ragione della più o meno intensa capacità di pressione delle organizzazioni dei lavoratori, l’impresa possa, alla fine, decidere di adottare una linea d’azione più *stakeholder-oriented*. Ma nessuno ha mai pensato che l’istituto del licenziamento collettivo comportasse il passaggio da una *governance* di tipo *shareholder-centric* ad una *governance* di tipo *multi-stakeholder*. L’impresa continua pur sempre a

<sup>50</sup> Giustamente, M. MAUGERI, «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in *ODC*, 2019, 639, con riguardo ad un ordinamento, quello tedesco, che come noto per le grandi società per azioni ha adottato il modello della c.d. *Mitbestimmung*, osserva giustamente quanto segue: «non è un caso che in Germania l’introduzione della cogestione sia stata sottoposta al vaglio del *Bundesverfassungsgericht* (c.d. “*Mitbestimmungsurteil*” del 1979) e che la Corte ne abbia sancito la conformità alla *Eigentumsgarantie* (tutela della proprietà) prevista dall’art. 14 del *Grundgesetz* muovendo dal persistente principio della primazia degli azionisti sia in via diretta (come potere deliberativo nelle principali decisioni inerenti la struttura della società), sia in via indiretta (come prevalenza, in seno all’*Aufsichtsrat*, del voto dei rappresentanti dei soci rispetto a quello dei rappresentanti dei dipendenti)».

perseguire il proprio interesse secondo il proprio codice di massimizzazione dell'utilità e se *liberamente* decide, dopo la negoziazione con le organizzazioni sindacali del caso, di modificare la propria linea d'azione in senso più conforme agli interessi dei lavoratori, ciò vuol dire che, in quel caso, i «benefici» della linea d'azione alla fine adottata eccedono i corrispondenti «costi». Non v'è, dunque, alcuna modifica in termini di «gerarchia di valori», vi è piuttosto un meccanismo legislativo incentivante l'adozione di scelte imprenditoriali che, pur essendo pur sempre dirette alla massimizzazione dell'utilità (=profitto), si fondino su una più adeguata ponderazione dei «costi», diretti e indiretti, immediati e mediati, a quelle scelte connessi (ad es., il costo derivante da rapporti eccessivamente conflittuali con la propria forza lavoro; il costo derivante da una ridotta capacità di attrazione di talenti; il costo derivante dalla perdita di *appeal* rispetto a certe categorie di consumatori o di investitori; etc.).

Evidentemente, il legislatore non ha il «coraggio» di – o non ritiene comunque opportuno – intervenire dettando norme imperative a tutela di «dipendenti», «consumatori», «comunità locali» o «ambiente» più stringenti rispetto a quelle esistenti, ma attiva un processo di «negoziazione» fra, da una parte, la società per azioni e, dall'altra parte, gli *stakeholders*, auspicando che, per gli effetti reputazionali conseguenti ad un suo cattivo esito, la forza contrattuale (e non legale) di questi ultimi li possa condurre ad ottenere *de facto* soluzioni più soddisfacenti rispetto a quelle conseguenti dalla mera applicazione del diritto imperativo vigente.

Sia come sia, quel che può comunque dirsi è che lo *stakeholderism* che ispira le proposte normative europee fin qui discusse si riduce, in ultima analisi, ad uno *stakeholderism* di natura puramente «strumentale» o tutt'al più ad uno *stakeholderism* «democratico» (non tale, tuttavia, da alterare il regime di responsabilità degli amministratori dell'ente): le imprese sono semplicemente *incentivate*, ma non già *obbligate*, ad adottare politiche «sostenibili» o *stakeholder-oriented*; ma poiché la scelta di adottare simili politiche resta pur sempre soggetta alla libera valutazione di convenienza per l'impresa (sia pure *de facto* più o meno vincolata dalla «forza sociale» degli *stakeholders*), appare del tutto errato far discendere da quelle proposte normative l'effetto di una reale modifica della *governance* delle società per azioni e/o degli obiettivi di un'impresa azionaria. Anche ove queste proposte normative divenissero legge vigente, assumendone una corretta interpretazione coerente con i trattati europei, la *governance* delle società per azioni resterebbe assolutamente immutata: l'impresa privata continua a perseguire l'obiettivo della massimizzazione delle proprie utilità (=profitto) e, nel perseguire questo obiettivo gerarchicamente sovraordinato ad ogni altro, è semplicemente *incoraggiata* a compiere una più ampia ed articolata valutazione di «costi» e «benefici», cosicché le scelte imprenditoriali siano informate dal più alto grado di razionalità (razionalità, si intende, preservata proprio dalla primazia dell'obiettivo, quantificabile, del «profitto») <sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> Come, correttamente, si osserva nel *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit., 11: «[t]he concept that companies should try and maximise their 'profits' is nothing more than a confirmation of the need of the company to use its resources in the most efficient way. Equally with the notion that the company is run in the interest of shareholders. These concepts do not mean [...] that the company and its directors should pursue higher profits in the interest of shareholders regardless of any future consequences or even break the law in the process. What they mean is that shareholders have a direct interest in making the company as efficient and thereby

5. *A proposito dello (ipotizzato) nuovo regime di responsabilità degli amministratori: a) contraddittorietà di un regime di stakeholderism «forte» sotto il profilo della insuperabile indeterminatezza del «bene comune» e della non-componibile conflittualità degli interessi dei diversi stakeholders... – Si esamini ora l'altra macro-categoria di norme europee in materia di “sustainable corporate governance”: quelle concernenti obblighi direttamente imposti a carico degli amministratori di società per azioni*<sup>52</sup>. Qui la *sustainable corporate governance* interferisce direttamente sui contenuti del diritto societario.

Gli obblighi che si vorrebbero imporre ai *corporate directors* sono, sostanzialmente, i due seguenti:

a) l'obbligo di perseguire l'«interesse della società» attraverso un «adeguato bilanciamento» di una serie di interessi tutti di «pari dignità»: (i) interesse di lungo termine della società, (ii) interesse dei dipendenti, (iii) interesse dei consumatori, (iv) interesse dell'ambiente locale e globale e (v) interesse del consorzio umano nel suo insieme;

b) l'obbligo di identificare e mitigare rischi e impatti in termini di sostenibilità, sia interni che esterni, connessi alle attività della società e alla sua catena del valore.

L'obbligo *sub a)* sarebbe, inoltre, suscettibile di essere *enforced* anche da parte di tutti gli *stakeholders* interessati cui si darebbe legittimazione ad agire “per conto della società”<sup>53</sup>.

Ebbene, qui, il “cambio di passo” della legislazione europea parrebbe, effettivamente, innegabile. Qui, davvero, ci si troverebbe dinanzi alla pressoché rivoluzionaria modifica di principi che da sempre si sono creduti parte *non solo* del diritto societario europeo (e, per quel che ci riguarda, del diritto italiano), *ma anche*, ancor più gravemente, del senso stesso del diritto privato e, quindi, del rapporto di fondo fra Stato e Mercato, così come definito nei trattati europei e nella stessa Costituzione italiana. Si tratterebbe, in buona sostanza, nella trasformazione in vero e proprio «diritto vigente» di quell'interpretazione del *corporate purpose* – che si vorrebbe orientata non solo al «profitto», ma anche alla tutela degli *stakeholders* – rumorosamente pubblicizzata dall'ormai celebre *Business Roundtable* del 2019<sup>54</sup>.

---

as profitable as possible and that for this reason shareholders are well positioned to monitor and if necessary discipline management if they fail to use resources in this way».

<sup>52</sup> Un primo commento a queste proposte normative, di segno tendenzialmente negativo o quanto meno scettico, è quello di G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *ECGI, Law Working Paper* n. 559/2020, 63-66: «the Commission's proposals are still too generic to allow conclusions to be drawn in this regard and may develop in different directions depending on the detail of the relevant provisions and on the type of enforcement of fiduciary duties that a future directive may foresee». Si vedano, inoltre, le prese di posizione, in entrambi i casi fortemente negative, di M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y. WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, cit., e nel *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit.

<sup>53</sup> In ordine a questa proposta, gli studiosi del *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit. 17, si esprimono in termini assolutamente *tranchants*: «the Study recommends that the circle of plaintiffs that can enforce directors' duties is expanded to include that of 'stakeholders' beyond the shareholders, directors and creditors, [...] that today enjoy this right. Regardless of how the duties of directors are formulated in national company law, [...] we consider this a recipe for disaster».

<sup>54</sup> Naturalmente, l'orientamento favorevole alla modifica in senso *stakeholderist* dello scopo della società per azioni di diritto comune non ha niente a che fare con la tendenza, confermata anche dal legislatore

Vediamo, allora, di intendere bene quale sarebbe la reale portata di una norma che stabilisse che gli amministratori di una società per azioni debbono attribuire «pari dignità» all'interesse (di lungo termine) della società, da una parte, e agli interessi di tutti gli *stakeholders* sopra indicati, dall'altra parte: dipendenti, consumatori, comunità locali e globali interessate ad un ambiente sostenibile, e il consorzio umano nel suo insieme.

Occorre, innanzitutto, sgombrare il campo da un equivoco: se il compromesso (l'«appropriato bilanciamento» degli interessi) fosse da intendersi nel senso che esso non debba comunque essere tale da pregiudicare l'interesse della società a massimizzare il proprio valore nell'orizzonte temporale rilevante, allora, evidentemente, la norma finirebbe per ripetere la stessa prospettiva di *stakeholderism* meramente «strumentale» adottata, con *hard law*, dal legislatore britannico (Sect. 172, UK Company Act) ovvero, con *soft law*, dai Codici di Corporate Governance della maggior parte dei paesi europei, Italia inclusa<sup>55</sup>: gli interessi degli *stakeholders* sarebbero, sì, da considerare da parte degli amministratori, ma solo nella misura in cui tale considerazione risultasse funzionale – “mezzo” rispetto al “fine” – di contribuire alla massimizzazione dell'utilità soggettiva dell'impresa privata. Altrimenti detto, il “bilanciamento appropriato” non smentirebbe l'esistenza della ordinaria «gerarchia di valori»: il profitto è il «fine», l'adozione *volontaria* di politiche *stakeholder-oriented* il «mezzo».

Il senso della proposta normativa vorrebbe, però, essere tutt'altro: quello, per l'apunto, di passare dal vituperato «monoteismo» del profitto, all'agognato «politeismo dei valori»: un valore è il profitto, certo; ma valori (si noti bene) *equi-valenti* sarebbero (nella prospettiva della proposta di riforma) anche il «bene comune» e, segnatamente, il «bene» dei dipendenti, il «bene» dei consumatori, il «bene» delle comunità locali inte-

---

italiano con le cc.dd. società *benefit*, alla “neutralizzazione teleologica” del tipo *corporation* in forza della quale viene demandata all'autonomia privata (cioè, statutaria) la scelta in ordine al «fine» (che sia il «profitto» o che sia altra «finalità ideale»). Si veda, in luogo di molti, U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1 ss. e ID., *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG), e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 225 ss., nonché C. ANGELICI, *A proposito di Shareholders, Stakeholders e Statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 213 ss.

<sup>55</sup> Non può negarsi che anche nello *Study on directors' duties and sustainable corporate governance – Final Report*, cit., emerga una certa ambiguità di prospettiva. Con riguardo al concetto di «sostenibilità» (1, nota 1), lo studio adotta questa definizione: «sustainability is intended as the capacity of companies to pursue and manage their economic, social and environmental risks, opportunities and impacts, and to build resilience over time. It is understood that this is compatible with creating long-term value for the shareholders as well other company stakeholders, environment and the society at large». La definizione è ispirata da quella di B. SJÄFJELL, *When the Solution Becomes the Problem; the Triple Failure of Corporate Governance Codes*, in J.J. DU PLESSIS-C.K. LOW (ed.), *Corporate Governance Codes for the 21<sup>st</sup> Century*, Springer, Ginevra, 2017, 28-29, la quale definisce la sostenibilità in questi termini: «[w]hen business in aggregate creates value in a manner that is (a) *environmentally* sustainable in that it ensures the long-term stability and resilience of the ecosystems that support human life, (b) *socially* sustainable in that it facilitates the respect and promotion of human rights and good governance and (c) *economically* sustainable in that it satisfies the economic needs necessary for stable and resilient societies». Ora, sembrerebbe che, secondo tale prospettiva, la massimizzazione del valore (nel lungo termine) per gli azionisti sia “compatibile” con la massimizzazione del valore per gli *stakeholders*: ma se fosse così, allora, lo *stakeholderism* sarebbe, appunto, soltanto *instrumental* (nell'accezione della dottrina statunitense citata in esordio). Il problema – che lo studio in questione non affronta – è che questa prospettiva di massimizzazione del valore “per tutti” è semplicemente impossibile: il «benessere» non è una risorsa infinita, bensì “scarsa”, il maggior «benessere» per gli uni comportando, necessariamente, un minor «benessere» per gli altri. Ma su questo punto, che è il punto decisivo, lo studio (e molti dei suoi sostenitori) glissa.

ressate all'ambiente, il «bene» del consorzio umano globale nel suo insieme<sup>56</sup>.

Una norma del genere, se davvero avesse questo significato, esporrebbe a difficoltà insormontabili e, soprattutto, contraddirebbe principi di rilevanza fondamentale dei trattati europei e della nostra Costituzione italiana<sup>57</sup>.

Le difficoltà insormontabili sono, innanzitutto, quelle legate alla inesistenza di qualsivoglia «misura» del «bene comune» se non quella che può essere definita dall'ordinamento mediante l'imposizione di obblighi imperativi a sua tutela.

Ci si chiede infatti: è «bene» che una parte della popolazione non abbia lavoro? È «bene» che vi siano enormi differenze nel livello di remunerazione del lavoro umano? È «bene» che molti uomini e donne siano costretti, per provvedere al proprio sostentamento ad occupazioni alienanti e sotto-pagate? È «bene» consumare sostanze psicotrope o fumare tabacco o bere alcool? È «bene» utilizzare automobili o aeroplani inquinanti per il piacere o il bisogno di spostarsi da un luogo all'altro del pianeta? È «bene» che vi siano amplissime fasce della popolazione mondiale che vivono sotto la c.d. soglia di assoluta povertà?

È probabile che, se non a tutte, a molte di queste domande, molti ragionevoli cittadini del mondo risponderebbero negativamente. Ma questo non modifica affatto i termini del problema.

Qual è, infatti, la “giusta” ricetta per assicurare, ad esempio, il «bene» della piena occupazione e per di più con l'assicurazione che tutti abbiano accesso ad un lavoro coerente con le proprie inclinazioni e talenti? Nulla vi è di più conflittuale rispetto ad una simile questione: l'intera storia, sanguinosa e tragica, del Novecento ne è una chiara testimonianza. Qual è, ancora, la “giusta” ricetta per assicurare il «bene» della salute

---

<sup>56</sup> Nello *Study on directors' duties and sustainable corporate governance – Final Report*, cit., 61, si legge, ad esempio: «[i]n the absence of an EU intervention, the social norm of shareholder primacy would remain unchallenged and continue leading directors to focus on short-term profit maximization for the company shareholders, rather than making businesses more sustainable in the long run. It will also continue affecting directors' understanding of the duty of care as a duty to act in the best interest of shareholders, rather than in the interest of the company itself, leading them to prioritise shareholders' interest over the interests of other relevant company stakeholders. Moreover, the identification of sustainability risks and impacts will continue being substantially perceived as a retrospective exercise resulting from non-financial disclosure obligations, rather than integral part of directors' duty of care».

<sup>57</sup> In questo senso, M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *ODC*, 2013, 19-20: «l'art. 41 Cost afferma – secondo un'attendibile interpretazione del comma 2° – la cedevolezza della libertà di impresa in caso di conflitti con diritti fondamentali della persona umana, ma ciò è ben lungi dall'imporre all'impresa di perseguire scelte “socialmente responsabili” in situazioni in cui essa possa discrezionalmente indirizzare la sua attività in un senso o nell'altro. Per il resto l'art. 41 della Costituzione e l'art. 16 della Carta Fondamentale dei Diritti Fondamentali dell'U.E. rimettono al legislatore nazionale la determinazione dei limiti e dei vincoli a cui l'impresa è sottoposta e non impongono al legislatore determinate scelte in direzione della responsabilità sociale d'impresa»; così, anche, M. MAUGERI, «*Pluralismo*» e «*monismo*» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), cit., 641: «l'utilità di una simile dottrina [NdR: *stakeholder theory*] è discutibile. Essa sarebbe addirittura trascurabile qualora si intendesse la *stakeholder theory* come orientamento volto a interpretare l'interesse sociale in senso “quasi-pubblicistico” e a imporre agli amministratori un obbligo di perseguire interessi di terzi o comunque obiettivi di natura etica, sociale o ambientale. [...] Questa lettura negherebbe la funzione stessa della società per azioni come strumento di creazione di ricchezza destinato a operare sul mercato in condizioni di concorrenza e quindi secondo una logica di efficienza produttiva, piegandola al conseguimento di obiettivi ideali (e cioè al compito di proteggere e rendere accessibili ai diversi gruppi di *stakeholders* beni “pubblici” – come l'ambiente, l'eguaglianza sociale o di genere, i diritti umani – il cui valore non si lascia esprimere in termini monetari) che le sono storicamente estranei».

dei consumatori che, magari, vogliono consumare sostanze psicotrope, fumare e bere alcool pur consci delle conseguenze pregiudizievoli per sé e per i sistemi sanitari derivanti da un uso eccessivo? Anche qui, la risposta è tutt'altro che univoca, postulando diverse interpretazioni, tutte legittime, in materia di equilibrio fra "libertà di autodeterminazione" e "tutela della salute pubblica". Qual è, infine, la "giusta" ricetta per combattere le crescenti disegualianze sociali all'interno delle comunità nazionali e, ancor più gravi, fra le aree ricche e quelle povere o poverissime del nostro pianeta? Neppure questa è una questione rispetto alla quale non si debbano constatare i più accesi contrasti fra totalmente diverse visioni di «ciò che è bene» e di «ciò che è male»<sup>58</sup>.

Insomma: una misura del «bene comune» – bene dei lavoratori, bene dei consumatori, bene delle comunità locali, bene della società umana nel suo insieme – semplicemente non esiste. È solo la Politica che può decidere che un'«economia di piano» è «migliore» di un'«economia di mercato» o che un'«economia *sociale* di mercato» è «migliore» di una «economia di *puro* mercato». È la Politica che può stabilire che è «migliore» la regola che vieta *tout court* l'uso di sostanze psicotrope rispetto a quella che lo permetta. È la Politica che può stabilire «se» e «come» le disegualianze sociali debbano essere combattute.

Ma la Politica non è affatto una «scienza»; essa è piuttosto il luogo di massima espressione dei conflitti in ordine alle diverse, e tutte legittime, «concezioni del mondo». Affermare che l'unica misura del «bene comune» è la Politica equivale, dunque, a sottolineare che è solo la Politica il luogo ove *gli inevitabili conflitti* in ordine alla interpretazione di «ciò che è bene» e di «ciò che è male» sono (tendenzialmente) composti secondo logiche niente affatto «giusnaturalistiche», ma essenzialmente storico-sociali.

Ma le difficoltà non finiscono qui.

Non solo non esiste alcuna misura oggettiva o giusnaturalistica di ciò che è «bene comune» se non quella che viene definita nell'agone conflittuale della Politica, ma per di più ciascuno dei «beni» che contribuiscono al «bene comune» – «bene» dei lavoratori, «bene» dei consumatori, «bene» delle comunità locali, etc. – stanno, fra loro, in un rapporto a sua volta eminentemente conflittuale<sup>59</sup>. Se si fa il «bene» dei lavoratori di-

---

<sup>58</sup> Giustamente ha osservato M. STELLA RICHTER JR, *Longtermism*, cit., 33 ss.: «anche i due fattori tra loro coerenti in punto di concezione allargata – potremmo dire *multi-stakeholder* – dell'interesse sociale, e cioè quelli ambientali e sociali, possono all'atto pratico entrare in collisione. Il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa. Gli esempi sono sotto gli occhi di tutti: la continuazione della gestione di un sito produttivo che inquina pone a repentaglio l'ambiente e la salute di chi vive in quella zona, ma la chiusura dell'impianto avrà effetti disastrosi sulla occupazione in quella comunità. Ovviamente, si potrebbe pensare di imporre di procedere a tutte le necessarie riconversioni (ammesso che esse siano note allo stato della tecnica di quel momento) per salvare ambiente, salute e occupazione, ma ciò comprometterebbe la continuità aziendale e farebbe entrare in crisi la società: si riproporrebbero ancora una volta le contraddizioni in precedenza illustrate [NdR: le contraddizioni, cioè, fra varie accezioni di *sustainability* v. *sustainability*, rispetto alle quali, osserva l'a. "si dovrà decidere a quale sostenibilità – ambientale, sociale o economica – 'dare ragione' e in quale misura]».

<sup>59</sup> N. BARRY, *The Stakeholder Concept of Corporate Control Is Illogical and Impractical*, in *The Independent Review*, 2002, VI, 4, 551: «[t]he shift in meaning of *stakeholder* [...] has brought with it irresolvable problems. As we have noted, the range of stakeholders has been extended beyond the persons with a direct interest in the operation of the firm to include those who claim merely to be 'affected' by its activities. ... The new stakeholders make wildly divergent claims on the corporation. Some want shorter hours, others more pay; many wish to forgo profit for some environmental consideration; and even more want guaranteed job security. [...] In a stakeholder firm, their divergent demands are irreconcilable».

pendenti, si può fare il «male» dei lavoratori disoccupati; se si fa il «bene» dei lavoratori di una certa comunità, si può fare il «male» dei lavoratori di una certa altra comunità; se si fa il «bene» della comunità locale interessata ad un ambiente salubre, si fa il «male» dei lavoratori che rischiano il licenziamento; se si fa il «bene» delle generazioni future cui sarà assicurata molta acqua o altre forme di energia per il più lungo tempo a venire, si fa il «male» delle generazioni presenti (o di taluni membri delle stesse) che non saprebbero vivere senza trascorrere lunghi periodi in lussuose SPA o senza avere accesso all'energia che consente loro una vita agiata<sup>60</sup>.

Già queste considerazioni consentono di fissare un punto fermo: attribuire agli amministratori di società per azioni il compito di perseguire non solo il «bene», oggettivamente misurabile, del «profitto», ma anche, su basi di «pari dignità», il «bene comune», il «bene» dei lavoratori, il «bene dei consumatori», il «bene» delle comunità locali e globali, il «bene» della società umana mondiale e così via, significa, né più né meno, attribuire a costoro – *managers* incaricati dagli azionisti di gestire una società per azioni – un compito che solo la Politica, pur con tutte le sue imperfezioni, può perseguire. Significa, cioè, «politicizzare» la società per azioni ed il ruolo di coloro che la società per azioni gestiscono, esponendoli agli insuperabili «dilemmi» e «scelte tragiche» che solo e soltanto la Politica può trattare<sup>61</sup>. A che titolo e sulla base di quali criteri potrebbe mai il ceto professionale dei *managers* farsi interprete di ciò che è *socialmente* massimamente conflittuale e ovvero il «bene comune»? Pretendere dai *corporate directors* di assolvere ad un simile compito significa gravarli di un compito non già semplicemente gravoso, ma semplicemente impossibile<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y. WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, cit., 10, «the Report's suggested formulation leads to [...] serious tensions. Under the Report's proposal directors are to 'balance [...] interests of employees; [and the] interests of customers' against, inter alia, the 'interest of [the] global environment'. These often conflict. Take car manufacturers and oil companies: Their employees' interest in stable employment and their customers' interest in reliable and inexpensive individual transportation are at least in tension with the interests of the environment. As everyone is aware, balancing these interests has been a decade-long struggle in the EU and elsewhere. For example, European Countries are still divided on the merits of a carbon tax, and conventional cars continue to be widely used in spite of their obvious consequences for carbon emissions. We are sceptical that deputizing corporate boards – mostly elected by shareholders who are highly unrepresentative of the citizenry – to tackle these problems [...] is a good idea. The better way is for the EU and national policymakers to decide these issues and to expect the corporation to faithfully implement them». Insomma: la Politica, non il Mercato possono occuparsi del «bene comune».

<sup>61</sup> Anche per M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2019, 1003 (nota 36), attribuire ai *corporate executives* il compito di perseguire finalità di interesse generale equivale ad attribuire all'impresa una impossibile «responsabilità politica».

<sup>62</sup> In questa direzione, ad es., M.C. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, cit., 11 ss., per il quale «multiple objectives is no objective»; R. BERNABOU-J. TIROLE, *Individual and Corporate Social Responsibility*, in *Economica*, 2010, 12: «too many missions amount to no mission at all». Nella stessa direzione è orientata, in termini sostanzialmente, unanimi, la dottrina italiana: ad es., M., LIBERTINI, in A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, cit., 602; R. SACCHI, *ivi*, 608; M., MAUGERI, *ivi*, 611; ID., «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), cit., 642: «la verità è che la teoria che assegna agli amministratori il compito di ricercare una 'concordanza pratica' tra i vari interessi dà luogo a incertezza giuridica, con aumento dei costi transattivi, e alla possibilità di giustificare qualunque scelta richiamandosi al vantaggio ora dell'uno ora dell'altro gruppo di *stakeholders* con il conseguente pericolo di condotte opportunistiche e aumento dei costi di agenzia».

6. (Segue) ... b) incompatibilità di un regime di stakeholderism «forte» con i principi costituzionali europei e domestici e contraddittorietà della scelta di attribuire agli stakeholders un rimedio meramente “derivativo” ... – Ma vi è di più. Una simile scelta, oltre ad essere in sé e per sé impercorribile, sarebbe altresì contrastante con i principi fondamentali che innervano l’Unione Europea<sup>63</sup> e, per quanto ci riguarda, l’ordinamento giuridico costituzionale italiano.

Se davvero si muovesse da una prospettiva di «politeismo di valori» – “pari dignità” fra «profitto», da un lato, e «bene comune» (nelle sue varie declinazioni), dall’altro lato<sup>64</sup> –, ciò equivarrebbe ad *imporre* alla società per azioni una imprecisata distribuzione di ricchezza a carico dei «proprietari» (gli azionisti) e a beneficio degli *stakeholders* (lavoratori, dipendenti, membri della comunità locale, cittadini del mondo...). Le si imporrebbe cioè quel compito di *redistribuzione della ricchezza* che, in un ordinamento che incorpori i principi dell’«economia di mercato fortemente competitiva» (sia pure economia *sociale* di mercato) non può che essere essenzialmente statale o comunque pubblico<sup>65</sup>.

Per rendersene conto si faccia il seguente esempio.

Si immagini che, rispetto ad un certo obiettivo gestorio, siano possibili due alternative linee d’azione: la prima (linea d’azione A) è quella puramente *profit-driven*; la seconda (linea d’azione B) è, invece, quella che realizza l’“appropriato bilanciamento” fra l’interesse della società e l’interesse di tutti gli *stakeholders*. Naturalmente, se sia l’una che l’altra linea d’azione fossero in grado di consegnare agli azionisti lo stesso identico *quantum* di profitto, il problema non si porrebbe: in tal caso, infatti, lo *stakeholderism* della linea d’azione B si rivelerebbe puramente “strumentale” per il raggiungimento dell’obiettivo della massimizzazione della utilità soggettiva della società in questione e si risolverebbe, quindi, in ultima analisi, in un sostanziale “ordinario” *shareholderism*. Il problema, invece, si tocca con mano, solo nel “caso critico” e cioè se si ipotizza che la linea d’azione A consegni agli azionisti il profitto X, mentre la linea d’azione B consegni agli azionisti il minore profitto Y.

Ora, è evidente che l’adozione della linea d’azione *stakeholderist*, che si vorrebbe imposta dalla nuova norma europea in materia di doveri degli amministratori, avrebbe l’effetto di destinare una parte della ricchezza privata in ultima istanza di spettanza agli azionisti (nella precisa misura X-Y) a beneficio di quegli *stakeholders* il cui «bene» sia stato perseguito e soddisfatto dalla linea di condotta adottata dagli amministratori<sup>66</sup>.

<sup>63</sup> Nettissimo il giudizio reso dal *Response to the Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit., 2: «the policy pursued by the Study contravenes both fundamental concepts of ownership rights inherent in European law and the basic policies that underlie the founding treaties of the European Union».

<sup>64</sup> Un simile “politeismo dei valori” è quello che parrebbe derivare dalle seguenti parole dello *Study on the directors’ duties and sustainable corporate governance – Final Report*, cit., 77, che auspica che i «long-term interests of the company [be put on par] with other interests», cioè gli interessi degli *stakeholders*.

<sup>65</sup> Il problema è giustamente rilevato da M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1011 nei seguenti (condivisibili) termini: «l’adesione alla *stakeholder theory* non può essere accolta [...] perché, omettendo di fornire un criterio univoco per ordinare e comporre gerarchicamente nel singolo caso le preferenze dei diversi soggetti interessati alle decisioni dell’impresa, dà luogo a incertezza giuridica [...] e alla possibilità di giustificare qualunque scelta richiamandosi al vantaggio ora per l’uno, ora per l’altro gruppo di *stakeholders*: con il conseguente pericolo che gli amministratori perseguano arbitrariamente obiettivi redistributivi (e cioè aventi come effetto un trasferimento di ricchezza da un gruppo di *stakeholders* all’altro, a parità di valore complessivo dell’impresa), se non a vere e proprie condotte opportunistiche[...].»

<sup>66</sup> Sono, dunque, ancora attuali le considerazioni dell’importante saggio di G. MINERVINI, *Contro la funzionalizzazione dell’impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 618 ss.



Ma questo equivarrebbe, se non ad un vero e proprio esproprio di proprietà privata, quanto meno alla surrettizia imposizione di una tassa sull'attività di impresa al di fuori di tutti i principi che governano la soggezione dei privati alla potestà tributaria dello Stato<sup>67</sup>. Ciò che contrasterebbe, sul piano delle fonti costituzionali europee, con il principio di tutela della «libertà di impresa» nella Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (art. 16), con il principio di «economia sociale di mercato fortemente competitiva» incorporato nel Trattato sull'Unione Europea (art. 3, par. 3), con il principio di «un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza» incorporato nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (artt. 119-120)<sup>68</sup>; e, sul piano delle fonti costituzionali interne, con il principio secondo cui «l'iniziativa economica privata è libera» e solo la legge può determinare i limiti affinché essa possa essere indirizzata a «fini sociali» (art. 41 Cost.)<sup>69</sup>.

Effetto paradossale, certo, ma tutt'altro che sorprendente: il perseguimento del «bene comune» da parte dello Stato avviene, infatti, mediante la raccolta fiscale, a monte, e la spesa pubblica, a valle. E non è difficile rendersi conto che la «politicizzazione»

---

<sup>67</sup> Così, L. ZINGALES, *Friedman's Principle*, in L. ZINGALES-J. KASPERKEVIC-A. SCHECHTER (ed.), *Milton Friedman: 50 Years Later*, cit., 1 ss.

<sup>68</sup> In questa direzione, ad es., M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale di impresa*, in V. DI CATALDO-P.M. SANFILIPPO (a cura di), *La responsabilità sociale dell'impresa – In ricordo di Giuseppe Auletta*, Giappichelli, Torino, 2013, 19; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1003. In questo senso anche il *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit., 18: «the Study makes the observation that a failure to engage stakeholders undermine the company's 'social license'. We note that this is not a legal concept, since companies do not require any prior political approval to operate. It used to be part of company law, mostly in pre-democratic times, but was generally abandoned in the 19<sup>th</sup> Century where it was replaced by a system according to which everybody were entitled to form a company and pursue business simply by observing the statutory and objective conditions in statutory law on capital and registration. The right of every individual to take up business without obtaining any prior political permission or license is today safeguarded by article 16 of the EU Charter».

<sup>69</sup> Così, di nuovo, M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale di impresa*, cit., 20; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1010, per il quale un intervento normativo che obbligasse gli amministratori della società per azioni a perseguire fini di interesse generale sarebbe di dubbia costituzionalità «per contrasto con la tutela della proprietà azionaria e della libertà di impresa»; principi, osserva l'a., che permeano il diritto societario, come è stato sottolineato, ad es., da G. GUIZZI, *Il commissariamento di società per azioni ai sensi del d.l. 61/2013 tra funzionalizzazione dell'impresa e problemi di tutela costituzionale della partecipazione azionaria. Prime note a margine del (la seconda puntata del) caso ILVA*, in *Impresa e Mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, I, Milano, 2015, 324. Vedi anche M. MAUGERI in A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, cit., 600: «a voler tutelare le legittime aspettative degli stakeholder, è necessario che venga comunque salvaguardato un nucleo minimo di utilità economica per i soci [...] nel disciplinare lo scopo della società per azioni, il legislatore unitario dovrebbe confrontarsi, infatti, con l'interpretazione ampia data all'art. 17 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea dalla Corte di Giustizia, secondo la quale la proprietà comprende qualunque diritto, situazione soggettiva o interesse a contenuto patrimoniale e, quindi, certamente anche l'investimento azionario [NDR: evidenziazione aggiunta]; ID., «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), cit., 639. Anche P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. Soc.*, 2019, 1304: «[a]nche la parte più avanzata, più «costituzionalmente orientata», della dottrina negli anni successivi alla Costituzione ebbe ad osservare come sancire un'immediata precettività del limite dell'utilità sociale può condurre, da un lato, a legittimare con la qualifica di «socialmente utile» in generale l'attività di impresa, che non violi specifiche norme e vincoli, dall'altro, ad affidare al giudice il compito, proprio invece del legislatore, di fissare criteri e limiti che interpretino ciò che è di utilità sociale [NDR: enfasi aggiunta]».

del ruolo dei *corporate directors* avrebbe l'effetto paradossale di rendere questi ultimi coloro che, per un verso, auto-riscuotono le "tasse" dalla stessa società che amministrano e, per altro verso, decidono di impiegare la raccolta "fiscale" per finanziare quella "spesa pubblica" che essi hanno ritenuto di convogliare a beneficio di un qualche *stakeholder*<sup>70</sup>.

Surrettizia imposizione fiscale e, per di più, del tutto insuscettibile di assicurare la funzionalità di quel meccanismo concorrenziale che costituisce principio fondamentale dell'Unione Europea.

Quali mai sarebbero, infatti, i criteri in forza dei quali i *corporate directors* potrebbero auto-determinare la precisa quota di profitto sociale sacrificabile a beneficio degli *stakeholders*? Il due per cento, il cinque per cento, il cinquanta per cento? Come mai si potrebbe assicurare che la "tassa" auto-imposta dagli amministratori della società X non sia maggiore o minore di quella auto-imposta dagli amministratori della società concorrente Y? E come mai si potrebbe, allora, assicurare che la concorrenza fra l'una e l'altra impresa operi senza la turbativa conseguente alla strutturale indeterminazione di quest'onere fiscale surrettiziamente imposto dal nuovo ipotetico canone *multi-stakeholder* dei doveri degli amministratori? Per non dire poi: quali sarebbero i criteri con i quali questi *corporate directors* impropriamente investiti di compiti politici non loro dovrebbero identificare i beneficiari di questa "spesa pubblica" attraverso mani private? I consumatori? O i lavoratori impiegati? O quelli disoccupati? O quelli portatori di handicap? O i cittadini della comunità locale beneficiati da un impianto non-inquinante neanche nella misura consentita dalla legge imperativa? Quali sarebbero, cioè, i principi in forza dei quali i *corporate directors* dovrebbero decidere il *quomodo* di questa sostanziale redistribuzione della ricchezza per fini *lato sensu* sociali?<sup>71</sup>

Un simile regime normativo non solo sarebbe insuscettibile di trovare una qualsivoglia applicazione oggettiva e razionale, ma renderebbe impossibile il normale funzionamento di quell'economia di mercato fortemente competitiva che costituisce il fulcro fondamentale dell'Unione Europea<sup>72</sup>.

L'imposizione di questo regime normativo *multi-stakeholder* «forte» esporrebbe anche ad ulteriori macroscopiche contraddizioni non diverse da quelle che si sono già sopra segnalate con riguardo all'ipotetica interpretazione dell'obbligo di adottare una politica di "sostenibilità" che *obbligasse* (e non semplicemente *incentivasse*) le società per azioni ad adottare *standard* di condotta più rigorosi di quelli semplicemente derivanti dal rispetto dei vari *set* di norme imperative che tutelano lavoratori, consumatori, fornitori, comunità locali e società umana nel suo insieme.

<sup>70</sup> Questa è, in buona sostanza, la giusta critica rivolta da M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, cit., 5, secondo cui, un simile *stakeholderism*, trasformerebbe i *corporate executives* in un mostro che contemporaneamente funge da «legislator, executive and jurist».

<sup>71</sup> M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1022, che giustamente osserva: «[...]per ammettere [...] la legittimità di decisioni imprenditoriali volte a perseguire progetti socialmente responsabili dal valore attuale negativo [...], mancherebbe qualsiasi criterio idoneo ad orientare gli amministratori nella scelta di quanto investire in tali progetti e quindi della misura nella quale sacrificare l'interesse al valore e alla redditività della partecipazione».

<sup>72</sup> Sono, a nostro avviso, ancora insuperabili le considerazioni di M. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, cit., 238: «telling a manager to maximize current profits, market share, future growth in profits, and anything else one pleases will leave the manager with no way to make a *reasoned decision* [NdR: enfasi aggiunta]».

La contraddizione è, in essenza, la seguente: un ordinamento non può, allo stesso tempo, fissare una certa norma imperativa che fissa un certo limite di tutela di un certo «bene comune» protetto e, al tempo stesso, pretendere che un soggetto privato e, segnatamente, una certa impresa privata, debba assumere una condotta rispettosa di un limite di tutela *più elevato* rispetto a quello normativamente previsto. Se il limite di tutela fissato dalla norma imperativa è ritenuto insufficiente dall'ordinamento sovrano (sia esso l'Unione Europea ovvero ciascuno Stato Membro), esso non ha che da modificare quel limite e condurlo al livello ritenuto appropriato. Ma se l'ordinamento non lo fa e continua a tenere fermo il limite di tutela X, non può poi – salvo manifestamente contraddirsi – pretendere che i privati e, segnatamente, le imprese private debbano rispettare il più alto limite di tutela Y in nome di un generico obbligo di protezione della categoria di *stakeholder* tutelata da quella certa norma imperativa.

L'Unione Europea e gli Stati Membri, si è visto, hanno assunto l'impegno politico internazionale a rendere il continente europeo *climate-neutral* entro il 2050. Per raggiungere questo obiettivo di «bene comune», l'Unione Europea e gli Stati Membri possono certamente introdurre certi limiti imperativi sulle soglie consentite di emissione di certe sostanze inquinanti da parte degli stabilimenti o circa il livello di utilizzo di energia non rinnovabile o circa le modalità di smaltimento dei rifiuti. L'Unione Europea e gli Stati Membri possono anche introdurre incentivi affinché le imprese “facciano meglio” rispetto al mero rispetto dei limiti minimi fissati dalla legge imperativa<sup>73</sup>.

Ora, si assuma che il livello massimo di immissione di sostanze inquinanti sia, per legge, pari a X e ci si chieda: è forse possibile assumere che, in nome del dovere di perseguire il «bene» della comunità locale interessata ad un ambiente totalmente salubre, l'amministratore della società per azioni che intende realizzare lo stabilimento industriale «debba» (non semplicemente «possa») far sì che l'impianto inquina al livello Y e cioè meno di X (che è la soglia di legge) o che l'impianto non inquina *tout court*?

A nostro avviso, la risposta non può che essere negativa. Rispondere affermativamente significherebbe ammettere che l'ordinamento giuridico possa contenere due norme manifestamente contraddittorie: l'una (espressa) che fissa il limite fra il «consentito» e il «vietato» al livello X; l'altra (desunta dal canone *multi-stakeholder* dei doveri dei gestori sociali) che fissa il limite fra il «consentito» e il «vietato» al più basso livello Y (maggiormente ecocompatibile) ovvero, addirittura, al livello 0 (massimamente ecocompatibile). Ma questo esito è impossibile: un ordinamento giuridico non può contenere norme manifestamente contraddittorie. Se l'ordinamento sovrano ritiene che il livello imperativo fissato per legge sia insufficiente per realizzare il «bene comune» (per tutelare l'«ambiente», per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità fissati dalle Nazioni Unite, per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità fissati dall'Accordo di Parigi, etc.), la strada è obbligata ed è una soltanto: l'ordinamento deve esercitare la sua funzione politicamente sovrana di interpretazione del «bene comune» e rideterminare il limite imperativo che esso ritiene «appropriato».

Certo, in un mondo intensamente globalizzato qual è quello contemporaneo, il rap-

<sup>73</sup> M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y. WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, cit., 10, sollecitano, infatti, giustamente, un intervento del legislatore in termini di *regulation* (vincolante per le società per azioni).

porto tradizionale fra Stato e Mercato si incrina: il primo trovandosi sempre più spesso alla mercé del secondo. Da qui, la ben nota «crisi della sovranità» e «crisi della Politica» e, quindi, la sempre più evidente incapacità degli ordinamenti sovrani ad esercitare la propria funzione di interpreti del «bene comune» attraverso lo strumento principe che è quello della regolazione e della fissazione di norme imperative.

Alla *deresponsabilizzazione politica* dello Stato Sovrano (ma a sovranità limitata) fa da *pendant* il (maldestro) tentativo di *responsabilizzazione politica* della società per azioni. Tanto più lo Stato Sovrano (a sovranità limitata) abdica, almeno in parte, alla sua prerogativa fondamentale di interpretazione del «bene comune» nel campo proprio che è quello della Politica, tanto più si vorrebbe (maldestramente) *politicizzare* la società per azioni affidando ad essa compiti che essa non può assolvere<sup>74</sup>. Tanto più lo Stato Sovrano (a sovranità limitata) arranca nella sua capacità di definire “coraggiosamente” il «bene comune» (diritti umani, ambiente, società, etc.), quanto più si comprende il (maldestro) tentativo di attribuire al settore privato (imprese azionarie) un impossibile compito surrogatorio dell'*impasse* della Politica mediante una auto-contraddittoria “privatizzazione” di un concetto, quello di «bene comune», che può vivere (se non al prezzo di insuperabili contraddizioni) solo e soltanto nella dimensione *pubblica* della Politica e non certo nella dimensione *privata* dell'attività di impresa<sup>75</sup>.

La contraddizione si fa del tutto manifesta se si considera la norma che vorrebbe attribuire agli *stakeholders* la legittimazione ad agire nei confronti degli amministratori “per conto della società” per far valere violazioni del dovere gestorio di agire nel rispetto (anche) dei loro interessi. Tale norma, conformemente alle intenzioni dei fautori della riforma del diritto europeo, dovrebbe servire a rendere *enforceable* la nuova *governance* “sostenibile” e “*multi-stakeholder*”.

Ma tale norma, se interpretata approfonditamente, appare del tutto insuscettibile di consegnare il risultato auspicato.

È fondamentale il rilievo che, nei termini in cui la norma è congegnata, la legittimazione che si vorrebbe attribuire agli *stakeholders* è una legittimazione non già ad agire *nomine proprio*, bensì ad agire *nomine alieno* e cioè, appunto, “per conto della società”<sup>76</sup>.

<sup>74</sup> Nella stessa linea anche il *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, cit., 21: «[t]o mandate that certain politically favoured subjects form part of the business strategy of private enterprises is likely to cause more harm than doing any good. Contrary to the Study, we have little faith in politicians running companies and deciding on their business strategy. Europe has within the living experience of most adults experienced planned economies and the results were unhappy, both for humanity and the environment. To let politicians dictate the content of the business strategies of private enterprises will either be irrelevant if there is no public monitoring of these issues or, if there is such a monitoring, it will open up for direct political interference that risk repeating these unhappy results».

<sup>75</sup> Sulla tendenza alla “privatizzazione” della felicità pubblica e, quindi, del bene comune, sono ancora attuali le parole di A. HIRSCHMANN, *Felicità privata e felicità pubblica*, Bologna, 2013, 155 ss.

<sup>76</sup> M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, cit., 15, criticano la norma sotto altro profilo: (i) quello della conseguente “ingestibilità” della *business judgment rule* (per lo “strapotere” attribuito ai giudizi per misurare la legittimità dell'azione gestoria) e (ii) quello della incoerenza fra l'imposizione di una responsabilità agli amministratori di società per non aver assolto agli interessi “sociali” degli *stakeholders* e l'assenza di una analoga norma di responsabilità civile in capo agli esercenti i poteri pubblici (Governo) cui, primariamente, compete il compito di perseguire il «bene comune» («after all, we do not judicially enforce the public welfare mandate of governments and civil servants [...] The comparison to governments would be

Ora, si immagini che i *corporate directors* abbiano assunto una certa linea di condotta che abbia trascurato di considerare, ad es., l'interesse della comunità locale ad un ambiente salubre in ragione della decisione di dar corso alla costruzione di un impianto, sì, inquinante, ma inquinante nei limiti della norma imperativa applicabile. Poiché la legittimazione è attribuita agli *stakeholders non già* per far valere un interesse proprio, *bensi* soltanto per far valere un *interesse della società*, l'azione risarcitoria non potrebbe che risultare, per definizione, necessariamente infondata: se i *corporate directors* hanno optato per l'impianto inquinante nei limiti massimi consentiti della norma imperativa piuttosto che in ipotetici più rigorosi limiti *sustainability-oriented*, essi lo avranno fatto perché hanno considerato che quella linea di condotta (legittima, ma "non-sostenibile") sia *più conveniente*, per la società, di quanto non lo sarebbe stata quella *sustainability-driven* (che "virtuosamente" rispetta più rigorosi limiti auto-imposti dagli amministratori, ma consegna minore profitto agli azionisti). La società da loro amministrata trae, quindi, *benefici* e non *danni* per effetto di quella linea gestoria non adeguatamente *stakeholder-oriented*, sicché il rimedio *sociale* attivato dallo *stakeholder* eccezionalmente legittimato ad agire "per conto della società" risulta, strutturalmente, insuscettibile di condurre ad alcun risultato.

E se poi, invece, si dovesse ipotizzare il caso (meramente teorico) che gli amministratori sociali hanno errato, poiché proprio la linea d'azione *sustainability-driven* avrebbe effettivamente condotto alla società risultati *non peggiori, bensì migliori* (= sarebbe, cioè, stata più profittevole, sicché la sua mancata adozione è effettivamente produttrice di un danno per il patrimonio sociale), allora, la legittimazione degli *stakeholders* ad agire "per conto della società", non avrebbe altro effetto se non quello di incentivare gli amministratori ad adottare null'altro che la "ordinaria" *profit-maximization policy* (= se la considerazione di un interesse di *stakeholders* è funzionale ad incrementare il profitto, essa è "dovuta" esattamente come è "dovuta", pur nei limiti della *business judgment rule*, la considerazione di ogni fattore di rischio e opportunità che conduce alla scelta gestoria "migliore").

Ma questo è un esito assolutamente paradossale rispetto ad una norma che, almeno nelle intenzioni, vorrebbe condurre all'adozione normativa di una prospettiva di *stakeholderism* di tipo "forte", ove cioè l'interesse degli *stakeholders* fosse da perseguire "in sé e per sé" e non in ragione di una sua funzionalità a massimizzare il valore della società azionaria<sup>77</sup>.

---

quite apt if the Report's proposal regarding the scope of directors' duties were implemented»). Ma tali aa. non si avvedono dell'ulteriore critica (svolta nel testo) che poggia sulla circostanza che il rimedio ipotizzato – quello dell'azione diretta degli *stakeholders* – è comunque svolto "per conto della società": sicché il risarcimento andrebbe pur sempre a beneficio degli azionisti.

<sup>77</sup> Puntuali i rilievi di H. FLEISCHER, *La definizione dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. Soc.*, 2018, 804 ss. e 815: «il dovere degli amministratori di tenere conto degli interessi di non-azionisti sussiste solo nei confronti della società, sicché gli *stakeholders* non sono legittimati a fare valere l'eventuale violazione [direttamente nei loro confronti]: circostanza che appare oggi a tal punto ovvia da rendere raro in dottrina anche solo un accenno al riguardo. [...] Anche negli Stati Uniti la giurisprudenza ha sostanzialmente negato ai non-azionisti un'autonoma legittimazione (*standing*) per fare valere violazioni dei *constituency statutes*, sicché l'ondata di azioni di responsabilità inizialmente temuta da alcuni non si è ad oggi verificata. Che un approccio ai doveri degli amministratori non supportato da corrispondenti meccanismi di *enforcement* fosse destinato a rimanere un "ideale spuntato" che avrebbe finito per riconoscere al *management* enorme pienezza dei poteri, era stato prefigurato con chiarezza da Berle già nel 1932, nella sua replica a Dodd».

Insomma: ci sembra manifestamente contraddittorio, da una parte, postulare una *sustainable corporate governance* che si vorrebbe *multi-stakeholder* (= non più «monoteismo» del profitto, ma «politeismo dei valori»), ma poi, dall'altra parte, attribuire un rimedio di *enforcement* di una simile *governance* (precisamente, del dovere degli amministratori di perseguire un appropriato bilanciamento di confliggenti interessi), sì, agli *stakeholders* interessati, ma, pur sempre – si noti bene – “*per conto della società*”. Se si attiva un rimedio “per conto della società”, quale che sia il soggetto legittimato al rimedio *sociale*, l'interesse tutelato non può che essere quello, patrimoniale, *della stessa società* e non invece quello di terzi che sono portatori di interessi che, col primo, possono ben confliggere.

Una prospettiva di *stakeholderism* davvero «forte», che fosse coerentemente perseguita, dovrebbe necessariamente passare attraverso l'attribuzione di rimedi esercitabili dagli *stakeholders*, ma esercitabili *nel loro proprio interesse* (e cioè per far valere un «diritto proprio») e non nell'interesse della società (e cioè per far valer un «diritto altrui»). Ma l'attribuzione di un simile rimedio si scontra, di nuovo, contro manifeste contraddizioni.

Si immagini di nuovo il caso prima ipotizzato: quello della scelta gestoria di costruire un impianto inquinante, sì, ma nei limiti consentiti dalla normativa imperativa applicabile. Ci si chieda: sarebbe possibile ipotizzare che la comunità locale interessata ad un ambiente totalmente salubre possa agire per il risarcimento del danno per la violazione di un diritto «proprio», per l'appunto, quello a poter godere di un ambiente totalmente non-inquinato (o comunque meno-inquinato rispetto a quanto consentito dal diritto imperativo vigente)? La risposta, di nuovo, non può che essere negativa: se il diritto imperativo *consente* e non *vieta* che le imprese utilizzino impianti che inquinano fino al livello X, è impossibile ipotizzare che qualsivoglia soggetto privato possa dolersi del fatto che quell'impianto inquina nei limiti consentiti dalla legge. Attribuire allo *stakeholder* interessato un diritto al risarcimento del danno da inquinamento per effetto di un inquinamento *consentito* è auto-contraddittorio: se l'ordinamento ritiene che la soglia di inquinamento tollerabile non debba essere quella in allora fissata in misura pari a X, ma, in ipotesi, quella più bassa in misura pari a Y o addirittura quella pari a “zero-inquinamento”, esso non ha che da compiere questa scelta “politica”, per quanto “difficile” o “coraggiosa” essa possa essere. Ma se l'ordinamento persiste nel mantenere nella misura X la soglia di inquinamento *politicamente* fissata, ciò vuol dire che il «bene comune» è pienamente tutelato, e non violato fintantoché quella soglia minima normativamente istituita non venga superata<sup>78</sup>.

---

<sup>78</sup> Come si è visto, la dottrina italiana esclude che gli *stakeholders* possano lamentare un danno per “mancata considerazione dei loro interessi”. Ad esempio, M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1009 (nota 55), osserva: «questa disposizione [NdR: l'art. 2395 c.c.] presuppone la lesione di un “diritto soggettivo patrimoniale” [...] e quindi una individualizzazione del danno che nel caso di specie sembra invece esclusa dal carattere strutturalmente diffuso dell'evento lesivo (rintracciabile, tutt'al più, nella violazione del dovere degli amministratori di non escludere arbitrariamente un gruppo di *stakeholders* dal bilanciamento degli interessi)”. Nello stesso senso, anche M. STELLA RICHTER JR, *Longtermism*, cit., 48 (e nota 90). Sostanzialmente allineati anche: V. CALANDRA BUONAURO in A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, cit., 598: «individuare gli interessi degli *stakeholder* come oggetto di un dovere fiduciario degli amministratori crea un rilevante problema di *enforcement*. Con riguardo all'ordinamento italiano, si potrebbe pensare di allargare il campo di applicazione dell'art. 2395 c.c. Così facendo, però, le decisioni amministrative finirebbero per essere connotate da una insostenibile incertezza con la conseguenza di investire il giudice dell'enorme

Il punto, insomma, è sempre lo stesso: le uniche pretese che gli *stakeholders* possono legittimamente lamentare non possono che essere quelle fondate sulla violazione di un loro «diritto» che sia loro attribuito dall'ordinamento; ma la "perimetrazione" di questo «diritto» non può che costituire il diretto portato dei limiti imperativi che l'ordinamento pone all'esercizio di altri concorrenti «diritti». Se l'impresa privata ha il «diritto» di inquinare fino al livello X, ciò vuol dire che, salvo incorrere in manifeste auto-contraddizioni del sistema giuridico, non può esistere alcun «diritto» di terzi (*stakeholders*) a pretendere che l'impresa inquina meno del livello X. E se tale livello X viene ritenuto "insostenibile" (per i «diritti umani», per l'«ambiente», etc.), è l'ordinamento (cioè la Politica) che deve ridefinire il confine fra il «diritto» dell'uno (diritto dell'impresa) e il «diritto» degli altri (diritti degli *stakeholders*). Il confine, però, può essere uno soltanto; la coesistenza di due confini differenti con riguardo agli *stessi* confliggenti diritti è, semplicemente, impossibile.

In conclusione, se la norma che vorrebbe ridefinire i doveri degli amministratori di società per azioni in senso *multi-stakeholder* divenisse legge europea vigente, l'unica possibile sua coerente interpretazione è quella che, demistificandone l'effettiva portata, la riduce alla semplice reiterazione dell'ovvio: gli amministratori di società per azioni devono perseguire l'interesse della società, *rispettando le norme imperative* che proteggono «dipendenti», «consumatori», «fornitori», «comunità locali o globali interessate all'ambiente» e «società nel suo insieme». Ovvero, più semplicemente: nel perseguire l'obiettivo della massimizzazione dell'utilità sociale (= profitto), gli amministratori devono pur sempre rispettare tutte le leggi imperative vigenti.

7. (Segue)...c) incompatibilità del regime di stakeholderism «forte» rispetto all'applicazione "razionale" della c.d. business judgment rule. – Questo esito consente anche di chiarire un aspetto importante per il corretto inquadramento dei doveri gestori e, in particolare, per il corretto intendimento della c.d. discrezionalità gestoria a cui si collega quella che è internazionalmente nota come *business judgment rule*<sup>79</sup>.

---

potere di stabilire il punto di equilibrio tra l'interesse dei soci e quello degli *stakeholder* i cui interessi risultino pregiudicati dalla scelta gestionale, in assenza di un criterio che ne definisca una gerarchia»; e anche M. LIBERTINI in A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, cit., 602: «[i]n prospettiva si può pensare ad una applicazione evolutiva di norme e clausole generali. Prima si faceva riferimento all'art. 2395 c.c., ma sono molti i sistemi giuridici che, attraverso l'uso di clausole generali, potrebbero consentire alle giurisprudenze nazionali una tutela risarcitoria degli interessi degli *stakeholder* lesi»; ma subito dopo, giustamente, aggiunge: «questa prospettiva a me sembra, francamente, preoccupante. Gli interessi degli *stakeholder*, infatti, sono tra loro potenzialmente conflittuali. Si corre, quindi, il rischio di assegnare alla discrezionalità di un giudice la decisione sulla composizione di diversi interessi, con la conseguenza di uno strapotere giudiziario nella soluzione dei conflitti fra società e *stakeholder*».

<sup>79</sup> Sul significato sistematico della *business judgment rule*, ci si per mette di rinviare a E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi" – L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, in *Quaderno di Giurisprudenza Commerciale* n. 543, Giuffrè, Milano, 2020, ove ampi riferimenti. In particolare, sulla *business judgment rule* nel diritto italiano, C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 648 ss.; C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e Business Judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 677 ss.; ID., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 573 ss.; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; D. CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgment Rule" nella giurispru-*

È semplicemente ovvio che, in tanto può assumersi che un certo soggetto (che sia tenuto ad una certa condotta) disponga di «discrezionalità», in quanto si assuma che, con riguardo all'obiettivo di quella certa condotta, esista una pluralità indefinita di percorsi possibili e tutti astrattamente legittimi (ancorché, beninteso, non necessariamente connotati dallo stesso grado di successo nel conseguimento dell'obiettivo dato). Se, infatti, il percorso da A verso B fosse semplicemente obbligato, allora, piuttosto che «discrezionalità» vi sarebbe «obbligazione» o «dovere a contenuto determinato», sicché la situazione risulterebbe assolutamente binaria: se il dovere è rispettato, nessuna responsabilità; se il dovere non è rispettato, responsabilità (nei confronti del soggetto nel cui interesse quel certo dovere esiste); *tertium*, in tal caso, *non datur*.

Ora, rispetto a quell'obiettivo *sui generis* che è il «profitto», non si danno mai per definizione strade predefinite o suscettibili di essere matematizzate con un qualche algoritmo; le strade che conducono (meglio: che si *spera* conducano) al profitto sono per definizione in-determinate e, soprattutto, per definizione connotate da strutturale incertezza. È da qui, e solo da qui, che origina la c.d. discrezionalità gestoria ed è da qui, e solo da qui, che origina la c.d. *business judgment rule*, la quale, come noto, ha il preciso senso di esentare da responsabilità quell'amministratore che pur avendo "fallito" nel centrare l'obiettivo, non è comunque censurabile per non aver agito né con dolo, né con manifesta irrazionalità. Il senso della *business judgment rule* (o, se si vuole, il senso della discrezionalità gestoria) è, dunque, comprensibile solo e soltanto rispetto ad un'attività a contenuto non predeterminato e non predeterminabile qual è quella del perseguimento del «profitto»<sup>80</sup>.

---

denza italiana, in *Giur. comm.*, 2013, II, 941 ss.; ID, *L'applicazione della «business judgment rule» nella giurisprudenza italiana*, in C. AMATUCCI (a cura di), *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice – un'analisi comparatistica della business judgment rule*, Giuffrè, Milano, 2014, 105 ss.; A. DACCÒ, *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori*, in *AGE*, 2003, 184 ss.; M. DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia come parametri per sindacare l'attività di gestione degli amministratori*, in *Contr. impr.*, 1999, 299 ss.; G. DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti e onere della prova*, in C. AMATUCCI (a cura di), *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice – un'analisi comparatistica della business judgment rule*, cit., 29 ss.; R. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. soc.*, 2018, 482 ss.; M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *ODC*, 2014, 2, 3 ss.; G. MOLLO, *La "Business Judgment Rule" tra tenuta giurisprudenziale e vantaggi di una cornice normativa per l'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 133 ss.; A. NIGRO, *"Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e delle responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 457 ss.; G.G. PERUZZO, *Business Judgment Rule e responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Aracne, Roma, 2016.; D. SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *Riv. soc.*, 2013, 208 ss.; M. SESTIERI, *La business judgment rule nel diritto penale fallimentare*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 231 ss.; A. TINA, *Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori e rinuncia all'azione sociale di responsabilità*, nota a *Trib. Milano*, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.*, 2001, II, 334 ss.

<sup>80</sup> Pienamente convincenti i rilievi di P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, cit., 305-306: «nella diverse fattispecie normative in cui rileva l'interesse sociale lo scrutinio preventivo degli amministratori, così come l'eventuale scrutinio successivo del giudice non si configurano tanto come comparazione tra l'operazione oggetto di decisione e astratta conformità alla causa lucrativa quanto piuttosto in termini di valutazione della "razionalità economica" dell'operazione in relazione alle strategie gestionali dell'impresa, il cui *fine ultimo*, ma *perciò mediato*, è *pur sempre lo scopo di lucro* [NdR: enfasi aggiunta]» e ancora: «[l]interesse dei soci è [...] integrato dagli interessi degli *stakeholders* – dipendenti, finanziatori, consumatori, comunità di riferimento – interessi che operano o come limite o come "dovere di funzionalizzazione compositiva" degli stessi *allo scopo di lucro* [...] interesse sociale è oggi l'interesse sociale alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale che gli amministratori devono perseguire



Ci si chieda allora: può aver senso ipotizzare discrezionalità gestoria e, quindi, l'operatività della c.d. *business judgment rule* rispetto all'obbligo (della società per azioni e, dunque, anche) degli amministratori sociali di rispettare i vari *set* di norme imperative che tutelano «lavoratori», «clienti», «fornitori», «comunità locali o globali» e/o la «società umana nel suo insieme»? Ovviamente, no. La *compliance with laws* non è materia coperta da discrezionalità gestoria: le norme imperative devono semplicemente essere rispettate *telles quelles*. Quindi, ipotizzare un'area di discrezionalità gestoria con riguardo al rispetto degli interessi dei cc.dd. *stakeholders* non ha nessun senso<sup>81</sup>.

Si è cercato sopra di dimostrare che assumere che gli amministratori *debbano* perseguire gli interessi degli *stakeholders* andando al di là del mero rispetto delle norme imperative che detti interessi tutelano è insensato ed impossibile; e si è, quindi, espresso l'avviso che, se davvero la norma europea in discussione entrasse in vigore, l'unica possibile sua interpretazione coerente con i principi di economia di mercato fortemente competitiva che innervano i trattati europei ed anche la Costituzione italiana è quella secondo cui resterebbe comunque una assoluta eterogeneità fra l'obiettivo di perseguire l'interesse della società (che è quello di massimizzare il profitto nell'orizzonte temporale appropriato) e l'obiettivo di rispettare gli interessi degli *stakeholders* da intendersi esclusivamente come obbligo a contenuto specifico avente ad oggetto l'osservanza delle norme imperative di volta in volta stabilite dall'ordinamento sovrano a loro tutela.

Ma si ipotizzi, solo *per absurdum*, che invece sia obbligo degli amministratori quello di “fare di più” e cioè di perseguire il «bene comune» – dei lavoratori, dei consumatori, dei fornitori, delle comunità locali e globali, della società nel suo insieme – andando “al di là” del mero rispetto delle norme imperative applicabili.

Ebbene, se si muovesse da questo (a nostro avviso, impossibile e auto-contraddittorio) presupposto, è facile rendersi conto che la “discrezionalità amministrativa” e la *business judgment rule* andrebbero letteralmente, ci si passi il termine, *in tilt*.

Rispetto all'obiettivo *privatistico* del «profitto», infatti, il confronto fra la linea gestoria effettivamente assunta dal gestore sociale e quella che avrebbe dovuto essere assunta (in assenza di dolo o di manifesta irrazionalità: conformemente al principio della c.d. *business judgment rule*) è certamente possibile e quantificabile attraverso un procedimento oggettivo e oggettivamente quantificabile in termini puramente monetari: la linea gestoria effettivamente assunta ha comportato un risultato pari a X, mentre la linea gestoria assunta da un gestore diligente (= non in dolo, né manifestamente irrazio-

---

componendo e omogenizzando la pluralità di interessi [...] delle diverse categorie di azionisti, nel quadro delle limitazioni, condizionamenti e finalizzazioni giuridicamente rilevanti. Gli amministratori devono cioè *perseguire lo scopo di lucro* nei confini loro imposti o da limiti legislativi [...] oppure da vincoli contrattuali [...] oppure in ottemperanza di *self-restraint* dovuto ad atti di autonomia negoziale oppure ancora in ragione di volontaria adesione a principi di *Corporate Social Responsibility*, *se funzionali all'efficienza dell'impresa e perciò, in ultima analisi, allo scopo di lucro* [NdR: enfasi aggiunta].»

<sup>81</sup> Non può che aderirsi alle considerazioni di G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, cit., 57: «the role of regulation in constraining firm value maximization is easily understood. Environmental protection, to make an obvious example, largely depends on government regulation, which is binding on firms and models their actions. No doubt, firms comply with this type of regulation not only for ethical reasons, but also to avoid the administrative and criminal sanctions which would derive from violations of the relevant rules and would negatively affect their economic value. Stakeholder protection in similar cases cannot be seen as directly instrumental to firm value maximization, for it is primarily required by regulation. *No matter what the corporate managers think about the merits of regulation and its effectiveness in protecting the relevant stakeholders*, they have to comply with the prescriptions in question [NdR: enfasi aggiunta].»

nale) avrebbe prodotto il risultato Y, sicché il danno risulta pari alla misura Y meno X.

Rispetto all'obiettivo sostanzialmente *publicistico* del «bene comune», tutt'al contrario, il confronto fra, da un lato, il risultato conseguito dalla linea gestoria *non-stakeholder-oriented* concretamente assunta e, dall'altro lato, il risultato che sarebbe stato conseguito da una ipotetica linea gestoria “doverosamente” *stakeholder-oriented*, sarebbe strutturalmente non-quantificabile. E non lo sarebbe per la fondamentale ed essenziale ragione – che si è più volte sottolineato ma che è sempre opportuno ribadire – che si dà una assoluta eterogeneità fra «profitto» (o «bene privato»), da un lato, e «bene comune», dall'altro lato<sup>82</sup>: il primo è soggetto ad una «misura» puramente numerica e, quindi, assolutamente oggettiva; il secondo è, invece, soggetto ad una «misura» che è solo e soltanto quella determinata dalla Politica. Ed infatti: è «bene» tutelare i lavoratori occupati o quelli disoccupati? È «bene» tutelare la comunità locale o la comunità globale? È «bene» un sistema che assicuri la piena occupazione anche al prezzo di una minore produttività aggregata ovvero un sistema che consenta una certa disoccupazione ma che assicuri una maggiore produttività? E così via...

Certo, si potrebbe pure dire che, con riguardo ad un ipotetico obiettivo di perseguire gli interessi degli *stakeholders* “andando al di là” del mero rispetto delle norme imperative, non si darebbe più corso ad una valutazione in termini di *business judgment rule* (che, per l'appunto, misura l'ideoneità dell'azione gestoria rispetto al *business profit-driven*), bensì ad una valutazione (del tutto eterogenea) in termini di *public-benefit judgment rule* (che, al contrario, misurerebbe l'ideoneità dell'azione gestoria rispetto al *common good public-interest driven*)<sup>83</sup>. Ma questo non sposta affatto i termini del problema. Ed infatti: per un verso, l'inesistenza di qualsivoglia «misura» del «bene comune» che non sia quella, insopprimibile, della Politica renderebbe di per sé impossibile qualsivoglia oggettiva conduzione del *public-benefit judgment*<sup>84</sup>; e, per altro verso, la

<sup>82</sup> N. BARRY, *The Stakeholder Concept of Corporate Control Is Illogical and Impractical*, cit., 546 ss., a partire dal c.d. “Arrow problem” (l'impossibilità di definire un sistema elettorale “razionale” per la scelta sequenziale di più di due possibili scelte – e cioè funzionale a scegliere una maggioranza a favore di una delle almeno tre linee possibili di azione), dimostra efficacemente l'impossibilità oggettiva di una scelta razionale di una linea d'azione *stakeholder-oriented*: «[i]n the pluralistic stakeholder model of the corporation, the disputes are logically irresolvable in the circumstances described above [NdR: quelle in cui ci siano almeno tre diverse possibili linee d'azione]. Suppose a question about plant relocation were to arise involving three possible sites: the existing one and two alternatives. Obviously, at least three rival groups would emerge, each with a moral claim based on community values or some other contemporary ethic. If the property owners – the risk takers and profit seekers – do not have a predominant place in the decision-making system, no determinate solution is possible. When separate votes are taken between rival sites, cyclical majorities [NdR: e cioè maggioranze diverse a seconda dell'ordine delle votazioni] will emerge»; e ancora (p. 551): «[t]he shift in meaning of *stakeholder* [...] has brought with it irresolvable problems. As we have noted, the range of stakeholders has been extended beyond the persons with a direct interest in the operation of the firm to include those who claim merely to be ‘affected’ by its activities. [...] The new stakeholders make wildly divergent claims on the corporation. Some want shorter hours, others more pay; many wish to forgo profit for some environmental consideration; and even more want guaranteed job security. [...] In a stakeholder firm, their divergent demands are irreconcilable».

<sup>83</sup> M. VENTURUZZO, *Brief Remarks on ‘Prosperity’ by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 43 ss., giustamente, osserva che, se si adottasse una prospettiva *stakeholderist*, «(the business judgment rule [ends up being] expanded by what we might call ‘benefit judgment rule’». Solo che – aggiungiamo – se il *judgment* non è *business-driven*, bensì *public benefit-driven*, manca ogni misura per la sua valutazione, l'unica misura di un «beneficio comune» essendo, come si è ampiamente detto nel testo, di natura politica e non economica.

<sup>84</sup> È piuttosto eloquente il dato che, *legibus sic stantibus*, non esiste alcuna “sanzione” per i soggetti cui

“coesistenza” fra un *business judgment* (misurabile oggettivamente in termini di minor profitto monetario conseguito) e un ipotetico *public-interest judgment* (insuscettibile di qualsivoglia misurazione oggettiva) renderebbe sempre impossibile qualsivoglia valutazione della legittimità dell’attività gestoria.

Come volevasi dimostrare, solo e soltanto se si tiene ben distinto il piano del perseguimento del «profitto» – cui è connessa la discrezionalità gestoria e la *business judgment rule* – dal piano del rispetto degli interessi degli *stakeholders* così come definito dalla regolazione imperativa – cui è connesso l’obbligo, niente affatto discrezionale, di *comply with laws* –, il sistema mantiene la sua unica possibile coerenza.

Ribadiamo, dunque, la conclusione: quand’anche la norma che imponesse agli amministratori sociali di «bilanciare appropriatamente» gli interessi della società, da una parte, e gli interessi degli *stakeholders*, dall’altra parte, divenisse davvero legge vigente, la sua unica possibile interpretazione coerente con i trattati ci pare la seguente: gli amministratori sociali perseguono il «profitto» e rispetto a tale obbiettivo godono di quella discrezionalità cui è associata la *business judgment rule* (=essi possono, certo, considerare di tener conto degli interessi degli *stakeholders*, ma solo nella misura in cui ciò sia funzionale alla massimizzazione dell’utilità per la società); nel perseguire il «profitto», gli amministratori sociali hanno, ovviamente, il dovere giuridico di rispettare tutte le norme imperative poste a tutela degli *stakeholders* e, rispetto a tale dovere, non si dà, ovviamente, alcuna discrezionalità, né alcuna rilevanza della *business judgment rule*.

Insomma: norma, quella fin qui esaminata, se non maldestra e dannosa, comunque certamente inutile e inidonea a modificare realmente i canoni deontici dell’azione gestoria.

8. *A proposito dell’(ipotizzato) obbligo degli amministratori di identificazione e mitigazione dei rischi connessi alla “sostenibilità”. Conclusioni.* – Dopo questa lunga, ma necessariamente approfondita, disamina del senso e della portata della norma sul «bilanciamento degli interessi» che i *corporate executives* avrebbero l’«obbligo» di perseguire, solo brevi considerazioni possono essere dedicate all’altra norma destinata agli amministratori sociali: quella che imporrebbe loro di identificare e mitigare rischi e impatti in termini di “sostenibilità”, sia interni che esterni, connessi alle attività della società e alla sua catena del valore.

La norma fa da *pendant* alla corrispondente norma che si vorrebbe imporre alle società stesse e, in particolare, ai corrispondenti consigli di amministrazione: quella che obbligherebbe ad includere una politica di sostenibilità nella propria strategia aziendale nel quadro di una “concertazione” preventiva con i rilevanti *stakeholders*.

Si è, in proposito, sopra ampiamente dimostrato come l’unico senso possibile di una tale ipotetica norma non potrebbe giammai essere quello di *obbligare* le società per azioni ad assumere una linea di condotta più “virtuosa” rispetto a quella connessa al mero rispetto delle norme imperative che tutelano «diritti umani», «ambiente», «socie-

---

davvero compete il perseguimento del “bene comune”, *i.e.*, pubblici governanti e che male assolvano al compito, se non, appunto, quella eminentemente politica della mancata rielezione al governo. L’osservazione, assai pertinente, si trova anche in M. ROE-H. SPAMANN-J.M. FIED-C.C.Y. WANG-J.M. RAMSEYER-A. FARREL-R. KRAAKMAN-L.A. BEBCHUCK-R.C. CLARK, *Law and Business Professors’ Submission to the EU on EY Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*, cit., 10.

tà umana nel suo insieme», etc. Una società la cui strategia aziendale sia congegnata in modo tale da rispettare tutte le norme imperative applicabili è, certamente, una strategia legittima. L'ordinamento può certamente *incentivare* una società per azioni a “fare di più”, ma non può, salvo smentirsi, obbligarla: se i limiti di legge non sono idonei a realizzare un pianeta “sostenibile”, il legislatore sovrano non ha che da modificare il *set* di norme imperative. Ma se non lo fa, allora, ciò vuol dire che esso *permette* e non *vieta* che i privati (e, quindi, le imprese azionarie) operino nei limiti consentiti.

Va da sé che nulla impedisce alle società per azioni, ai loro consigli di amministrazione, ai *corporate executives* di adottare una politica di “sostenibilità” che, su base *esclusivamente volontaria*, comporti l'assunzione dell'impegno di “fare di più”; ad esempio:

a) la legge imperativa non impedisce che l'impresa acquisti beni da fornitori esteri che applichino conformemente al proprio diritto applicabile *standards* di tutela di «lavoratori» ben più laschi di quelli che sarebbero applicabili nell'Unione Europea o in ciascuno Stato Membro; e, tuttavia, una certa impresa può *volontariamente* decidere di circoscrivere la platea dei propri *partners* commerciali nella catena di fornitura a solo quelli che soddisfino certi requisiti;

b) la legge imperativa non impedisce che l'impresa possa insediare al di fuori dell'Unione Europa uno stabilimento che, pur rispettando i limiti localmente applicabili, immette nell'«ambiente» un inquinamento che non sarebbe consentito nell'Unione Europea; e, tuttavia, una certa impresa può *volontariamente* decidere di auto-imporre, anche laddove essa operi fuori dal territorio dell'Unione Europa, gli stessi limiti imperativi quivi applicabili.

Ma queste sono scelte puramente volontarie e, come tali, assunte dall'impresa solo e soltanto sulla base di una propria valutazione di convenienza.

Certo, tanto l'obbligo di *disclosure* della propria “politica di sostenibilità” con la conseguente attivazione di un meccanismo di incentivazione *reputation-driven* (rispetto a consumatori, investitori, etc.), quanto l'obbligo del coinvolgimento degli *stakeholders* nella definizione di questa politica di “sostenibilità” possono congiuntamente concorrere ad *indurre* la società per azioni, il suo consiglio di amministrazione, i *corporate executives* a “fare di più” rispetto a ciò che la legge imperativa impone loro a tutela di «diritti umani», «ambiente», «società nel suo insieme». Ma fintantoché l'adozione di una qualsivoglia *policy* aziendale resta soggetta alla *libera scelta di convenienza* dell'impresa privata, diventa impossibile trarre da queste norme l'indicazione di una modifica normativa in senso *stakeholder-oriented* dei canoni deontici dell'azione gestoria.

Si può, dunque, concludere: uno *stakeholderism* che aspirava ad essere «forte» si rivela, a ben guardare, tutt'al più uno *stakeholderism* meramente «strumentale» o tutt'al più meramente «democratico» (inidoneo, quindi, a modificare *qua talis* il regime di responsabilità degli amministratori). Ed appare, francamente, molto difficile ipotizzare che queste (eventuali) norme europee possano davvero inaugurare quella “rivoluzione” idonea a portarci da uno *shareholder capitalism* – che attenta alla Società e all'Ambiente – ad uno *stakeholder capitalism* – che, invece, sarebbe in grado di realizzare un miracoloso equilibrio “sostenibile” fra l'Uomo e la Terra, fra gli abbienti e i non-abbienti, fra le generazioni presenti e le generazioni future.

# LE CATEGORIE DELLA MODERNA CIBERNETICA SOCIETARIA TRA ALGORITMI E ANDRORITMI: “FINE” DELLA SOCIETÀ E “FINI” DEGLI STRUMENTI TECNOLOGICI

di Niccolò Abriani

SOMMARIO: 1. Assetti societari e innovazione tecnologica. – 2. “*Calculus*”: moderni Pangloss nel Tech Nirvana. – 3. L’intelligenza artificiale come forma di esercizio del potere: nuovi scenari e categorie tradizionali. – 4. Intelligenza artificiale e codici di *corporate governance*. – 5. L’intelligenza artificiale come strumento e come oggetto di governo dell’impresa. – 6. Dalla *Corptech* alla *Corporate Digital Responsibility*. – 7. La *governance* societaria tra algoritmi e androritmi: “fine” della società e “fini” degli strumenti tecnologici.

1. *Assetti societari e innovazione tecnologica*. – Il più recente dibattito internazionale sulla corporate governance sembra convergere verso un generale riconoscimento dell’impatto che la progressiva digitalizzazione delle imprese e il crescente ricorso a strumenti di intelligenza artificiale è destinato ad avere – e in larga misura ha già oggi – sul diritto delle società e, in particolare, sulla *corporate governance*.

La varietà delle occasioni di impiego delle tecnologie nel contesto societario impone di individuare i vari livelli sui quali l’innovazione tecnologica e, in particolare, l’intelligenza artificiale vengono a interagire con l’organizzazione e la gestione dell’impresa. A questo riguardo sembra possibile individuare tre distinti piani di interazione tra diritto delle società e strumenti (tecnologici, in generale, e, più specificamente) di intelligenza artificiale, potendo questi ultimi essere utilizzati: *i*) come supporto e come *output* dell’attività di impresa; *ii*) per la valutazione *dall’esterno* del funzionamento societario; *iii*) infine, per l’organizzazione e il funzionamento degli organi della società, per lo svolgimento dei compiti loro assegnati dalla legge e per l’interlocuzione tra la società, i suoi soci e gli *stakeholders* coinvolti nell’attività d’impresa.

Se in questo scritto si appunterà l’attenzione sul terzo degli ambiti tematici ora delineati, nella prospettiva per c.d. “interna” e più direttamente attinente ai temi della *corporate governance*, va peraltro sottolineato che si tratta di piani evidentemente interrelati, tra i quali si sono sinora determinate – e sono destinate ancor più a determinarsi in futuro – reciproche interferenze.

La digitalizzazione è un fenomeno imponente e in larga misura già immanente alle organizzazioni in forma societaria e, prima ancora, alle rispettive realtà aziendali che da tempo ricorrono a strumenti tecnologici per migliorare la *performance* sul mercato e all’interno dei processi decisionali. Questa evoluzione ha registrato una decisa accelerazione in relazione alla situazione di emergenza sanitaria determinata dal diffondersi della pandemia da Covid-19. In particolare, il ricorso a strumenti di connessione virtuale, già da tempo alla base della prassi del «*virtual shareholder meeting*» e del «*virtual*

*boardroom*», ha superato il carattere di eccezionalità, sul presupposto legittimante di apposite previsioni statutarie, per assicurare a regola finanche imposta dalla recente disciplina di contrasto alla diffusione del contagio. L'emergenza sanitaria ha invero reso necessario un ripensamento delle modalità di svolgimento dell'assemblea dei soci, concretizzantesi nell'obbligo della conduzione della medesima con mezzi digitali nel rispetto delle norme di distanziamento sociale<sup>1</sup>. Sotto la spinta delle esigenze di distanziamento per contenere la propagazione della pandemia, la disciplina emergenziale, ha così valorizzato un processo che era peraltro già in atto, legittimandolo e al contempo ponendo le premesse per una sua più decisa – e decisiva<sup>2</sup> – accelerazione, superando le remore manifestate sino a ieri al riguardo da interpreti e legislatori di fronte ai primi, seppur timidi, sviluppi del fenomeno<sup>3</sup>.

Con le norme in tema di svolgimento di assemblea sociale sollecitate dal contesto emergenziale, il legislatore italiano riprende e sviluppa ulteriormente alcune previsioni europee già contenute nella direttiva 2007/36/CE<sup>4</sup>, il cui art. 5, comma 3, lett. b) pre-

---

<sup>1</sup> Il riferimento è al comma 2 dell'art. 106, d.l. 17 marzo 2020, n. 18, ai sensi del quale “con l'avviso di convocazione delle assemblee ordinarie o straordinarie le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le società cooperative e le mutue assicuratrici possono prevedere, anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie, l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione; le predette società possono altresì prevedere che l'assemblea si svolga, anche esclusivamente, mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscono l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2370, quarto comma, 2479-bis, quarto comma, e 2538, sesto comma, codice civile senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio”. Per un commento v. N. ATLANTE-M. MALTONI-C. MARCHETTI-M. NOTARI-A. ROVEDA, *Le disposizioni in materia societaria nel Decreto-legge Covid-19 (Decreto Legge 17 marzo 2020 n. 18). Profili applicativi*, in *Feder notizie*, 30 marzo 2020, reperibile online all'indirizzo <https://www.federnotizie.it/le-disposizioni-in-materia-societaria-nel-decreto-legge-covid-19-decreto-legge-17-marzo-2020-n-18-profilo-applicativi/>. Sulla portata della disposizione emergenziale, v. la Massima n. 187 dell'11 marzo 2020 del Consiglio notarile di Milano, *Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione (artt. 2366, comma 4, 2370, comma 4, 2388, comma 1, 2404, comma 1, e 2479-bis, c.c.; art. 106, comma 2, d.l. 18/2020)*, reperibile online all'indirizzo <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societ%C3%A0/187.aspx>, sulla quale v., anche per ulteriori riferimenti, A. LUCIANO, *La riunione assembleare virtuale tra diritto societario comune e disciplina emergenziale: a proposito di una recente Massima del Consiglio Notarile di Milano*, in *IlSocietario.it*, 13 dicembre 2021.

<sup>2</sup> M. VENTORUZZO-P. MARCHETTI, *L'assemblea virtuale? Qualcosa resterà*, in *Corriere della sera* del 30 Marzo 2020.

<sup>3</sup> Sui retaggi positivi che la disciplina emergenziale è destinata a riverberare sull'evoluzione del diritto societario v. M.S. SPOLIDORO, *Le assemblee delle s.p.a. durante e dopo la pandemia*, in AA. VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, II, 2, Torino, 2021, 881 ss.; M. PALAZZO, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleari contenuta nella legislazione dell'emergenza?*, in *NLCC*, 2020, 4, 909 ss. Per un quadro comparatistico v. D. ZETSCHE-L. ANNER-SØRENSEN-R. CONSIGLIO-M. YEABOAH-SMITH, *Covid-19 Crisis and Company Law – Towards Virtual Shareholder Meetings*, University of Luxembourg Faculty of Law, in *Economics & Finance WPS 2020/007*, 17 aprile 2020, reperibile online all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3576707](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3576707); A. BORSELLI-M.I. FARRANDO, *Corporate Law Rules in Emergency Times Across Europe*, in *ECFR*, 2020, 275 ss.; R. LENER-S.L. FURNARI, *Company law during the blockchain revolution. The rise of “CorpTech”*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 9 novembre 2020, visionabile su [openreviewmbf.org](http://openreviewmbf.org); L.M. GUNTERMANN, *Das Recht der Aktionäre zur Teilnahme an der Hauptversammlung*, in *ZGR*, 2021, 471 ss.; U. NOACK-D. ZETSCHE, *(Virtuelle) Hauptversammlung mit und nach Corona*, in *AG*, 2020, 728 s.

<sup>4</sup> Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa a alcuni

vedeva la necessità di specificare al momento della convocazione dell'assemblea le "procedure di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici"<sup>5</sup>.

L'opportunità dell'impiego di strumenti digitali al fine della conduzione di assemblee da remoto era già stata del resto sottolineata dal *Report sulla digitalizzazione in materia di diritto societario* pubblicato nel 2016 dall'*Informal Company Law Expert Group*<sup>6</sup>, ove si era espressamente osservato come non vi sia alcuna necessità che gli azionisti si riuniscano fisicamente in uno stesso luogo ai fini di una loro efficace partecipazione al procedimento di formazione della volontà assembleare. I principali benefici che la dottrina ha ricondotto alla modalità di riunione a distanza dell'assemblea dei soci sono infatti relativi a un maggiore e più attivo coinvolgimento dei soci nei processi decisionali: l'innovazione tecnologica, permettendo di realizzare anche con sistemi di connessione da remoto quel *ad simul venire*, che è nell'etimo dell'istituto, varrebbe a favorire l'attivismo degli azionisti nell'esercizio delle loro prerogative e a dare una dimensione meno latente e più immanente al loro potere decisorio<sup>7</sup>.

L'evoluzione in senso digitale dell'assemblea dei soci – che si iscrive all'interno di un più generale indirizzo dell'Unione europea volto a favorire la digitalizzazione delle imprese<sup>8</sup> – solleva tuttavia una serie di questioni relative alle nuove garanzie necessa-

diritti degli azionisti di società quotate, 14 luglio 2007, OJ L 184/17. Con riferimento alle modalità di svolgimento dell'assemblea ivi previste, e sulle norme di recepimento interne, v. M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, 1075.; N. ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Studi in onore di Marcello Foschini*, Padova, 2011, 173 ss. e i contributi di G.A. RESCIO e di S. TURELLI, in N. ABRIANI-J.M. EMBID IRUJO, *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Valencia, 2011. Sull'incidenza dell'ICT sul funzionamento degli organi sociali v. già E. WYMEERSCH, *L'impatto della «Information and Communication Technology» su alcuni aspetti della disciplina e della prassi societarie*, in *Riv. soc.*, 2001, 1416 ss.; S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, Milano, 2004; C. SANDEI, *Organizzazione societaria e Information Technology. Semplificazione procedimentale e certezza dei rapporti giuridici*, Padova, 2010.

<sup>5</sup> Così implicitamente ammettendo quelle che sono state definite assemblee "miste", vale a dire condotte in forma mista fisica e virtuale: e v. ancora D. ZETSCHE-L. ANNER-SØRENSEN-R. CONSIGLIO-M. YEABOAH-SMITH, *Covid-19 Crisis and Company Law – Towards Virtual Shareholder Meetings*, cit.

<sup>6</sup> INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the Digitalisation of Corporate Law*, Marzo 2016, reperibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/icleg-report-on-digitalisation-24-march-2016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/icleg-report-on-digitalisation-24-march-2016_en.pdf), 35.

<sup>7</sup> Sull'impatto delle riunioni assembleari in modalità virtuale sulla partecipazione degli azionisti v., con riguardo all'esperienza tedesca (sulla base dell'art. 2, § 1, *Abs. 2, Covid-19-G*), L.M. GUNTERMANN, *Das Recht der Aktionäre zur Teilnahme an der Hauptversammlung*, cit., 471 ss. e C. DANWERTH, *Die erste Saison der virtuellen Hauptversammlung börsennotierter Unternehmen*, in *AG*, 2020, 777 ss., ove si segnala un generale aumento della partecipazione alle riunioni assembleari. In questo quadro si iscrive ora la proposta di riforma dell'assemblea avanzata il 26 aprile 2021 in Germania dalla *Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens – und Gesellschaftsrecht*, alla luce degli esiti delle riunioni assembleari virtuali tenutesi nel periodo della pandemia (il testo è consultabile sul sito [gesellschaftsrechtlichevereinigung.de](https://www.gesellschaftsrechtlichevereinigung.de)). Sulla stagione assembleare relativa alla "prima ondata" della pandemia, CONSOB, *Rapporto 2020 sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Per dati al riguardo v. anche OECD, *Corporate Governance Factbook*, 2021, visionabile su [oecd.org](https://www.oecd.org). In argomento v. D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, in *Review of Finance*, 2017, 21, 1, 7 ss.; L. PAPI, *Il rafforzamento del ruolo degli azionisti attraverso la modernizzazione dei processi di partecipazione informativa e decisionale: l'adunanza "virtuale"*, in *RDS*, 2017, 328.

<sup>8</sup> La Direttiva UE 2019/1151 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 recante modifica della Direttiva UE 2017/1132 per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto so-

rie per tutelare anche in via remota l'effettiva partecipazione dei soci alla riunione assembleare: nel contesto delle assemblee svolte in via remota dovranno essere infatti adeguatamente considerate le nuove vulnerabilità "digitali" che potrebbero minare un effettivo esercizio dei diritti in assemblea di alcune categorie di soci o dare adito a nuove forme di abusi facilitate dalle medesime tecnologie<sup>9</sup>.

Le criticità ora segnalate riguardano, sia pure in misura diversa, anche le riunioni degli organi di amministrazione e di controllo, alle quali sono suscettibili di applicazione le soluzioni previste dalla disciplina emergenziale per l'assemblea dei soci, consentendo riunioni interamente in modalità telematica da remoto, senza indicazione dunque del luogo di convocazione<sup>10</sup>. Su entrambi i fronti il fenomeno delle riunioni virtuali pare destinato ad ulteriori e più significativi sviluppi in relazione a innovative modalità di voto basate su tecnologie di *blockchain* e a forme di verbalizzazione della partecipazione dei soci all'assemblea fondate su tecnologie di *smart contracts*. In particolare, nel contesto assembleare, queste tecnologie rendono possibile una più immediata identificazione dei legittimati all'intervento e al voto, facilitano l'esercizio del diritto di voto anche a mezzo di delega, nonché il conteggio dei voti, la verifica del raggiungimento dei quorum e la verbalizzazione. Si vengono altresì a delineare nuove opportunità di regolamento e registrazione delle operazioni sulle azioni.

È opinione diffusa che grazie a questi nuovi strumenti verrebbe agevolata la partecipazione dei soci, favorendo un loro maggior attivismo a costi decisamente ridotti, sino a prefigurare i presupposti per un'evoluzione in senso orizzontale della *governance*

---

cietario, 11 luglio 2019 (c.d. "Direttiva digitalizzazione") riprende alcune delle indicazioni contenute in COMMISSIONE EUROPEA, *Assessment of the impact of using digital tools in the context of cross-border company operations*, Dicembre 2017, reperibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/impact\\_of\\_use\\_of\\_digital\\_tools\\_final\\_report.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/impact_of_use_of_digital_tools_final_report.pdf). La Direttiva mira essenzialmente a superare i problemi collegati alla costituzione digitale delle società, con l'obiettivo di permettere in tutti i Paesi dell'Unione la costituzione di società interamente online, senza che i richiedenti debbano comparire di persona dinanzi a un'autorità o a qualsiasi persona o organismo incaricato a norma del diritto nazionale di occuparsi di qualunque aspetto della costituzione online delle società, compresa la redazione dell'atto costitutivo di una società. La direttiva è stata da ultimo recepita nel nostro ordinamento con il D.Lgs. 8 novembre 2021 n. 183, in *G.U.* 284/2021, 63 ss., sulla base di principi di delega, peraltro molto scarni, contenuti nella legge di delegazione europea (art. 29 L. 22 aprile 2021, n. 53). Sul punto v. ora F.M. MUCCIARELLI, *La costituzione digitale di società nell'evoluzione del diritto societario europeo*, in *La rivoluzione dell'intelligenza artificiale: profili giuridici*, a cura di F. DONATI-A. PAJNO-A. PERRUCCI, Bologna 2022, in corso di pubblicazione.

<sup>9</sup> Si pensi, ad esempio, ai rischi di compressione del diritto dei soci di intervenire e di ottenere risposta come riconosciuto a livello europeo all'art. 9, comma 1 della Direttiva 2007/36/CE (su cui v. gli autori citati alla nt. 5 e, più di recente, A. LUCIANO, *op. loc. cit.*).

<sup>10</sup> Nel senso che "le previsioni contenute nel comma 2 dell'art. 106 d.l. n. 18/2020, espressamente dettate per le riunioni dell'assemblea dei soci, sono suscettibili di applicazione anche alle riunioni dei consigli d'amministrazione, rispetto alle quali paiono ravvisabili le medesime esigenze di protezione e salvaguardia sottese alla norma emergenziale", v. N. ATLANTE-M. MALTONI-C. MARCHETTI-M. NOTARI-A. ROVEDA, *Le disposizioni in materia societaria nel Decreto-legge COVID-19 (Decreto legge 17 marzo 2020, n. 18). Profili applicativi*, reperibile al sito <https://www.federnotizie.it/le-disposizioni-in-materia-societaria-nel-decreto-legge-covid-19-decreto-legge-17-marzo-2020-n-18-profilo-applicativi/>. Alla luce di tale condivisibile premessa può ritenersi consentito lo svolgimento della riunione consiliare nonostante presidente e segretario si trovino in luoghi diversi, residuando margini di dubbio solo nell'ipotesi in cui sia espressamente indicato un luogo fisico di convocazione (ad es. presso la sede sociale), imponendosi in tal caso che almeno un consigliere, chiamato allora a fungere da segretario, si trovi nel luogo indicato.



societaria. E una parallela linea evolutiva riguarda gli organi di amministrazione e controllo, già oggi legittimati a tenere le rispettive riunioni in modalità *full audio-video*, senza indicazione nell'ordine del giorno del luogo di convocazione; mentre nelle realtà divisionali, tecniche di monitoraggio continuo permettono di migliorare processi comunicativi tra il consiglio di amministrazione e gli organi delegati, rendendoli più efficienti, e, nelle realtà di gruppo, i flussi informativi ascendenti e discendenti tra holding e controllate.

2. “Calculemus”: *moderni Pangloss nel Tech Nirvana*. – Se l'assemblea e il consiglio di amministrazione digitali costituiscono l'approdo di un percorso già largamente in atto, su un piano diverso – decisamente più futuribile e dagli esiti obiettivamente più incerti – è il primo vero e proprio esperimento di automazione dell'organo amministrativo, costituito dal *DAO Project (Decentralised Autonomous Organisation Project)*: un progetto diretto a un'evoluzione dall'attuale gestione verticale e accentrata della società a una gestione orizzontale e diffusa con un diretto coinvolgimento della comunità degli investitori, realizzabile mediante l'utilizzo di *smart contract* operativi su una piattaforma *blockchain*, che avrebbe dovuto garantire agli investitori un controllo diretto e in tempo reale sulle decisioni concernenti gli investimenti da effettuarsi<sup>11</sup>. Per quanto abbia avuto vita breve<sup>12</sup>, il modello *DAO Project* rappresenta la diretta espressione di una idea di *community-driven governance*, in cui vengono messi in discussione alcuni principi tradizionali in materia di *corporate governance*, a cominciare dalla rigida separazione tra gestione della società e azionisti che connota la maggior parte degli ordinamenti<sup>13</sup>. La piattaforma DAO includeva infatti una sezione in cui i partecipanti poteva-

<sup>11</sup> Lanciato nel 2016 in Germania da *Cristoph Jentsch*, questo progetto si fonda sull'idea – o, se si vuole, sulla provocazione – che, alla luce della naturale inclinazione umana a disattendere le regole, potrebbe rivelarsi più efficiente l'affidamento della gestione d'impresa a dei computer intelligenti: e v. S. FALKON, *The Story of the DAO-Its History and Consequences*, 24 dicembre 2014, in *Medium*, reperibile online all'indirizzo <https://medium.com/swlh/the-story-of-the-dao-its-history-and-consequences-71e6a8a551ee>.

<sup>12</sup> Per via di un attacco informatico e poi di un'indagine della SEC all'esito della quale i *DAO tokens* sono stati configurati come *securities*, con i relativi corollari ai fini dell'offerta al pubblico: e v. al riguardo <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. In argomento v. G. SCARCHILLO, *Corporate Governance e intelligenza artificiale*, in *Nuova giur. civ.*, 2019, 881 ss. Sul punto, e più in generale in materia di *blockchain*, v. P. DE FILIPPI-A. WRIGHT, *Blockchain and the Law*, Harvard University Press, 2018 e, sulla qualificazione dei *tokens*, F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in *European Company and Financial Law Review*, 17, 2020, 2, 129 ss.

<sup>13</sup> Espressa, in Italia, per le società azionarie, dall'art. 2380-bis c.c. Su questi profili numerosi e fondamentali sono i contributi del Maestro che qui omaggiamo, a partire da P. MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 422 ss.; ID., *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803; ID., *Le nuove regole di governance delle società per azioni: il punto di vista del giurista*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, a cura di N. ABRIANI-T. ONESTI, Milano, 2004, 45 ss.; ID., *Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI, Milano, 2004, 59 ss.; ID., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, 294 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in AA. VV.,  *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Atti del Convegno di Courmayeur, Milano, 2005, 121 ss., nonché in *Giur. comm.*, 2005, I, 435 ss. E, in una prospettiva più ampia relativa anche ai gruppi di imprese, v.

no discutere direttamente della amministrazione – e della stessa organizzazione – della società, presentando anche direttamente proposte tramite *smart contracts* e rilasciando informazioni aggiuntive sulle relative proposte sulla pagina web<sup>14</sup>. I progetti che avrebbero ricevuto un maggior numero di voti dei titolari di *DAO token* sarebbero stati infine finanziati attingendo ai fondi raccolti dal *DAO Project*.

Il *DAO Project* sottendeva una radicale, e forse ancora irrealistica, prospettiva rivoluzionaria rispetto alla tradizionale struttura organizzativa societaria grazie alla apertura orizzontale resa possibile dall'utilizzo delle nuove tecnologie<sup>15</sup>; e conteneva *in nuce* le premesse di sviluppi ulteriori in termini di sudditanza alle indicazioni della macchina o, addirittura, di abdicazione robotica in scenari futuribili nei quali gli stessi assetti societari potrebbero direttamente coincidere con (e dunque esaurirsi in) strumenti di intelligenza artificiale, quasi a decretare, come qualcuno ha sostenuto, la “fine della società” almeno per come la conosciamo noi oggi<sup>16</sup>. Si tratta di scenari avveniristici che, pur senza pervenire all'ipotesi estrema del *Roboboard*, possono declinarsi già nel contesto di una *Roboadvisory* sempre più pervasiva e seducente a livello tanto delle funzioni di indirizzo strategico e *monitoring* valutativo proprie del consiglio di amministrazione, quanto della gestione operativa affidata al *management*. Piani che il ricorso alle nuove tecnologie sarebbe in grado di riavvicinare, liberando l'organo amministrativo da molte delle incombenze legate alla funzione di *monitoring* e *compliance* e permettendogli di concentrarsi sull'alta amministrazione e sulle scelte di indirizzo strategico, anch'esse destinate ad essere virtuosamente influenzate dagli *output* dell'intelligenza artificiale. Più in generale, la maggior intensità e rapidità delle interazioni tra le diverse componenti societarie, resa possibile dai sempre più potenti mezzi di *information technology*, consentirebbe una significativa riduzione dei costi di agenzia, così agevolando (e in qualche misura esonerando) il consiglio di amministrazione nell'esercizio della tradizionale funzione attinente al loro monitoraggio. Questa evoluzione potrebbe determinare ulteriori effetti nelle realtà di gruppo, all'interno delle quali il ricorso ai sistemi di intelligenza artificiale è suscettibile di agevolare un più efficace esercizio dell'attività di direzione e coordinamento e un più incisivo monitoraggio sul rispetto delle procedure e delle direttive impartite dalla holding, contribuendo a graduare margini di autonomia gestoria da accordare alle singole controllate<sup>17</sup>. Lungo questa linea di ragionamen-

---

ancora ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 216 ss.

<sup>14</sup> E v. C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, in *Hastings Business Law Journal*, 17, 2021, 1, 114 ss.

<sup>15</sup> E, in particolare, del *blockchain*: in argomento v. M. FENWICK-J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *The End of Corporate Governance (Hello “Platform Governance”)*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, vol. 20, 171 ss. (reperibile online all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3232663](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3232663)), dove gli A. evidenziano la necessità di “reconnecting platforms with (corporate governance) regulatory models”. E v. anche M. FENWICK-W.A. KAAL-E.P.M. VERMEULEN, *The “Unmediated” and “Tech-Driven” Corporate Governance of Today’s Winning Companies*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, 16, 75 ss., spec. 116-120, ove si parla di “decentralized governance” e, più in generale, una originale riflessione sulle trasformazioni culturali alla base della riorganizzazione societaria, stimolata dalla rivoluzione digitale.

<sup>16</sup> Così M. FENWICK-E. P.M. VERMEULEN (nt. 139).

<sup>17</sup> E v. in generale, P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei*

to, se la dottrina ha iniziato a parlare di *algorithmic* o *self-driving entities*<sup>18</sup>, nei gruppi d'impresa si verrebbero a prefigurare in un futuro sempre più prossimo anche *self-driving subsidiaries*<sup>19</sup>.

Viene così a delinearsi una sorta di “*Tech Nirvana*”, com'è stato felicemente definito<sup>20</sup>, nel quale già si aggirano moderni Pangloss, cantori delle magnifiche sorti e progressive di sviluppi tecnologici destinati a sostituire le inevitabili imperfezioni del decisore umano con le più accurate e oggettive indicazioni della macchina.

Si tratta di uno scenario in larga misura decettivo, che tradisce una visione riduttiva dell'intelligenza artificiale, oggetto di riconsiderazione critica ad opera degli stessi esperti del settore<sup>21</sup>: una riconsiderazione che sospinge anche i giuristi a un supplemento di riflessione in ordine all'opportunità e alle modalità d'impiego di strumenti algoritmici ai fini di un più efficace svolgimento delle funzioni degli organi sociali, e in primo luogo delle funzioni gestorie, in quella che viene sinteticamente definita come *CorpTech* o *Corptech Governance*<sup>22</sup>, all'interno della quale sono riconducibili le diverse possibilità offerte dall'impiego dei sistemi di *machine-learning*, tra cui si annovera appunto l'intelligenza artificiale, e di *distributed ledger technology*, di cui *blockchain* e *smart contracts* sono le manifestazioni più note<sup>23</sup>. Un nuovo ambito tematico che si potrebbe anche qualificare, più classicamente, in termini di moderna “*cibernetica societaria*”: un'endiadi, quest'ultima, che esprime in termini riassuntivi la nuova *governance* dell'era algoritmica e che si rivela particolarmente efficace ove si consideri, da un lato, che è proprio la potenza cibernetica che permette ai sistemi tecnologici più avanzati di trascendere la tradizionale funzione di «strumento» destinato a realizzare finalità decise da un soggetto agente umano, per fornire essi stessi indicazioni e finanche assumere decisioni rilevanti per la libertà e la persona umana; e, dal-

---

gruppi di società, cit., 216 ss., ma altresì ID., *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2018, 61 ss.; ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 319 ss.

<sup>18</sup> M. PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review*, 2019, 965 ss.; G.D. MOSCO, *AI and Boards of Directors: Preliminary Notes from the Perspective of Italian Corporate Law*, in *European Company Law Journal*, 2020, 87 ss.

<sup>19</sup> N. ABRIANI *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *NDS*, 2020, 261 ss.

<sup>20</sup> L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, vol. 72, 55 ss. (il testo è reperibile anche *on line*: European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N. 457/2019, 25 June 2019, all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3392321](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3392321)).

<sup>21</sup> Sulla esigenza di un approccio precauzionale v. da ultimo, con particolare incisività, F. CABITZA, *Deus in machina? L'uso umano delle macchine tra dipendenza e responsabilità*, in L. FLORIDI-F. CABITZA, *Intelligenza artificiale. L'uso delle nuove macchine*, Milano, 2021, 9 ss.

<sup>22</sup> Anche questa espressione si deve a L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit. Il termine risulta preferibile, in quanto più ampio e comprensivo, rispetto alla già ricordata formula della *platform governance* elaborata da M. FENWICK-J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *The End of Corporate Governance*, cit., 171 ss., incentrata principalmente sulla *governance* delle piattaforme.

<sup>23</sup> Così da ultima M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 4 s.

l'altro, che l'etimo di *governance* risale al *gubernum* latino, il quale ha a sua volta come radice il κυβερνήτης greco.

3. *L'intelligenza artificiale come forma di esercizio del potere: nuovi scenari e categorie tradizionali.* – Al di là delle definizioni, si tratta di superare un'idea astratta e mitizzata della intelligenza artificiale, considerando tale tecnologia nella sua effettiva dimensione funzionale: “un'infrastruttura, un'industria, una forma di esercizio del potere” o, più propriamente, “un registro di potere”<sup>24</sup>, attraverso il quale “qualcuno fa” e dietro il quale vi sono creatori, controllori e proprietari con loro interessi e finalità non sempre trasparenti<sup>25</sup>. In questa direzione è stato puntualmente sottolineato che è meno importante chiedersi se una intelligenza artificiale sia buona o equa, quanto piuttosto quali forme di potere essa amplifichi, riproduca o abiliti, quali interessi promuova, e “chi sopporti il maggior rischio di danno”<sup>26</sup>; e, in ultima istanza, chi ne sia il responsabile, cioè chi sia tenuto a rispondere delle conseguenze<sup>27</sup>.

Questo approccio, più congeniale allo studioso di diritto commerciale che ha da sempre al centro della sua riflessione il governo del potere imprenditoriale e i diversi interessi coinvolti nel suo esercizio, consente di mettere meglio a fuoco l'impatto sul sistema imprenditoriale – e dunque, inevitabilmente, anche sul diritto delle imprese – di quel passaggio dalla società digitale alla società algoritmica, che, secondo l'OCSE e la maggior parte degli interpreti, segna l'avvento della “quarta rivoluzione industriale”<sup>28</sup>. Un cambio di paradigma connotato dal ruolo che le decisioni automatizzate vengono ad assumere in ogni aspetto della vita, a cominciare dalla riorganizzazione degli assetti socio-economici determinato dalla convergenza tra strumenti analitici (sempre più) intelligenti, da un lato, e accesso a *data* (sempre più) *big*, dall'altro. Tale convergenza segna l'elemento di discontinuità – o, più nettamente, di *disruption* – rispetto al passato, divenendo il motore di una società che si *struttura*, e si *auto-definisce*, per effetto di determinazioni automatizzate<sup>29</sup>.

<sup>24</sup> K. CRAWFORD, *The Atlas of AI. Power, Politics and the Planetary Costs of Artificial Intelligence*, Yale University Press, New Haven, 2021.

<sup>25</sup> E v. la quarta delle nuove leggi della robotica proposte, nel solco e ad integrazione di quelle a suo tempo coniate da Asimov, da veda F. PASQUALE, *Le nuove leggi della robotica. Difendere la competenza umana nell'era dell'intelligenza artificiale*, Roma, 2021: “I sistemi robotici e l'AI devono sempre indicare l'identità dei loro creatori, controllori e proprietari”.

<sup>26</sup> Così ancora K. CRAWFORD, *op. ult. cit.*

<sup>27</sup> In questi termini, sottolineando la centralità del tema della *accountability*, F. CABITZA, *Deus in machina? L'uso umano delle macchine tra dipendenza e responsabilità*, cit., 68 s.

<sup>28</sup> Per tutti, L. FLORIDI, *La quarta rivoluzione: come l'infosfera sta trasformando il mondo*, Milano, 2017 e R. BROWNSWORD, *Political Disruption, Technological Disruption and the Future of EU Private Law*, in *New Directions in European Private Law*, a cura di M. TRIDIMAS-T. DUROVIC, London, 2021, 7 ss.; e v. già S. RODOTÀ, *La vita e le regole. Tra diritto e non diritto*, Milano, 2018. Tra i documenti OCSE, v. *Algorithms and Collusion – Note from the Business and Industry Advisory Committee, OCSE OECD Roundtable on Algorithms and Collusion*, 2017. Va peraltro sottolineato che, se la precedente rivoluzione, determinata dalla meccatronica e della microelettronica tra la fine degli anni Settanta e gli anni Ottanta del secolo scorso, poteva dirsi ancora una rivoluzione «industriale» (la terza, appunto), l'era algoritmica prefigura una dimensione definitivamente postindustriale.

<sup>29</sup> Per queste considerazioni, ed essenziali riferimenti alla (peraltro ormai vastissima) bibliografia in

In questa prospettiva il percorso, avviato da tempo e inarrestabile, di integrazione tra strumenti tecnologici e governo dell'impresa societaria dovrà essere adeguatamente governato e necessariamente declinato in relazione al tipo di società e "alla natura e alle dimensioni" della specifica attività d'impresa: le singole società saranno pertanto tenute a calibrare l'apparato tecnologico rispetto alla propria configurazione organizzativa, soppesando le opportunità offerte dall'automazione e i connessi limiti normativi, tecnici ed etici<sup>30</sup>.

In tale contesto il giurista è chiamato a un compito, tanto impegnativo quanto ineludibile, nel quale potrà peraltro attingere alle categorie generali dell'ordinamento societario, e in particolare dei principi cardine che informano la corretta gestione societaria e imprenditoriale, facendo tesoro degli insegnamenti della nostra dottrina al riguardo, e in primo luogo del Maestro che qui omaggiamo<sup>31</sup>.

Come si è avuto occasione di rilevare, il ricorso a dispositivi di predizione automatizzata per orientare indirizzi strategici e scelte gestorie rappresenta l'approdo di un percorso avviato ormai da decenni, seppur con strumenti informatici meno potenti di quelli offerti dalla impetuosa evoluzione tecnologica degli ultimi anni. E se tale fenomeno non ha provocato sino a ieri un ripensamento delle categorie giuridiche implicate, ci si può interrogare sulle ragioni per le quali soluzioni avveniristiche, come quella di un organo amministrativo di cui sia componente (o finanche amministratore unico) una società automatizzata, dovrebbero di per sé sole mettere in discussione i cardini del sistema di *corporate governance*; tanto più ove si volga lo sguardo ai dibattiti sviluppatisi a partire dagli anni sessanta del secolo scorso e si constati una evidente assonanza – se non la eco – tra le questioni attuali e le domande che si ponevano di fronte ai primi

---

argomento, v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale, Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, 290 ss.; e v. anche 12 ss., ove si richiama la riflessione di Remo Bodei su ulteriori effetti collaterali della coesistenza con macchine (non più "intelligenti", ma) per molti versi più "performanti" rispetto alla capacità dell'uomo, determina, riprendendo e integrando la nota scansione freudiana, una quarta potenziale "ferita narcisistica", intaccando nuovamente – dopo l'umiliazione cosmologica dell'eliocentrismo, l'umiliazione biologica del darwinismo e l'umiliazione psicologica della psicoanalisi – la convinzione dell'umanità di essere la specie eletta tra tutte le altre e creando inquietudini non meno profonde delle tre che l'hanno preceduta (R. BODEI, *Dominio e sottomissione. Schiavi, animali, macchine, intelligenza artificiale*, Bologna, 2019).

<sup>30</sup> Per un tentativo di declinazione di tali principi nel contesto del ricorso alla intelligenza artificiale v. C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, cit., 133 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 149 ss.; IDD., *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle società* diretto da V. DONATIVI, Torino, 2022, in corso di pubblicazione; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 30 ss. Non meno rilevanti sono i corollari del fenomeno in esame sui connessi obblighi di *compliance*, sovente visti dai consigli di amministrazione quali impedimento all'innovazione più che fonte di vantaggio competitivo: L. MOEREL, *Reflections on the Impact of the Digital Revolution on Corporate Governance of Listed Companies*, 15 novembre 2019, reperibile online all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3519872](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3519872), 3.

<sup>31</sup> Oltre alle opere citate alla nt. 13, v. i numerosi contributi in P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, cui adde P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss.; ID., *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, ivi, 2020, I, 829 ss., ove, *inter alia*, si prospetta la distinzione tra "scelte di organizzazione" e "assetti organizzativi", suscettibile di assumere rilevanti corollari nel campo in esame.

processi di informatizzazione<sup>32</sup>. La maggiore complessità dei sistemi algoritmici attualmente impiegati fa affiorare, sebbene in termini oggettivamente più delicati, problematiche giuridiche in parte simili; e ciò in particolare alla luce del perdurante ruolo che il legislatore impone di riconoscere all'elemento umano, laddove vieta l'utilizzo di dispositivi interamente automatizzati.

Se la differenza qualitativa che connota i nuovi strumenti di intelligenza artificiale rende più rilevanti quei quesiti di vertice, la risposta non sembra tuttavia dover passare attraverso un radicale ripensamento del quadro giuridico<sup>33</sup>, richiedendo semmai un'attenta analisi volta a contestualizzare i principi tradizionali nel nuovo scenario. I pur innegabili, e cospicui, elementi di novità introdotti dalla intelligenza artificiale sembrano riconducibili ed interpretabili all'interno di una cornice giuridica che risulta tuttora idoneo ad affrontare e risolvere le sfide poste dalla società algoritmica, con opportuni adattamenti e attraverso letture evolutive degli istituti tradizionali. Si tratta, in definitiva di rinvenire all'interno del quadro normativo attuale, e dei principi che lo informano, i semi di nuovi sviluppi ermeneutici per un contesto tecnologico in continua evoluzione, senza forzare la novità fattuale in abiti teorici vecchi secondo interpretazioni che sarebbero, in ogni caso, destinate ad avere vita breve<sup>34</sup>.

4. *Intelligenza artificiale e codici di corporate governance*. – Ed è alla luce della impostazione metodologica ora delineata che si può procedere all'esame dell'impatto del crescente ricorso ai sistemi robotici nella *governance* societaria. La rilevanza del fenomeno, testimoniata anche dal recente studio ad esso dedicato dalla Commissione europea<sup>35</sup>, si può apprezzare da un duplice angolo prospettico. Si tratta, da un lato, di esaminare le opportunità della intelligenza artificiale come *strumento* di governo dell'impresa, a supporto delle decisioni degli amministratori; dall'altro, di considerare i rischi che il ricorso a tali tecnologie può determinare, facendone dunque *oggetto* di una puntuale regolamentazione volta a governarli e, per quanto possibile, mitigarli.

Con riferimento a quest'ultimo versante va stigmatizzata la considerazione del tutto inadeguata riservata ai potenziali profili critici connessi all'utilizzo degli strumenti tecnologici dai codici di autodisciplina delle società quotate, a cominciare dal nuovo Codice di *Corporate Governance* italiano entrato in vigore nel 2021<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> Per una puntuale ricostruzione, si v. ora a G. PASCUZZI, *Il diritto dell'era digitale*, 2020, Bologna, e già i magistrali e in larga misura anticipatori spunti di S. RODOTÀ, *Tecnologie e diritti*, 1995, Bologna.

<sup>33</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 20 ss.; L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 59 s.

<sup>34</sup> In tal senso, nel solco di indicazioni di metodo che risalgono agli insegnamenti ascarelliani (ASCARELLI, *Norma giuridica e realtà sociale*, in ASCARELLI, *Problemi giuridici*, Milano, 1959, 67), v. GUIZZI, *Nota di lettura*, in *Informazione e big data tra innovazione e concorrenza*, a cura di Falce, Ghidini, Olivieri, IX, Milano, 2018; V. DI CATALDO, *Esiste uno stile giuridico neo-liberale? Uno studio per Francesco Denozza*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 1, 9 ss.

<sup>35</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, giugno 2021, reperibile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/13e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>36</sup> Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario è stato approvato nel gennaio 2020 dal Comitato per la *Corporate Governance*, costituito ad opera delle principali associazioni imprenditoriali e degli investitori professionali e di Borsa Italiana S.p.A., ed è applicabile alle

Questa disattenzione al fenomeno in esame, per molti versi sorprendente ove si consideri la posizione di avanguardia storicamente assunta dall'autodisciplina in questo settore<sup>37</sup>, incontra due sole eccezioni meritevoli di segnalazione. Il riferimento è in primo luogo al *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* spagnolo, recentemente riformato nel 2020<sup>38</sup>, che impone al comitato *audit* di valutare l'adeguatezza del sistema di controllo e gestione dei rischi finanziari e non finanziari anche in relazione ai «rischi operativi, *tecnologici*, sociali, ambientali, politici e reputazionali», nella prospettiva di un'attenta «verifica della conformità della gestione ai requisiti normativi»<sup>39</sup>.

Più articolate e avanzate sono le previsioni contenute nel Codice di *Corporate Governance* olandese, che pure risale al 2016 e nel quale sin dal principio 1.1. si precisa come la creazione di valore nel lungo periodo (*long term value creation*) imponga una consapevolezza e un'anticipazione degli sviluppi tecnologici e delle connesse trasformazioni dei modelli di business<sup>40</sup>. Sulla base di queste premesse il Codice annovera tra i doveri e le responsabilità del comitato controllo e rischi (*audit committee*) il monitoraggio degli amministratori esecutivi in relazione all'utilizzo degli strumenti di *information and communication technology*, con particolare attenzione ai rischi riguardanti la cibernsicurezza (principio 1.5.1). Lungo tale direttrice il Codice olandese sottolinea, in una nota esplicativa del principio 2.1.4. riguardante l'*expertise* del *management board*, l'importanza che tra i consiglieri siano presenti competenze adeguate «per individuare tempestivamente opportunità e rischi» associati a modelli di business innovativi e alle tecnologie sui quali questi ultimi si articolano<sup>41</sup>.

---

società che lo adottano a partire dal 1° gennaio del 2021 o, qualora l'esercizio non coincida con l'anno solare, dal primo esercizio che abbia avuto inizio nel medesimo anno. Tra i primi commenti al nuovo Codice, si v. G. ALPA, *Il nuovo codice della Corporate Governance delle società quotate*, in *Contr. e impr.*, 2020, 567 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M. STELLA RICHTER, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, febbraio 2020, in *dirittobancario.it*; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss., anche per altri riferimenti, cui adde P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 1, 1 ss.; O. CAGNASSO, *La dimensione dell'impresa e il Codice di Corporate Governance*, *ibidem*, 19 ss.; N. ABRIANI, *Successo sostenibile e regole statutarie: il ruolo del board nel codice di corporate governance*, *ibidem*, 7 ss.; ID., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in corso di pubblicazione in *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, atti del convegno di Courmayeur, 9 aprile 2021, a cura di P. MONTALENTI-M. NOTARI. Per un inquadramento di più ampio respiro e ulteriori riferimenti bibliografici, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, 1267 ss.

<sup>37</sup> Una ricerca dei sintagmi "innovazione tecnologica" e "intelligenza artificiale", condotta sul testo del nostro codice, così come dei codici di autodisciplina dei più importanti ordinamenti contermini, non offre infatti alcun riscontro.

<sup>38</sup> COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2020, disponibile sul sito [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG\\_2020.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf).

<sup>39</sup> Così la *Recomendación* 4, 1, a. (e v. anche le *Recomendaciones* 42 e 45).

<sup>40</sup> MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE, *The Dutch Corporate Governance Code*, disponibile al sito <https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>, Provision 1.5.1.

<sup>41</sup> E v. in tal senso i punti 1.1. e 2.1.4 delle *explanatory notes*. Il tema delle competenze tecnologiche richieste all'interno del *board* è segnalato dalla dottrina: per tutti, L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 45; G. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, cit., 254 s.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1361 s.;

Quelli ora richiamati sono gli unici riferimenti espliciti ai problemi connessi all'utilizzo di strumenti tecnologici contenuti all'interno dei codici di autodisciplina europei. Uno spunto indiretto è offerto dal Codice di *Corporate Governance* del Regno Unito, da ultimo modificato come noto nel luglio 2018, laddove, enunciato il principio generale per il quale un'adeguata gestione del rischio costituisce la precondizione del raggiungimento di obiettivi strategici di lungo termine, raccomanda all'organo amministrativo di valutare non solo i rischi «principali», come quelli legati alla tutela dell'ambiente, ma anche i rischi definiti come «emergenti». Sebbene manchi nel codice inglese un'esplicita menzione dei rischi derivanti dalla tecnologia, un'interpretazione evolutiva della citata previsione, anche alla luce del più recente dato comparatistico, potrebbe suggerire di includere tra i rischi «emergenti» anche – ed anzi, in primo luogo – i rischi derivanti dall'utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale per fini di gestione d'impresa.

Da ultimo va segnalato il codice di autodisciplina belga, nel quale si fa riferimento ad un tema, diverso ma collegato a quello in esame (e particolarmente interessante alla luce delle novità introdotte al riguardo dal nostro Codice), relativo all'utilizzo delle tecnologie per l'interlocuzione e per il coinvolgimento degli *shareholders* e degli *stakeholders*, con quelle politiche di *engagement* che potrebbero avere un fattore abilitante nella tecnologia, sia per l'efficace gestione dell'informativa consiliare, sia per la politica di dialogo e interlocuzione con la generalità degli azionisti<sup>42</sup>.

La generale rimozione del tema dell'intelligenza artificiale anche nelle più recenti versioni dei codici di *corporate governance* può forse giustificarsi per la preoccupazione di preservare l'effettiva dialettica tra amministratori, rispetto alla quale i tradizionali rischi di *bias* autoritari nei confronti del CEO potrebbero essere rafforzati (e, per alcuni versi, esorcizzati) dalla sudditanza alla indicazione-predizione algoritmica. Una remora che si potrebbe definire “romantica”, nella sua strenua difesa del libero confronto consiliare in contrapposizione all’“illuminismo iper-razionalista” di chi pretenderebbe di acquisire come punto di riferimento dell’*agere* degli amministratori l’algido *output* dello strumento tecnologico. Si tratta, va peraltro immediatamente soggiunto, di preoccupazioni tutt’altro che ingiustificate ove si consideri che potrebbe essere lo stesso *management* a definire le finalità (lo *script*) del sistema robotico e a selezionare i dati che quest’ultimo è chiamato ad elaborare<sup>43</sup>. Ma proprio la gravità di questi rischi vale a

---

M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, cit., 138 ove si pone l'ulteriore questione se si possa (o addirittura, si debba) attribuire a «specifici amministratori *tech-savvy* o *tech-skilled*, stante la loro funzione chiave ed il loro ruolo fondamentale, (...) un ruolo determinante nelle decisioni consiliari di maggiore rilievo *ratione materiae*», suggerendo in tale prospettiva di valutare il ricorso a «una clausola statutaria che subordini l'assunzione di una decisione sull'uso di sistemi di IA all'approvazione non solo delle maggioranze richieste da legge o statuto, ma ancor più al voto favorevole (o non contrario) degli amministratori *tech-savvy* (oppure del comitato *tech*, ove costituito, oppure ancora del comitato cui questi compiti sono espressamente attribuiti), che la clausola stessa avrà cura di individuare in virtù della carica ricoperta o delle competenze specifiche degli stessi» (nel solco della Massima n. 195 del 17 novembre 2020, del Consiglio Notarile di Milano, *Voto “determinante” e deliberazioni unanimi nel consiglio di amministrazione*).

<sup>42</sup> In argomento v. A. LAFARRE-C. VAN DER ELST, *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*, cit. Il ricorso alle piattaforme digitali per l'interlocuzione con gli azionisti ed il loro coinvolgimento finanche decisionale è alla base del c.d. DAO Project, sul quale v. *supra*, al par. 2.

<sup>43</sup> Sui rischi di sudditanza degli amministratori all'algoritmo, per tutti, L. ENRIQUES, *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senno di poi 4.0*, in U. RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale – Il diritto, i diritti, l'etica*, Milano, 2020, 295 ss., in particolare 298 s.



confermare la potenziale incidenza del ricorso a sistemi robotici sulla *corporate governance* e l'esigenza di affrontare adeguatamente il problema: sin d'ora, in sede di *best practice* e di *policy* interne alle stesse società e, in un futuro sempre più prossimo, in una puntuale (o comunque non più reticente) declinazione di regole autodisciplinari.

Alcuni promettenti sviluppi nella prima direzione sono rinvenibili nei *Corporate AI principles* che alcune società hanno sviluppato nel tentativo di ricondurre entro un alveo di principi condivisi la regolamentazione delle nuove tecnologie usate a fini di *corporate governance*<sup>44</sup>. Per contro, le trasformazioni stimulate dall'ingresso delle nuove tecnologie nella gestione societaria non sembrano, ad oggi, imporre un intervento legislativo diretto e uniforme, risultando sufficienti – e al contempo necessari – adattamenti e riletture in senso evolutivo delle nozioni e delle regole cardine del diritto societario. L'eterogeneità degli ambiti applicativi dell'intelligenza artificiale nel contesto societario<sup>45</sup> e la varietà delle realtà imprenditoriali in cui questa viene a innestarsi, sembrano confermare che l'emergente connubio tra nuove tecnologie e assetti imprenditoriali è destinato a trovare una più efficace, e al contempo puntuale, regolamentazione in sede di autodisciplina<sup>46</sup>.

5. *L'intelligenza artificiale come strumento e come oggetto di governo dell'impresa.* – Il primo degli angoli prospettici dai quali può essere considerata l'interazione tra *corporate governance* e intelligenza artificiale è rappresentato, come si è anticipato, dall'utilizzo di quest'ultima a supporto delle funzioni amministrative; e ciò tanto nella declinazione propriamente gestoria, affidata ai consiglieri esecutivi, quanto in quella di indirizzo strategico e *monitoring* valutativo, che è propria dell'organo collegiale. Sotto entrambi i versanti ora richiamati, si pone il problema della inclusione degli strumenti dell'intelligenza artificiale nell'ambito degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società<sup>47</sup>. Un tema che si articola, a sua volta, in una serie di questioni che si intersecano tra loro radialmente: in quale misura possono dirsi adeguati assetti societari che non facciano ricorso anche all'intelligenza artificiale? E ancora, sotto altro versante, quali conoscenze tecniche sono – e saranno sempre più in futuro – richieste ai

---

<sup>44</sup> A scopo esemplificativo si possono ricordare C. MACHMEIER, *SAP Guiding Principles for Artificial Intelligence*, in *SAP News Center*, 18 settembre 2018, reperibile online all'indirizzo <https://news.sap.com/2018/09/sap-guiding-principles-for-artificial-intelligence/>; S. PICHAI, *AI at Google: Our Principles*, *Google* 7 giugno 2018, reperibile online all'indirizzo <https://blog.google/technology/ai/ai-principles/>; MICROSOFT, *Microsoft AI Principles*, reperibile online all'indirizzo [www.microsoft.com/en-us/ai/our-approach-to-ai/](http://www.microsoft.com/en-us/ai/our-approach-to-ai/); S. SHARRON-A. SERWIN, *Managing Corporate AI*, in *Corporate Compliance Insights*, 20 luglio 2018, reperibile online all'indirizzo [www.corporatecomplianceinsights.com/managing-corporate-ai/](http://www.corporatecomplianceinsights.com/managing-corporate-ai/).

<sup>45</sup> E v., da ultima, C. PICCIAU, *Intelligenza artificiale, scelte gestorie e organizzazione delle società per azioni*, in *La rivoluzione dell'intelligenza artificiale: profili giuridici*, a cura di F. Donati, A. Pajno e A. Perrucci, cit.

<sup>46</sup> Per queste considerazioni v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 149 s.

<sup>47</sup> Sul tema v. già gli spunti di G.D. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, 1/2019, 247 ss. e di N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, cit., 261 ss. Per uno sviluppo di questa impostazione, ed ampi riferimenti comparatistici, v. ora M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., 30 ss.

componenti dell'organo amministrativo ai fini di un utilizzo consapevole degli algoritmi o, quanto meno, di un adeguato monitoraggio su tale utilizzo da parte del *management*<sup>48</sup>?

Quest'ultimo quesito spinge l'analisi verso il possibile ricorso all'intelligenza artificiale nella stessa attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione in ordine alla propria composizione e al fine di selezionare i migliori candidati alla carica di amministratore: tema, quest'ultimo che assume particolare delicatezza in presenza di clausole statutarie che prevedano la predisposizione di una lista del consiglio di amministrazione, ma anche, più in generale, nelle più frequenti ipotesi in cui quest'ultimo sia chiamato a procedere alla cooptazione di nuovi componenti in sostituzione di consiglieri cessati dalla carica in corso di mandato<sup>49</sup>.

Come sottolineato dal recente studio della Commissione europea, ad oggi le ipotesi di applicazione di strumenti di intelligenza artificiale a scopi di nomina dei membri del consiglio sono ancora molto limitate<sup>50</sup>; il medesimo studio segnala, tuttavia, che un numero significativo di imprese europee si accingerebbe a introdurre sistemi automatizzati nei processi di selezione e nomina degli amministratori<sup>51</sup>.

Un ulteriore campo nel quale le tecnologie algoritmiche potrebbero essere utilmente impiegate dall'organo amministrativo – nell'ambito della funzione di valutazione e intervento “proattivo” sugli assetti statuari in funzione degli obiettivi di una più efficiente *governance* societaria, che il nuovo Codice di *Corporate Governance* gli assegna<sup>52</sup> – potrebbe ravvisarsi nel rafforzamento del dialogo e dell'interlocazione biunivoca con gli azionisti o ancora nella stima dell'impatto che eventuali modifiche dei diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni e degli altri strumenti finanziari sono destinate a produrre sugli assetti proprietari e, più in generale, degli effetti di mercato e strategici, conseguenti<sup>53</sup>.

---

<sup>48</sup> E v. ancora N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, cit., 264 e G.D. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, cit., 250. Sulle esigenze di comprensione dei c.d. codici «sorgente» e delle linee guida di carattere tecnico in base ai quali sono programmati e funzionano i sistemi di intelligenza artificiale v. P. MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Law*, in *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, a cura di W. BARFIELD e U. PAGALLO, Cheltenham, 2017/2018, 649 ss.

<sup>49</sup> Per un primo spunto in tal senso, N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, cit., 282; più di recente, il tema è sviluppato da I. EREL-L.H. STERN-C. TAN-M.S. WEISBACH, *Selecting Directors Using Machine Learning*, in *The Review of Financial Studies*, 2021, vol. 34, 7, 3226 ss.

<sup>50</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, cit., 16.

<sup>51</sup> *Ibidem*, ove si segnala che oltre un terzo (il trentasei per cento) delle imprese intervistate intende utilizzare l'intelligenza artificiale per i processi di selezione e nomina. Un numero decisamente non irrilevante.

<sup>52</sup> Così l'Art. 1, *Principio III* del nuovo Codice di *Corporate Governance*.

<sup>53</sup> Come si è avuto modo di sottolineare, si tratta di profili espressamente considerati dal nuovo Codice di autodisciplina con riferimento all'attività propositiva e propulsiva del consiglio di amministrazione in materia di *governance* (art. 1, Raccomandazione 2): sul punto v. N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in corso di pubblicazione in *La nuova società quotata*, cit. Per un approfondimento v. ancora M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., 30 ss., cui adde il contributo di C. PICCIAU, *Intelligenza artificiale, scelte gestorie e organizzazione delle società per azioni*, cit.

A fianco di queste opportunità – e di altre che la dottrina ha iniziato a scandagliare in termini sempre più accurati e convincenti<sup>54</sup> – dovranno essere considerati anche i peculiari rischi connessi al ricorso a questi strumenti, sospingendo le imprese a valutarli adeguatamente e a regolamentarne l'utilizzo: valutazione e regolamentazione che andrà operata dall'organo amministrativo, entro margini di discrezionalità tecnica e in considerazione del rapporto costi/benefici, nell'ambito di un efficiente *risk management* degli sviluppi connessi all'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale.

Nel nuovo scenario che viene così a delinearsi le imprese sono chiamate ad affrontare la sfida della digitalizzazione e, ancora più in vertice, quella che viene definita come *Corporate Digital Responsibility*<sup>55</sup>, intesa appunto come responsabilità derivante dalla gestione dei rischi connessi alla prima: in questa prospettiva si tratta di valutare con attenzione in quali ambiti e a quali condizioni la *Corptech* sia suscettibile di (o sia addirittura destinata a) valorizzare la *governance* societaria. E in quale misura, a quali livelli e con quali presidi tale evoluzione possa tradursi operativamente<sup>56</sup>: non solo nella dimensione propriamente esecutiva del *management* (dove è già in larga misura presente), ma anche come strumento per rendere più incisiva la funzione di *monitoring* e *advisory* del *board*, da un lato, e per rafforzare il dialogo (e, in generale, i rapporti) tra la società e i propri azionisti, consentendo una più efficace interlocuzione con questi ultimi e i principali *stakeholders*, fino ad arrivare, nelle ipotesi più rivoluzionarie, alle già evocate *decentralised autonomous organisations (DAOs)* dove l'architettura tecnologica costituita dalla *blockchain* struttura, principalmente mediante *smart contracts*, le relazioni tra i partecipanti all'organizzazione stessa, senza uno statuto o un accordo fondativo<sup>57</sup>. Alla luce di queste trasformazioni, sembra dunque non più ipotetico – e neppure remoto – lo scenario dell'impiego di sistemi automatizzati e in particolare di tecnologie *blockchain* per conseguire obiettivi di miglioramento dei flussi comunicativi tra società, azionisti e *stakeholders* esterni alla compagine societaria: come sembrano

<sup>54</sup> E v., nella dottrina italiana e per completi riferimenti, anche comparatistici, le due autrici citate alla nota precedente.

<sup>55</sup> L'espressione è tratta da alcuni studi di management. V.M. WADE, *Corporate Responsibility in the Digital Era*, in *MIT Sloan Management Review*, 28 aprile 2020, disponibile all'indirizzo <https://sloanreview.mit.edu/article/corporate-responsibility-in-the-digital-era/>. L. LOBSCHAT-B. MUELLER-F. EGGERS-L. BRANDIMARTE-S. DIEFENBACH-M. KROSCHEKE-J. WIRTZ, *Corporate Digital Responsibility*, in *Journal of Business Research* 122, 2021, 875 ss. La riflessione si è estesa anche alla dottrina giuridica, ove la nozione di *Corporate Digital Responsibility* è oggetto di recenti riflessioni tra i primi, e per tutti, F. MÖSLEIN, *Corporate Digital Responsibility: Eine aktienrechtliche Skizze*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80 Geburtstag am 24 August 2020*, Berlino, De Gruyter, 805 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, cit., 1326 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Intelligenza artificiale e diritto delle imprese*, cit., 267 ss. (e v. ora il contributo di G. SCHNEIDER, in questi *Studi*).

<sup>56</sup> In tale direzione si potrà fare tesoro dell'elaborazione dottrinale e regolamentare in tema di *fintech* e *regtech*, da un lato, e delle proposte di regolamentazione dell'intelligenza artificiale, dall'altro: e v. *infra*, nel testo.

<sup>57</sup> E v. *supra*, al par. 2, ove ulteriori riferimenti cui *adde*, da ultimi, R. LENER-S.L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*. Paper presentato al XII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2021; D. VALIANTE-M. LAMANDINI-D. RAMOS MUÑOZ, *The European Strategy on Digital Finance and its interplay with capital markets integration in the EU*, in corso di pubblicazione, che si è potuto consultare per la cortesia degli autori.

confermare anche gli ultimi rapporti della Consob in materia di rendicontazione non finanziaria, ove si segnala un'apertura alle nuove possibilità di comunicazione e interazione con gli *stakeholders* rilevanti al fine di una più immediata considerazione delle istanze di questi ultimi nell'operato d'impresa<sup>58</sup>.

6. *Dalla Corptech alla Corporate Digital Responsibility*. – La questione si ricollega al più ampio tema, già richiamato, della rilevanza dell'intelligenza artificiale quale componente di assetti adeguati come determinati dalle previsioni del nuovo Codice di autodisciplina<sup>59</sup>. Quanto più profonda è la penetrazione dell'intelligenza artificiale negli assetti, tanto più la sostenibilità della *governance* societaria dipenderà dalla *governance* delle tecnologie impiegate.

All'interno di questo scenario in rapida evoluzione si iscrive il già ricordato studio della Commissione europea in materia di intelligenza artificiale e *corporate governance*, nel quale sono poste in evidenza due principali aree di impiego di strumenti automatizzati nel contesto societario: un primo ambito applicativo attiene al rafforzamento dei processi decisionali del *management*, ai fini di una loro maggior efficienza, mentre un secondo riguarda le attività di *monitoring* e di verifica della *compliance* da parte dell'organo amministrativo<sup>60</sup>.

In entrambi i casi, i vantaggi attesi riguardano l'aumento complessivo – qualitativo e quantitativo – delle attività che il *board* può svolgere, con una incisività ed efficacia resa possibile dalle accresciute capacità di processare e analizzare informazioni<sup>61</sup>. Si indicano inoltre ulteriori effetti positivi in relazione al tema della composizione dell'organo, e in particolare della *board diversity*, in quanto le raccomandazioni elaborate dall'intelligenza artificiale potrebbero controbilanciare tendenze alla omologazione dell'indirizzo del consiglio<sup>62</sup>. Sull'opposto versante dei rischi connessi all'utilizzo delle nuove tecnologie, si segnalano la possibilità di errori nel design ovvero nell'implementazione di strumenti automatizzati: errori suscettibili di irradiarsi lungo la catena societaria, fino a compromettere i flussi comunicativi e finanche le procedure di voto

---

<sup>58</sup> CONSOB, *Report on Non-financial Reporting of Italian Companies – Non-financial information as a driver of transformation*, 2019, disponibile all'indirizzo <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2019.pdf/5d508397-a2f9-4abf-be87-8cb278a1997d>.

<sup>59</sup> In argomento N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, cit.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., 34.

<sup>60</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, cit., 3 s. Lo studio segnala tuttavia l'assenza di dati soddisfacenti riguardanti il concreto utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale nelle società. Dall'indagine effettuata emerge infatti come solo il 13% delle imprese europee coinvolte nello studio faccia ricorso a sistemi automatizzati a scopo di *corporate governance*, mentre il 26% intende internalizzare questi strumenti nei prossimi anni (*ibidem*, 13).

<sup>61</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, cit., 1326 ss.; M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 121 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit.

<sup>62</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, cit., 28.

che su questi stessi strumenti si basano<sup>63</sup>. A livello di ricognizione empirica il documento segnala infine il mancato sfruttamento, ad oggi, delle piene potenzialità di strumenti digitali per il perseguimento di più ampi obiettivi sociali<sup>64</sup>.

Quest'ultimo rilievo induce a un supplemento di riflessione sul tema cruciale del rapporto che è destinato a instaurarsi tra intelligenza artificiale e *corporate social responsibility*<sup>65</sup>. Di fronte ai richiami, contenuti innanzitutto nel codice di autodisciplina e nei più recenti documenti europei, ad una *corporate governance* sostenibile<sup>66</sup>, si pongono nuovi interrogativi: primo tra tutti, se e come gli strumenti di intelligenza artificiale possano contribuire alla svolta in senso etico del governo societario; e, quindi, se e a quali condizioni tali strumenti risultino funzionali a presidiare la prospettiva del successo sostenibile<sup>67</sup>.

L'ingresso delle nuove tecnologie nel funzionamento della macchina societaria riporta così alla luce nuove istanze etiche destinate a permeare il funzionamento delle società che ricorrono a strumenti algoritmici.

E che questo passaggio sia ineludibile lo confermano gli orientamenti elaborati da quella corrente di pensiero che ha forgiato il termine "algoritmica": un'endiadi, ripresa dallo stesso Papa Francesco<sup>68</sup>, che sottolinea l'istanza di un'intelligenza artificiale affidabile, ispirata a principi fondamentali tra i quali fanno spicco il benessere sociale e ambientale, la diversità, la non discriminazione e l'equità come obiettivi al cui conseguimento un'utilizzazione responsabile ed etica dell'intelligenza artificiale è tenuta a concorrere, anche stimolando la responsabilità sociale delle imprese<sup>69</sup>. In questo quadro – all'interno del quale si iscrive, pur nella vaghezza di molte delle espressioni ivi contenute, la nuova proposta di direttiva europea in materia di diligenza d'impresa<sup>70</sup> –

<sup>63</sup> *Ibidem*, 31.

<sup>64</sup> Questo è confermato anche dal Rapporto Consob 2020. CONSOB, *Report of Non-financial Reporting of Italian Listed Companies – With Survey Board Leadership and Sustainable Business – Nedcommunity*, 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2020.pdf/f1370058-d521-4a96-80c5-d64f7a7ac7ff>.

<sup>65</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, cit., 1346 ss.

<sup>66</sup> COMMISSIONE EUROPEA-EY, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final report*, luglio 2020, consultabile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>; e v. anche la recente proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa del Parlamento europeo, PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, 10 marzo 2021, 2020/2129(INL), disponibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT.html).

<sup>67</sup> Sul punto v. ora il contributo di Giulia Schneider in questa sezione. *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, in *La rivoluzione dell'intelligenza artificiale: profili giuridici*, a cura di F. DONATI-A. PAJNO-A. PERRUCCI, cit.

<sup>68</sup> Discorso del Santo Padre ai partecipanti della Pontificia accademia per la vita, Roma, 28 febbraio 2020, reperibile al sito: <https://press.vatican.va/content/salastampa/it/bollettino/pubblico/2020/02/28/0134/00291.html>.

<sup>69</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti etici per un'IA affidabile*, 8 aprile 2019, disponibile all'indirizzo <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/ethics-guidelines-trustworthy-ai>.

<sup>70</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2020 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, 2020/2129(INL), disponibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_IT](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT).

la *Corporate Digital Responsibility* potrebbe costituire un ideale *trait-d'union* per il recepimento (e, in prospettiva, l'implementazione) all'interno delle *policy* delle emittenti dei valori etici contenuti negli *Orientamenti* per un'intelligenza artificiale affidabile, di per sé privi di immediata valenza giuridica e, in termini più analitici, dei principi ora espressi dalla proposta di regolamento sulla intelligenza artificiale<sup>71</sup>.

Nella logica della sostenibilità andrebbe innanzi tutto verificato se gli strumenti in concreto utilizzati dalla società presentino i requisiti, in primo luogo di trasparenza, previsti dalla proposta di regolamento per i sistemi di intelligenza artificiale cc.dd. ad alto rischio, indipendentemente dalla effettiva riconducibilità a tale categoria degli strumenti usati in ambito societario a supporto di decisioni strategiche od operative e, tanto meno, dell'attività di *monitoring* valutativo del consiglio<sup>72</sup>. Si verrebbero così ad

---

*html*. Per i primi commenti, v. P. DAVIES *et al.*, *Commentary: The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, 19 aprile 2021, ECGI, disponibile all'indirizzo <https://ecgi.global/news/commentary-european-parliament%E2%80%99s-draft-directive-corporate-due-diligence-and-corporate>. Nella dottrina italiana v. anche le recenti osservazioni di L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, *ivi*, 325 ss.; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un capitalismo sostenibile*, *ivi*, 375 ss. Sulla versione finale della proposta COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence, di modifica della direttiva (UE) 2019/1937*, del 23 febbraio 2022, COM (2022) 71 final. La proposta di direttiva segue alla risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese (2020/2129(INL), disponibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT.html). E v. anche al documento di consultazione *Proposta di iniziativa sulla governance societaria sostenibile* le cui risposte sono disponibili sul sito della Commissione ([https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_it)) e lo studio preliminare redatto da Ernst & Young per la Commissione europea *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, del 29 luglio 2020 (disponibile sul sito <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-de>); G. FERRARINI *et al.*, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, in *ECGI Working Paper*, n. 576/2021; B. SJÄFJELL, *Reforming EU Company Law to Secure the Future of European Business*, in *ECFR*, 2021, 2, 190; V. KNAPP, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward?*, *ibidem*, 218; F. MÖSLEIN, K.E. SØRENSEN, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*, in *European Company Law*, 2021, 1, 7.

<sup>71</sup> *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final. E v. ora la versione integrata con gli emendamenti proposti dal Consiglio, CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on artificial intelligence (Artificial Intelligence Act) and amending certain Union legislative acts - Presidency compromise text*, 29 novembre 2021, 2021/0106(COD). L'ultima versione del testo propone l'inclusione tra le categorie di intelligenza artificiale a rischio inaccettabile di tutti i sistemi di *social scoring*, non solo quelli usati da pubbliche autorità come aveva sancito dapprima la Commissione europea. Per un primo commento sul testo proposto si rimanda alle trattazioni di P. HACKER, *A Legal Framework for AI Training Data- from First Principles to the Artificial Intelligence Act*, in *Law, Innovation and Technology*, 2, 2021, 257-301; W.G. VOSS, *AI Act: the European Union's Proposed Framework Regulation for Artificial Intelligence Governance*, in *Journal of Internet Law*, 2, 2021, 7-15.

<sup>72</sup> Sulla difficoltà che il testo della proposta di regolamento pone all'interprete nel sussumere gli strumenti di intelligenza artificiale di *Corptech* all'interno della categoria dei sistemi ad alto rischio, v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 185 s. La lettura degli elenchi contenuti negli allegati alla proposta segnala in effetti gli strumenti di intelligenza artificiale finalizzati a determinare l'accesso a servizi privati essenziali come il credito e dunque utilizzati «per valutare

integrare e completare le politiche ESG con l'ulteriore e coesistente tassello della *Corporate Digital Responsibility*, intesa come un insieme di pratiche e comportamenti che aiutano organizzazioni complesse, quali sono le grandi imprese societarie, a usare i dati e la tecnologia in modo responsabile, anche a livello sociale ed ambientale, oltre che economico e propriamente tecnologico<sup>73</sup>.

7. *La governance societaria tra algoritmi e androritmi: "fine" della società e "fini" degli strumenti tecnologici* – Nella prospettiva ora indicata risulta decisiva la conservazione di un approccio antropocentrico alla *governance* algoritmica le cui basi devono essere saldamente ancorate a quello che l'art. 14 della proposta di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale individua nel requisito della "supervisione umana". L'approccio antropocentrico è del resto elemento cardine di applicazioni di intelligenza artificiale che possano definirsi propriamente "etiche" ai sensi degli *Orientamenti* sopra richiamati, nonché scudo essenziale rispetto ai rischi di derive automatizzate del governo societario che finirebbero per tramutare i caratteri fondamentali dell'impresa così come fino ad oggi concepita, presentando svantaggi non minori delle opportunità decantate dai moderni Pangloss del Tech Nirvana.

Per quanto l'evoluzione tecnologica possa rendere i nuovi strumenti sempre più idonei a contribuire a un'efficace gestione delle imprese, gli algoritmi sono strumenti pur sempre vincolati a dei *patterns* che, quand'anche "adattivi" e auto-generati, restano comunque soggetti a un determinismo intrinseco derivante dai criteri sulla base dei quali la macchina si è formata o che la stessa ha elaborato a fini predittivi. Proprio in quanto strumento *di natura digitale*, l'intelligenza artificiale per definizione non può non funzionare se non sulla base di bit e calcoli matematici deterministici; e questi caratteri la rendono strutturalmente inidonea a replicare quelle ambiguità e imprevedibilità del ragionamento umano che, pur con i loro ben noti inconvenienti, sono tuttavia ciò che conduce a quelle diverse aspettative, visioni del mondo, elaborazioni prospettiche, senza le quali non vi sarebbero le aree grigie al cui interno si possono raggiungere accordi e accettare scommesse inerenti all'attività d'impresa e che rappresentano, in definitiva, l'elemento che in molti contesti aziendali suggerisce – e talora, come nelle società quotate, impone – di optare per una composizione collegiale dell'organo amministrativo.

Non a caso, è stato ancora di recente – e autorevolmente – ricordato che "la ragione nel diritto [...] si connette al probabile, all'opinabile, al plausibile", da ciò discendendo la necessità di preservare un'area di "coscienza *non automatizzata* in grado di fronteggiare e governare l'automatismo delle macchine"<sup>74</sup>. Una considerazione che risulta tanto più pregnante di significato in relazione ad un'attività, come l'esercizio di funzioni di amministrazione di un'impresa, che, ben al di là delle logiche binarie, ha una natura in-

---

l'affidabilità creditizia delle persone fisiche o per stabilire il loro merito di credito»; al di fuori di questa specifica ipotesi, che riguarda esclusivamente imprese attive nel settore creditizio, gli strumenti di intelligenza artificiale usati in ambito societario non sembrerebbero ricadere nell'ambito regolatorio dei sistemi considerati ad alto rischio.

<sup>73</sup> M. WADE, *Corporate Responsibility in the Digital Era*, cit.

<sup>74</sup> G. ZACCARIA, *Figure del giudicare: calcolabilità, precedenti, decisione robotica*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 277 ss.

trinsecamente politica; e in relazione alla quale il totale appiattimento dei processi decisionali societari su un sistema logico prevedibile – giacché definito da criteri specifici e prefissati, sebbene non sempre conoscibili e intellegibili – rischierebbe di reprimere l'essenza fondamentale “androritmica” di realtà complesse. Realtà il cui governo richiede appunto di essere scandito e metabolizzato con il *ritmo*, e accordando il *tempo*, dell'uomo<sup>75</sup>, entrambi necessari in particolare ai fini dell'assunzione di opzioni strategiche, espressione di un *decision maker* che pensa e agisce con elevata discrezionalità e quindi con un più limitato ricorso agli immediati automatismi dettati dalle macchine.

A questo riguardo meritano di essere richiamate le due recenti iniziative, da un lato, del *Bundesministerium der Justiz* tedesco<sup>76</sup> e, dall'altro, del Governo francese in materia proprio di *Corporate Digital Responsibility*<sup>77</sup>. Sempre in questa prospettiva non è casuale che nel regolamento europeo istitutivo del dispositivo per la ripresa e la resilienza si ponga in risalto la necessaria convergenza tra transizione verde e trasformazione digitale<sup>78</sup>, così come nel piano nazionale di resilienza presentato dal Governo Draghi<sup>79</sup>; ed è parimenti significativo che anche il recente studio Assonime sui doveri degli amministratori indichi nella digitalizzazione delle imprese un *driver* fondamentale di evoluzione verso la sostenibilità<sup>80</sup>.

Anche queste iniziative confermano i diversi, e parimenti rilevanti, piani di interazione tra intelligenza artificiale e sostenibilità: in una prima dimensione interna, l'intelligenza artificiale, ove correttamente governata, si presenta come nuovo motore della sostenibilità della società, e dunque di una gestione della *Gesellschaft* improntata a una visione di lungo periodo nella composizione delle istanze delle diverse parti coinvolte nell'iniziativa imprenditoriale; in una seconda prospettiva esterna, l'intelligenza artificiale diviene strumento di impulso della sostenibilità dell'attività della *Gesellschaft* nella *Gemeinschaft*, cioè dell'impresa societaria all'interno della comunità in cui opera, e quindi della promozione dell'interesse sociale da parte delle imprese in via complementare a quanto determinato dallo Stato<sup>81</sup>.

---

<sup>75</sup> Il concetto di “androritmo” è stato elaborato da G. LEONHARD, *Tecnologia vs. umanità. Lo scontro prossimo ventura*, Milano, 2019.

<sup>76</sup> BUNDESMINISTERIUM FÜR JUSTIZ UND VERBRAUCHERSCHUTZ, *Corporate Digital Responsibility Initiative: Shaping the Digitalization Process Responsibly: A Joint Platform*, disponibile all'indirizzo [https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/100818\\_CDR-Initiative\\_EN.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/100818_CDR-Initiative_EN.pdf?__blob=publicationFile&v=3); ID., *Szenarietechnik der CDR Initiative*, 2 aprile 2019, disponibile all'indirizzo [https://www.bmjv.de/DE/Themen/FokusThemen/CDR\\_Initiative/\\_downloads/cdr\\_szenarietechnik.pdf;jsessionid=6663609205F1CEB10E89F5EA48535015.1\\_cid297?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bmjv.de/DE/Themen/FokusThemen/CDR_Initiative/_downloads/cdr_szenarietechnik.pdf;jsessionid=6663609205F1CEB10E89F5EA48535015.1_cid297?__blob=publicationFile&v=1).

<sup>77</sup> FRANCE STRATÉGIE, *Corporate Digital Responsibility – 1. Data Key Issues Synthesis*, disponibile all'indirizzo <https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-2020-corporate-digital-responsibility-juliet.pdf>. Sulle iniziative del governo francese e del governo tedesco, v. le considerazioni svolte nel contributo di Giulia Schneider destinato a questi *Studi*.

<sup>78</sup> Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza, 18 febbraio 2021, OJ L 57/17, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0241&from=IT>, artt. 2 e 3.

<sup>79</sup> Riprendendo e sviluppando, sul punto, l'impostazione che già emergeva nella prima versione, in larga misura interlocutoria, presentata dal Governo Conte 2.

<sup>80</sup> ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto del 18 marzo 2021, 86.

<sup>81</sup> Sulla previsione contenuta nel nuovo Codice di Corporate Governance in punto di “successo sostenibile”, additato quale obiettivo che deve guidare “l'azione dell'organo di amministrazione e che si



Dalle considerazioni sin qui svolte è dato comprendere quali siano i potenziali riflessi in punto di *governance* societaria di queste evoluzioni.

Innanzitutto, si potrebbe valutare, nel solco di una impostazione di massima precauzione, di integrare le competenze del comitato controllo rischi non solo dal punto di vista di quei rischi informatici, che sono già al centro dell'attenzione dei relativi comitati nei settori vigilati (in primo luogo nelle banche), ma più in generale di una adeguata mitigazione delle altre peculiari categorie di rischi che connotano il ricorso agli strumenti di intelligenza artificiale. In alternativa, si potrebbe immaginare, in una logica più consonante a una visione proattiva della *Corporate Digital Responsibility*, intesa come tassello coesenziale delle politiche ESG, di affidare queste competenze al comitato sostenibilità e *governance*<sup>82</sup>. E proprio il carattere coesenziale della *governance* tecnologica rispetto alle politiche ESG giustifica per contro qualche dubbio rispetto ad opzioni che indirizzino le prime nell'ambito di appositi comitati endoconsiliari, investiti di funzioni consultive e istruttorie in materia di tecnologie algoritmiche, con particolare riguardo alle strategie di sviluppo delle stesse e al monitoraggio sul loro corretto utilizzo (c.d. "*tech committees*" o "*IT committees*")<sup>83</sup>.

Quale che sia la soluzione ritenuta in concreto preferibile, resta ferma la centralità della questione relativa alle modalità di inclusione degli strumenti dell'intelligenza artificiale nell'ambito degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società<sup>84</sup>; e indifferibile è la predisposizione, all'interno di tali assetti, di presidi che permettano di gestire, mitigandoli, i peculiari rischi connessi al ricorso a questi strumenti.

Come in altri campi da tempo noti – si pensi alla *policy* sulle remunerazioni, ma soprattutto a quella sull'*outsourcing*, che presenta molti profili di contiguità<sup>85</sup> – il consi-

---

sostanza nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società", v. per tutti M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, cit., 1 ss.; S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi"* (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118), in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, 1289 ss. E v. già le considerazioni svolte da A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, 666 ss.; M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 22 ss.; P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, cit., 216 ss.; C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 573 ss.; U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 8 ss.

<sup>82</sup> Sul ruolo del comitato sostenibilità, v. di recente M. BELCREDI-S. BOZZI (a cura di), *Rapporto Fin-Gov sulla corporate governance in Italia*, Milano, EDUCatt, novembre 2021, 25 ss.

<sup>83</sup> Comitati di questo genere potrebbero valutarsi nel peculiare contesto di società operanti propriamente nel settore dell'intelligenza artificiale. Sui "*tech committees*" v. L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 93 s. Sulla loro crescente diffusione, e sulle relative funzioni, v. l'indagine di M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *AI Governance and Tech Committees: An Empirical Analysis in Europe and North America*, 2021, disponibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3728946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3728946).

<sup>84</sup> Sul punto si rinvia a N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, cit.; ma v. ora anche C. PICCIAU, *Intelligenza artificiale, scelte gestorie e organizzazione delle società per azioni*, cit.

<sup>85</sup> E finanche di sovrapposizione per le imprese che ricorrono ad operatori terzi, specializzati nel settore, per acquisire strumenti di intelligenza artificiale e talora anche gli stessi dati da questi elaborati: e v. i rilievi di G.D. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, cit., 255.

glio di amministrazione è chiamato a elaborare anche qui una *policy* rigorosa, che si iscrive nel quadro della più generale definizione della natura e del “*livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società*”<sup>86</sup>: una regolamentazione che andrà ispirata all’etica della responsabilità e al principio di precauzione, i quali vengono a rivestire un peculiare rilievo in un ambito, come quello delle nuove tecnologie, nel quale i mezzi codeterminano e riconfigurano i fini<sup>87</sup>.

Il contributo critico e consapevole alla determinazione dei *fini* assegnati all’intelligenza artificiale (ai suoi *téloi*) rappresenta il *proprium* del contributo umano: l’apporto cruciale e insostituibile degli uomini che rivestono ruoli di responsabilità all’interno della società; e, in primo luogo, dei componenti del consiglio di amministrazione, nella sua funzione di indirizzo strategico<sup>88</sup>. Un ruolo che gli amministratori sono chiamati ad assolvere nella consapevolezza della nuova dimensione tecnologica che connota le imprese digitali, oggi, e algoritmiche, in un “futuro presente”. Ed è proprio in virtù di tale consapevolezza indirizzo e governo delle nuove tecnologie che potranno prevenire i rischi di quella “fine della società”, che alcuni hanno preconizzato quale inesorabile corollario della sua metamorfosi robotica<sup>89</sup>.

In questa prospettiva, si potranno trarre indicazioni preziose dai contributi del Maestro che oggi celebriamo, a cominciare dagli insegnamenti in tema di interesse sociale, di predisposizione di assetti adeguati, ma anche di amministratori indipendenti, chiamati a svolgere un ruolo cruciale sul fronte in esame<sup>90</sup>.

In relazione a quest’ultimo profilo, sembra che il ruolo degli amministratori indipendenti nella definizione di politiche gestorie tendenti all’obiettivo del successo sostenibile, come determinato anche da un’adeguata attenzione alla *Corporate Digital Responsibility*, vada ripensato e appositamente valorizzato a partire dalla funzione di mediazione tra interessi diversi, originariamente propria della categoria degli indipendenti e che appare quanto più attuale alla luce della previsione del dialogo con gli *stakeholders* di cui al Codice di autodisciplina e della rilevanza di nuovi interessi, tra i quali fanno spicco quelli connessi al corretto utilizzo di strumenti *Corptech*. In definitiva, è il generale dovere di corretta amministrazione che sembra mutare fisionomia, caricando di nuovi contenuti proprio i doveri di *monitoring* e soprattutto di *advisory* del consiglio.

Gli scenari ora prefigurati ci proiettano nel futuro ed evocano alla mente, nell’anno del settecentenario dalla morte del sommo poeta, un termine che esprime con insuperabile efficacia brachilogica la questione centrale posta dall’intelligenza artificiale: il termine è «*infuturarsi*», un *hapax* assoluto che compare soltanto nel diciassettesimo canto del *Pa-*

<sup>86</sup> Art. 1, Raccomandazione 1, lett. c).

<sup>87</sup> E v. da ultimo, con particolare incisività, F. CABITZA, *Deus in machina? L’uso umano delle macchine tra dipendenza e responsabilità*, cit., 69 ss.

<sup>88</sup> Sulla rilevanza cruciale della predeterminazione degli obiettivi da assegnare ai sistemi di intelligenza artificiale e sulla necessaria coerenza della programmazione di tale tecnologia rispetto agli obiettivi medesimi, v. già lo spunto in N. ABRIANI, *La corporate governance nell’era dell’algoritmo*, cit., 279.

<sup>89</sup> Così M. FENWICK-E.P.M. VERMEULEN, *The End of Corporate Governance*, cit.

<sup>90</sup> Nel senso che il ruolo degli amministratori indipendenti che non sarebbe ancora adeguatamente incisivo nella formulazione di indirizzi strategici di lungo periodo in materia di sostenibilità e di trasformazione tecnologica, v. CONSOB, *Report on Non-financial Reporting of Italian Companies – Non-financial information as a driver of transformation*, 2019, cit., 5.

*radiso*, in un verso che, per dirla con Flaiano, «*vede oltre il telescopio di Galileo*»<sup>91</sup>.

La sfida che pone l'evoluzione tecnologica è, in effetti e in estrema sintesi, quella di consentire all'umanità di *infuturarsi* in una doppia accezione. La prima, più fedele al verso dantesco, indica il proiettarsi e il permanere nel futuro, in una versione meno rigorosa e trascendente dell'«*insemparsi*» che lo stesso Dante utilizza nel decimo canto del Paradiso; una prospettiva che, calata dall'empireo lirico e ricondotta alle strade più sassose dell'incedere imprenditoriale, evoca concetti ben familiari, come la continuità aziendale e, in modo ancora più evidente, la sostenibilità nel lungo termine. E non v'è dubbio che uno degli insegnamenti della recente crisi pandemica sia rappresentato dalla accresciuta consapevolezza dell'esigenza di un'organizzazione imprenditoriale basata su assetti tecnologici avanzati che contribuiscano a fluidificarne i processi gestionali e, più in generale, a strutturare paradigmi efficienti e resilienti nei confronti di nuovi potenziali crisi sistemiche.

Ma *infuturarsi* indica anche, e forse innanzi tutto, una predisposizione verso il futuro, una *forma mentis* che consenta di affrontare e governare con consapevolezza l'innovazione, tenendo conto della caustica constatazione di uno dei maestri dell'economia comportamentale: «*tanti si preoccupano di rendere la tecnologia più sofisticata, pochi di rendere gli umani più intelligenti*»<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> A proposito della capacità predittiva dell'intelligenza artificiale, è appena il caso di ricordare che questo verbo formidabile campeggia al centro del discorso dell'antenato Cacciaguada, in una delle più celebri predizioni della letteratura di tutti i tempi («*Tu proverai sì come sa di sale lo pane altrui, e come è duro calle lo scendere e 'l salir per l'altrui scale*»).

<sup>92</sup> G. GIGERENZER, *Imparare a rischiare. Come prendere decisioni giuste*, Milano, 2015.

# INTELLIGENZA ARTIFICIALE E CORPORATE GOVERNANCE NELLA SOCIETÀ QUOTATA

di Umberto Tombari

SOMMARIO: 1. Intelligenza artificiale e *corporate governance* in una S.p.a. quotata: considerazioni preliminari. – 2. La IA come strumento di supporto e di potenziamento dell'organo amministrativo. – 3. *Segue*: l'impatto della IA sulla struttura organizzativa della S.p.a. quotata. – 4. Verso il *roboboard*? – 5. Diritto societario, IA e *blockchain* come nuove frontiere della "complessità giuridica".

1. *Intelligenza artificiale e corporate governance in una S.p.a. quotata: considerazioni preliminari.* – L'impatto potenziale dell'"intelligenza artificiale"<sup>1</sup> (IA; nella letteratura specializzata si parla più frequentemente di "*machine learning*") sulla *corporate governance* delle società per azioni e, in particolare, delle società per azioni quotate inizia ad essere argomento di studi e di approfondimenti<sup>2</sup>, anche a livello di Commis-

---

<sup>1</sup> Come è stato anche di recente osservato, «in via generale, con intelligenza artificiale (IA) si indica una disciplina che studia i fondamenti teorici e crea gli algoritmi in vista della produzione di *software* in grado di mimare alcuni tipi di intelligenza umana in funzione della soluzione di specifici problemi o del conseguimento di determinati scopi. In termini ancora più latenti, il termine intelligenza artificiale si riferisce alla capacità che hanno alcuni strumenti computazionali di riprodurre e attuare operazioni tipiche di funzioni cognitive umane» (in questi termini N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, 21; in argomento v., ad esempio, anche J. ARMOUR-H. EIDENMÜLLER, *Self-driving corporations?*, in *Harv. Bus. Law Rev.*, 10, 2020, 93 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 15 ss.). Per una visione critica dell'intelligenza artificiale e per un tentativo di leggerla nel contesto delle strutture politiche e sociali del presente v., tra gli altri, K. CRAWFORD, *Né intelligente né artificiale. Il lato oscuro dell'IA*, Bologna, 2021; H. NOWOTNY, *Le macchine di Dio. Gli algoritmi predittivi e l'illusione del controllo*, Roma, 2022.

<sup>2</sup> In argomento cfr., anche per ulteriori riferimenti bibliografici, D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies – Zur Digitalisierung im Aktienrecht*, in *AG*, 64, 2019, 1 ss.; U. NOACK, *Organisationspflichten und -strukturen kraft Digitalisierung*, in *ZHR*, 2019, 105 ss.; M. FENWICK-J. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *The End of "Corporate" Governance: Hello "Platform" Governance*, in *Eur. Bus. Organ. Law Rev.*, 20, 2019, 171 ss.; L. MOEREL, *Reflections on the Impact of the Digital Revolution on Corporate Governance of Listed Companies*, 2019, reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3519872](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3519872); F. MÖSLEIN, *Corporate Digital Responsibility: Eine aktienrechtliche Skizze*, in S. GRUNDMANN-H. MERKT-P.O. MÜLBERT (a cura di), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020*, Berlin, 2020, 805 ss.; ID., *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, in W. BARFIELD-U. PAGALLO (eds.), *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, Cheltenham, 2018, 649 ss.; L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings L.J.*, 72 (1), 2020, 55 ss.; J. ARMOUR-H. EIDENMÜLLER, *Self-driving corporations*, cit.; nella nostra letteratura cfr., ad esempio, G.D. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, 2019, n. 1, 247 ss.; L. ENRIQUES, *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senno di poi 4.0*, in U. RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, Milano, 2020, 295 ss.; R.M. AGOSTINO, *Intelligenza artificiale e processi decisionali. La responsabilità degli amministratori*

sione europea<sup>3</sup>. Allo stesso tempo, da un lato a livello europeo ancora basso è l'utilizzo della IA nel campo del diritto societario, dall'altro negli Stati membri non vi sono discipline specifiche relative a questi temi<sup>4</sup>.

Sullo sfondo si profilano grandi interrogativi. Si possono utilizzare l'intelligenza artificiale e i suoi prodotti predittivi per migliorare in modo reale la *corporate governance* in una società quotata? Quali opportunità, quali nuove frontiere interpretative e quali pericoli (si pensi in primo luogo, ma non solo, alla protezione dei dati personali<sup>5</sup> e prima ancora alla scelta degli interessi da perseguire) possono aprirsi per una realtà già altamente complessa come la *corporate governance* di una S.p.a. quotata in seguito all'impiego delle tecnologie riassuntivamente definite come *CorpTech*<sup>6</sup>?

In questa sede l'attenzione sarà concentrata sulle possibili applicazioni dell'IA nell'ambito dell'organo amministrativo (inteso come il centro della *governance*) di una S.p.a. quotata<sup>7</sup>. La scelta non vuole evidentemente negare, peraltro, che l'IA possa essere di grande ausilio anche nelle varieguate attività di vigilanza e controllo<sup>8</sup> da parte di organi societari e/o di strutture o funzioni dell'impresa (*compliance*, *internal audit*, ecc.).

Tanto chiarito, sembrano opportune alcune riflessioni preliminari.

In via generale, un catalogo più o meno ordinato dei contesti e delle opportunità che possono aprirsi in seguito al diffondersi di una *CorpTech governance* è certamente necessario, ma non sufficiente. Lo studio di questo nuovo fenomeno dell'esperienza ri-

---

*ri di società*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2020, 371 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit.; ID., *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, vol. I, Milano, 2022, 1179 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit.; M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss.; L. MARCHEGIANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, in *Riv. soc.*, 2022, 99 ss.; N. ABRIANI, *L'impatto dell'intelligenza artificiale sulla governance societaria: sostenibilità e creazione di valore nel lungo termine*, in *Contr. impr. eur.*, 2022, 89 ss.; ID., *Intelligenza artificiale e diritto delle società: nuovi doveri e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, 1 ss.; G. SCHNEIDER, *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità. Prima parte*, in *NGCC*, 2022, 711 ss.; ID., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità. Seconda parte*, in *NGCC*, 2022, 925 ss.; G. SANDRELLI, *Algoritmi a supporto delle decisioni degli amministratori e responsabilità*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, cit., 1211 ss.

<sup>3</sup> V. EUROPEAN COMMISSION, *Study on the relevance and impact of artificial intelligence for company law and corporate governance. Final report.*, 2021. Più in particolare, si tratta di uno studio preparato da EY per la Commissione europea (*DG Justice and Consumers*) finalizzato a facilitare una migliore comprensione degli effetti dell'impiego della IA da parte delle società, dei soci, dei creditori e delle autorità pubbliche nella prospettiva di realizzare al meglio gli obiettivi del diritto societario e della *corporate governance*; il lavoro ha lo scopo di dotare la Commissione europea di un'analisi di base per un suo eventuale intervento.

<sup>4</sup> È quanto rileva EUROPEAN COMMISSION, *Study on the relevance and impact of artificial intelligence for company law and corporate governance. Final report*, cit.

<sup>5</sup> Sulle minacce del "capitalismo della sorveglianza" il rinvio è naturalmente a S. ZUBOFF, *The Age of Surveillance Capitalism. The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power*, New York, 2019; trad. it., *Il capitalismo della sorveglianza. Il futuro dell'umanità nell'era dei nuovi poteri*, Roma, 2019.

<sup>6</sup> L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 59.

<sup>7</sup> Il tema è ora affrontato nel lavoro monografico di M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., *passim*.

<sup>8</sup> Come è stato osservato, l'intelligenza artificiale può essere impiegata non solo come strumento per la formazione di decisioni dell'organo amministrativo, ma anche come efficace mezzo di controllo interno e comunque di *monitoring* (M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 130 ss.).

chiede invece, già in fase di impostazione, approccio critico e piena consapevolezza delle scelte di valore di volta in volta sottese. In termini più concettualizzanti e ricorrendo alla felice e ormai celebre intuizione di Isaac Asimov<sup>9</sup>, occorre ragionare in merito alle “leggi fondamentali” dell’intelligenza artificiale nella *governance* di una S.p.a. quotata.

È allora opportuno ribadire, in primo luogo, che anche nel diritto societario l’intelligenza artificiale non deve essere essa stessa “un fine”, ma solo un mezzo per migliorare l’efficienza della *corporate governance* e, in ultima analisi, il benessere degli individui-persone fisiche. Del resto, questa considerazione emerge chiaramente dalla proposta di Regolamento europeo sull’intelligenza artificiale del 21 aprile 2021<sup>10</sup>. Non dobbiamo chiederci, pertanto, in quali ambiti possa essere astrattamente utilizzata l’IA nel governo di una società quotata, ma prima ancora come vogliamo impiegarla in concreto per perseguire un’efficiente *corporate governance*.

Si deve poi e soprattutto considerare che l’IA è un mero strumento di risoluzione di problemi, non dovendosi rimettere alle sue autodecisioni l’impostazione e la soluzione di alcuni temi e scelte di vertice. Ciò in quanto «*an algorithm is not an impartial tool: it assists its creators in settling affairs within a community according to their preferences*»<sup>11</sup>. In termini più generali, «l’intelligenza artificiale non è una tecnica computazionale oggettiva, universale o neutrale che prende decisioni in assenza di istruzioni umane. I suoi sistemi sono incorporati nel mondo sociale, politico, culturale ed economico, plasmati da esseri umani, da istituzioni e da imperativi che determinano ciò che gli uomini fanno e come lo fanno»<sup>12</sup>.

Limitandosi ad un esempio, significativo e crescente è il dibattito anche a livello internazionale riguardante il *purpose* delle grandi *corporations* ed il ruolo e la funzione del consiglio di amministrazione nel perseguimento e contemperamento dei vari interessi in gioco<sup>13</sup>. Ebbene, se l’obiettivo della *corporation* è ancora da definire e la ricerca di un

<sup>9</sup> Il riferimento è all’antologia *I, Robot* del 1950 (trad. it. I. ASIMOV, *Io, Robot*, Milano, 2021), ove per la prima volta si enunciano le “tre leggi fondamentali della robotica” («1. Un robot non può arrecare danno a un essere umano, o, mancando di agire, lasciare che un essere umano subisca un danno. 2. Un robot deve obbedire agli ordini che riceve da un essere umano, se ciò non è in conflitto con la Prima Legge. 3. Un robot deve proteggere la propria esistenza, se ciò non è in conflitto con la Prima e la Seconda Legge. Manuale di Robotica, 56. Ed., 2058 d.C.»).

<sup>10</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on artificial intelligence (artificial intelligence act) and amending certain union legislative acts*, 21 aprile 2021; per un primo commento v., ad esempio, N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 87 ss.

<sup>11</sup> L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 80; in argomento v. anche D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies – Zur Digitalisierung*, cit., 17; U. NOACK, *Organisationspflichten und –strukturen kraft Digitalisierung*, cit., 123.

<sup>12</sup> K. CRAWFORD, *Né intelligente né artificiale*, cit., 243.

<sup>13</sup> Cfr., anche per ulteriori riferimenti bibliografici, C. MAYER, *Prosperity*, Oxford, 2018; U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019 (v. ora anche l’edizione inglese con una nuova introduzione: *Corporate Power and Conflicting Interests. What Purpose and Whose Interests Should Corporate Directors Pursue?*, Milano, 2021); ID., *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 225 ss.; M. HABERSACK, *Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht*, in *Acp*, 220, 2020, 594 ss.; ID., “Corporate Purpose”, in G. BACHMANN-S. GRUNDMANN-A. MENGEL-K. KROLOP (a cura di), *Festschrift für C. Windbichler*, Berlin, New York, 2021, 707 ss.; G. FERRARINI, *Corporate Purpose and sustainability*, in (ECGI) *Law Working Paper n. 559/2020*, reperibile su <https://papers.ssrn.com/>

ruolo dell'organo amministrativo è tanto sfuggente quanto la ricerca del sacro Graal<sup>14</sup> diviene difficile pretendere che sia la IA a risolvere il tema<sup>15</sup>. Come si avrà occasione di sottolineare anche nel prosieguo, l'intelligenza artificiale può solo contribuire ad individuare una soluzione se le scelte di fondo sono state compiute.

2. *La IA come strumento di supporto e di potenziamento dell'organo amministrativo.* – Esaurite queste preliminari considerazioni, la prima questione (non solo teorica, ma anche pratico-applicativa) che si è posta è se – ed eventualmente in quale senso – sia possibile pensare, allo stato del nostro ordinamento, all'intelligenza artificiale come strumento di supporto e di potenziamento dell'attività degli amministratori (rispettivamente *AI assisted e AI augmented Board*).

Limitandosi ad una prima iniziale mappatura alla luce degli studi che sono stati intrapresi, si profilano multiformi campi di applicazione dell'IA all'interno dell'organo di amministrazione di una società quotata (ciascuno dei quali richiederebbe ben più ampi approfondimenti). In estrema sintesi, l'IA potrebbe:

i) essere di ausilio al consigliere delegato nell'esercizio delle deleghe. Più in particolare, se attraverso gli strumenti di intelligenza artificiale è possibile svolgere attività di natura predittiva, si potrebbero utilizzare i c.d. algoritmi predittivi come supporto decisionale agli amministratori – ed in specie al delegato – fornendo *output* sulla base dei quali orientare le proprie politiche strategiche<sup>16</sup>. Con riferimento poi alle singole operazioni di gestione oggetto di decisione consiliare, potrebbe rivelarsi necessario che gli amministratori di società quotate (e prima ancora le strutture manageriali della società per le attività rientranti nella loro competenza) ricorrano all'IA al fine di considerare tutti gli aspetti che una decisione complessa può implicare;

ii) servire al c.d.a. ed in primo luogo alla componente non esecutiva per adempiere correttamente ai propri complessi ed articolati doveri<sup>17</sup>, ad iniziare da quello relativo alla valutazione sull'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (art. 2381, comma 3, c.c.)<sup>18</sup>. Più in generale, non vi è dubbio che l'IA a supporto di questa figura di amministratori potrebbe facilitare l'assolvimento della

---

*sol3/papers.cfm?abstract\_id=375594*; E. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, in *(ECGI) Law Working Paper n. 515/2020*, reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3589951](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951); H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: Ein Management-Konzept und seine gesellschaftsrechtlichen Implikationen*, in *ZIP*, 2021, 5 ss.

<sup>14</sup> P. DAVIES-K. HOPT-R. NOWAK-G. VAN SOLINGE, *Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe*, in AA.VV., *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*, Oxford, 2013, 115.

<sup>15</sup> Sul punto v. anche L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 98.

<sup>16</sup> Sul punto v., ad esempio, G.D. MOSCO, *Roboboard*, cit., 254; S.R. ELSE-F.G.X. PILEGGI, *Corporate directors must consider impact of artificial intelligence for effective corporate governance*, 2019, reperibile su <https://businesslawtoday.org/2019/02/corporate-directors-must-consider-impact-artificial-intelligence-effective-corporate-governance>.

<sup>17</sup> Per un quadro d'insieme sia consentito rinviare a U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, 323 ss.

<sup>18</sup> In merito, v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, cit., 1204 ss.

loro funzione di monitoraggio<sup>19</sup> e di verifica dell'adeguatezza dei flussi informativi, rendendo sempre più l'organo amministrativo un centro di scelte e di valutazioni strategiche<sup>20</sup>;

iii) sotto il profilo procedimentale, facilitare i flussi informativi endoconsiliari e operare a supporto del presidente dell'organo amministrativo al fine di favorire e supportare un'istruttoria completa e adeguata del processo decisionale. Ed è di tutta evidenza che un rafforzamento del processo istruttorio attraverso strumenti di IA potrebbe accrescere sensibilmente la tenuta della c.d. *business judgement rule* con riferimento ad ogni decisione gestoria. Al riguardo, è stato anche sostenuto<sup>21</sup> che, in determinate circostanze, potrebbe risultare diligente ex art. 2392 c.c. l'amministratore che si sia avvalso dell'IA<sup>22</sup>, lo abbia comunicato e abbia descritto il suo funzionamento al *plenum* del consiglio. Si aprono tuttavia scenari complessi. Come è stato correttamente osservato, nell'era degli algoritmi è da chiedersi come potrà essere interpretato (dalla giurisprudenza teorica e soprattutto da quella pratica) il "dovere di agire in modo informato" (art. 2381, ultimo comma, c.c.) in un eventuale giudizio di responsabilità degli amministratori. Si potrebbe ritenere non adeguatamente informato (e quindi inadempiente all'obbligo sopra indicato) l'amministratore che avrebbe potuto fare uso, in specifici contesti e con riferimento ad una determinata decisione, degli strumenti di IA e che non lo ha fatto<sup>23</sup>? Con l'ulteriore (e pericolosa) conseguenza di una prevedibile «sudditanza degli amministratori nei confronti degli algoritmi»<sup>24</sup>;

iv) essere adeguatamente impiegata nelle comunicazioni al mercato di informazioni "finanziarie" e "non finanziarie"<sup>25</sup>;

v) supportare il consiglio di amministrazione uscente nel processo di individuazione e selezione dei componenti della propria lista di candidati in vista del rinnovo dell'organo amministrativo ed al fine di perseguire una composizione quali-quantitativa ottimale;

vi) essere funzionale ad un efficiente governo del gruppo di imprese<sup>26</sup>. Al riguardo, l'IA può assumere un ruolo significativo sia per l'organo amministrativo della capogruppo, sia per quelli delle società eterodirette, ove potrebbe essere utilizzata non solo al fine di monitorare il rispetto delle direttive impartite dalla società c.d. dominante, ma

<sup>19</sup> M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 130.

<sup>20</sup> G.D. MOSCO, *Roboboard*, cit., 252; M. FENWICK-J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *The End of "Corporate" Governance*, cit., 194 ss.

<sup>21</sup> M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 144.

<sup>22</sup> In tema cfr., ad esempio, G. SANDRELLI, *Algoritmi a supporto delle decisioni degli amministratori e responsabilità*, cit., 1224 ss.

<sup>23</sup> L. ENRIQUES, *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi*, cit., 296 ss.; in generale sul tema dell'"adeguata informazione" degli amministratori nell'era dell'intelligenza artificiale cfr. anche U. NOACK, *Organisationspflichten und -strukturen kraft Digitalisierung*, cit., 121 ss.; F. MÖSLEIN, *Corporate Digital Responsibility*, cit., 813.

<sup>24</sup> L. ENRIQUES, *op. cit.*, 298 ss.

<sup>25</sup> Su questo profilo, cfr. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, cit., 1187 ss.

<sup>26</sup> V., ad esempio, N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate Governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1369.



altresì per valutare l'interesse e le ragioni dell'adozione di una decisione "influenzata" ex art. 2497-ter c.c.<sup>27</sup>.

In una prospettiva più generale, la potenziale disponibilità di strumenti di IA pone poi un tema di vasta portata, dovendosi chiedere quali contenuti possano assumere i "doveri di organizzazione" (*Organisationspflichten*) degli amministratori in una società per azioni<sup>28</sup>.

Resta un profilo accennato in precedenza e sul quale è opportuno ritornare, seppur nei limiti contenuti di questa sede. È stato sostenuto che l'IA può consentire agli amministratori di perseguire una gestione di impresa socialmente responsabile<sup>29</sup>, contemperando la variegata e conflittuale tipologia di interessi coinvolti nell'impresa azionaria (interessi degli azionisti e interessi degli altri *stakeholders*)<sup>30</sup>. In questo contesto ci si è chiesti, inoltre, se sia possibile affidare a strumenti di intelligenza artificiale la soluzione in merito alla "inestricabile questione" di come effettuare il bilanciamento di interessi<sup>31</sup>, evitando scelte discrezionali del singolo CEO. Al riguardo, una prima questione è se sia possibile incorporare e specificare gli interessi multipli nei relativi algoritmi. All'interrogativo si deve dare una risposta certamente positiva, nella consapevolezza, peraltro, che il problema è tutt'altro che risolto<sup>32</sup>. In altri termini e riprendendo quanto già sottolineato in precedenza<sup>33</sup>, il tema non è se gli algoritmi siano permeabili alle istanze sociali, ma su quali obiettivi impostarli ed in particolare se devono essere programmati per tenere conto anche degli interessi degli altri *stakeholders* e di esigenze di contemperamento dei vari interessi in gioco. Ed ovviamente queste considerazioni presuppongono la soluzione del grande dilemma a monte: quale è oggi, per diritto vigente, il *corporate purpose* e quale potrebbe essere domani, anche in seguito ad un intervento del legislatore, italiano o auspicabilmente europeo?

3. Segue: *l'impatto della IA sulla struttura organizzativa della S.p.a. quotata*. – Non vi è dubbio che un significativo impiego delle *CorpTech* nella società quotata avrebbe un sicuro e immediato impatto sui profili organizzativi dell'impresa<sup>34</sup>. In questo senso, «si viene per la prima volta a porre la domanda se, alla luce degli attuali progressi economici e tecnologici, l'intelligenza artificiale non sia divenuta – o non sia comunque destinata a divenire – un tassello costitutivo degli assetti organizzativi e amministrativi, com'è del resto da tempo di quelli contabili; e dunque un parametro di

<sup>27</sup> In argomento cfr. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *op. loc. ult. cit.*; ID., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 202.

<sup>28</sup> Cfr. U. NOACK, *Organisationspflichten und -strukturen kraft Digitalisierung*, cit., *passim*.

<sup>29</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 235 ss.; N. ABRIANI, *L'impatto dell'intelligenza artificiale sulla governance societaria: sostenibilità e creazione di valore nel lungo termine*, cit., 112 ss.

<sup>30</sup> Per un cenno v., ad esempio, G.D. MOSCO, *Roboboard*, cit., 254.

<sup>31</sup> J. LEE-P. UNDERWOOD, *AI in the boardroom let the law be in the driving seat*, 2021, reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3874588](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3874588).

<sup>32</sup> Sul punto v. anche C.M. BRUNER, *Distributed ledgers, artificial intelligence and the purpose of the corporation*, in *Cambridge L.J.*, 79 (3), 2020, 431 ss.

<sup>33</sup> V. *supra*, § 1.

<sup>34</sup> L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 68 ss.

valutazione della loro adeguatezza suscettibile di assurgere già ora a presupposto della stessa nelle società di maggiori dimensioni e operanti in quei settori vigilati o comunque di maggiore complessità (...)»<sup>35</sup>.

Non è certamente questa la sede per un approfondito esame dei profili appena accennati. Limitandosi a prime riflessioni, si prospettano alcune possibili e conseguenziali modifiche nella struttura organizzativa dell'impresa azionaria quotata. In particolare:

*i)* i componenti dell'organo amministrativo (quanto meno alcuni) potrebbero/dovrebbero essere dotati di professionalità e di competenze adeguate con riferimento alla IA<sup>36</sup>;

*ii)* sarebbe auspicabile la formazione di un comitato *tech*<sup>37</sup> (composto prevalentemente o esclusivamente da amministratori indipendenti) o, in alternativa, l'ampliamento delle funzioni del comitato controllo e rischi. Al riguardo, è noto che in Europa i comitati *tech* sono stati adottati soprattutto dalle società bancarie<sup>38</sup>;

*iii)* sempre sotto il profilo organizzativo dell'impresa, potrebbe essere opportuno introdurre una figura quale l'*algorithm officer*<sup>39</sup>, con l'incarico di valutare gli algoritmi utilizzati nei processi decisionali. Si tratta, del resto, di una prassi che inizia a diffondersi in alcune grandi società, dove talvolta la figura dell'*algorithm officer* coincide con «quella, sempre più rilevante, del CTO (*Chief Technology Officer* o *Chief Technology and Innovation Officer*)»<sup>40</sup>;

*iv)* il sistema di *compliance* della società (ma in ultima analisi lo stesso organo amministrativo) dovrà naturalmente verificare che l'impiego dell'IA sia conforme al diritto nazionale ed europeo e prima ancora alle linee decise dall'organo amministrativo.

È stato osservato, infine, che l'innovazione tecnologica in atto potrebbe incidere anche sull'individuazione del modello di amministrazione e controllo, nel senso che il sistema monistico sembrerebbe più adatto «alla funzione di *monitoring* valutativo (...), alla creazione di eventuali *technology committees* e, più in generale, alla valorizzazione di competenze tecniche all'interno del *board*»<sup>41</sup>. Se certamente il modello monistico si profila come adatto a svolgere queste funzioni, sembra tuttavia che anche il sistema c.d. tradizionale possa essere disegnato e configurato per conseguire risultati sostanzialmente analoghi.

<sup>35</sup> In questi termini N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 149 ss.

<sup>36</sup> F. MÖSLEIN, *Corporate Digital Responsibility*, cit., 822; G.I. ZEKOS, *Economics and law of artificial intelligence. Finance, economic impacts, risk management and governance*, Berlin, 2021, 260.

<sup>37</sup> C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, in *Hastings Bus. L.J.*, 17 (1), 2021, 130; M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 133; v. inoltre M. HOUBEN, *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 458 ss., anche per alcune riflessioni sulle possibili criticità connesse all'utilizzo dell'IA nell'ambito dei comitati endoconsigliari.

<sup>38</sup> M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *op. loc. cit.*

<sup>39</sup> C. THIBAUT, *Why your company needs a chief algorithm officer*, 2018, reperibile su <https://jaxenter.com/big-data-chief-algorithm-officer-engagement>.

<sup>40</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 206; in merito all'effettiva incidenza dei sistemi di IA sull'assetto organizzativo interno v., ad esempio, N. LINCIANO-V. CAIVANO-D. COSTA-P. SOCCORSO-T.N. POLI-G. TROVATORE, *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, *Quaderno Consob FinTech* n. 9, 2022, 42 ss., dove si sintetizzano i dati di una recente indagine condotta sulle principali società di gestione del risparmio operanti nel mercato italiano.

<sup>41</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *op. ult. cit.*, 208; per un cenno v. anche U. NOACK, *Organisationspflichten und -strukturen kraft Digitalisierung*, cit., 144.

4. *Verso il roboboard?* – In letteratura è stato da tempo prospettato lo scenario, nel quale gli strumenti di IA si affiancano agli amministratori all'interno dell'organo amministrativo e, in un futuro prossimo, procedono a sostituirli completamente, costituendo un vero e proprio *roboboard*<sup>42</sup>. Del resto, già alcuni anni fa una società di *venture capital* di Hong Kong annunciava di aver nominato un algoritmo di nome Vital come *director*<sup>43</sup>.

In questa sede si tenterà di soffermarsi non tanto sulla possibilità di nominare un algoritmo all'interno del consiglio di amministrazione (problematica che si lega al più ampio dibattito attinente alla possibilità di eleggere all'interno del *board* soggetti "diversi" dalle persone fisiche), quanto su cosa ciò potrebbe implicare e – prima ancora – sui profili di opportunità di tale decisione.

A) Nelle fasi preliminari di un percorso graduale verso una gestione dell'impresa dominata dall'intelligenza artificiale, si potrebbe assistere alla presenza di persone fisiche e di strumenti di intelligenza artificiale all'interno del consiglio di amministrazione<sup>44</sup>. Tale contesto di ibridazione solleverebbe delicati problemi con riferimento ai principi di diritto societario in punto non solo di doveri e responsabilità<sup>45</sup>, ma ancor prima con riguardo ai requisiti degli amministratori. È da chiedersi, ad esempio, se sia ipotizzabile (e soprattutto se possa avere giustificazione: sul punto v. anche *infra*) un robocomponente non esecutivo, indipendente e di minoranza insieme a componenti persone fisiche.

B) Come già prospettato, si potrebbe pervenire poi ad un vero e proprio *roboboard*, all'interno del quale non vi sarebbero più persone fisiche. Conseguenza di tale scenario potrebbe essere il superamento di esigenze che, nel corso del tempo, hanno portato all'introduzione degli amministratori indipendenti<sup>46</sup>. In altri termini, ci si può domandare se in presenza di robocomponenti appositamente programmati per non disattendere la legge e lo statuto e per perseguire nel modo più efficiente l'interesse sociale, gli amministratori indipendenti continuerebbero a mantenere una qualche funzione. Allo stesso tempo, la prospettiva del *roboboard* potrebbe portare al tramonto delle quote di genere, degli amministratori di minoranza e, da ultimo, anche dello stesso organo pluripersonale. Perché prevedere più robocomponenti se fosse possibile condensare tutte le capacità ed i requisiti in un'unica entità<sup>47</sup>?

C) Nel contesto che si è tentato sinteticamente di tratteggiare, emerge inevitabilmente il problema di come adattare l'attuale quadro normativo con riferimento al tema della responsabilità degli amministratori. Al riguardo, in via di mera ipotesi, si profilano alcuni possibili scenari: i) le entità artificiali potrebbero essere dotate di autonoma

<sup>42</sup> In argomento v., ad esempio, U. NOACK, *op. cit.*, 141 ss.; L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 70 ss.; J. ARMOUR-H. EIDENMÜLLER, *Self-driving corporations*, cit., 106 ss.; G. SCARCHILLO, *Corporate governance e intelligenza artificiale*, in G. ALPA (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, Pisa, 505 ss.

<sup>43</sup> J. ARMOUR-H. EIDENMÜLLER, *op. cit.*, 88; D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies – Zur Digitalisierung*, cit., 9; M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 150.

<sup>44</sup> Cfr. F. MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, cit., 663.

<sup>45</sup> Per alcune riflessioni v., ad esempio, C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, cit., 119.

<sup>46</sup> M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale*, cit., 135.

<sup>47</sup> Per alcuni spunti v. M. PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, in *Colum. Bus. L. Rev.* (3), 2019, 970.

“capacità giuridica”, con ogni conseguenza in punto (anche) di responsabilità<sup>48</sup>; *ii*) sul presupposto che il *roboboard* è programmato per non sbagliare (eccettuati i problemi di *software* e tecnici in generale) ed è sempre allineato al perseguimento dell’interesse sociale, il vigente sistema normativo inerente alla responsabilità degli amministratori potrebbe essere abolito e gli unici soggetti responsabili potrebbero essere coloro che si occupano della creazione e della distribuzione degli strumenti di intelligenza artificiale (di IA *software* e *hardware*)<sup>49</sup>.

D) In una prospettiva più generale sembra tuttavia potersi affermare che – quanto meno in una S.p.a. quotata – il *roboboard* non sia al momento ancora la soluzione ideale o comunque opportuna. A questa conclusione si perviene considerando che gli strumenti di IA possono essere un valido sostegno, ma non un completo sostituto dell’amministratore persona fisica<sup>50</sup>. Allo stesso tempo, chiedersi se la *CorpTech* possa sostituire il *board*, risolvendo i problemi di agenzia, è una domanda priva di fondamento, dal momento che coloro che governeranno la *CorpTech* continueranno a controllare la società, con la conseguente possibilità di decisioni a vantaggio dei propri interessi e non di quelli dei soci<sup>51</sup>. Tanto considerato, in un prossimo futuro i *roboboards* potrebbero essere eventualmente impiegati nei gruppi di grandi dimensioni per strutturare l’organo amministrativo di società controllate interamente possedute e con minime funzioni aziendali al proprio interno. Del resto, si è iniziato a parlare di *self-driving entities*<sup>52</sup> e nell’ambito di tale contesto si possono certamente immaginare anche *self-driving subsidiaries*<sup>53</sup>.

5. *Diritto societario, IA e blockchain come nuove frontiere della “complessità giuridica”*. – Resta da chiedersi se la soluzione dei molteplici campi problematici connessi alla possibile interazione tra IA e governo della società quotata possa avvenire in via interpretativa o alternativamente necessiti di un intervento del legislatore nazionale o europeo (naturalmente su un piano diverso rispetto alla proposta di Regolamento UE in materia di intelligenza artificiale del 21 aprile 2021)<sup>54</sup>. Al riguardo, non vi è dubbio che occorra lasciare ancora spazio e tempo all’interprete nella sua incessante trama di adeguamento di dati normativi e categorie giuridiche ai nuovi fenomeni della realtà. Si tratta di un’opera essenziale, senza la quale il legislatore si troverebbe privo dei necessari modelli concettuali per intervenire in modo puntuale ed efficace. Sembra inoltre che –

<sup>48</sup> Per alcune riflessioni si rinvia ad N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 46 ss.

<sup>49</sup> In relazione a tale secondo scenario v., ad esempio, G. SANDRELLI, *Algoritmi a supporto delle decisioni degli amministratori e responsabilità*, cit., 1243 ss.

<sup>50</sup> Per analoghe considerazioni D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies – Zur Digitalisierung*, cit., 10.

<sup>51</sup> Il punto è stato ben sottolineato da L. ENRIQUES-D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 98, secondo i quali la *CorpTech* nel breve periodo potrebbe incrementare e non ridurre gli *agency problems* all’interno dell’impresa azionaria.

<sup>52</sup> M. PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, cit., 965.

<sup>53</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell’informazione*, cit., 1370.

<sup>54</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Study on the relevance and impact of artificial intelligence for company law and corporate governance. Final report*, cit., ove si conclude che, allo stato attuale, non emerge una necessità immediata di un intervento della UE in questo settore. Per alcune riflessioni su questi temi v. anche N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 289 ss.; M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell’era dell’intelligenza artificiale*, cit., 124 ss.

prima di ogni intervento di *hard law* – possa essere proficuamente avviata (quanto meno in determinate ipotesi) una fase di sperimentazione in via statutaria e/o di autodisciplina.

Come si è avuto poi già occasione di sottolineare, l'IA potrà essere valorizzata appieno nel contesto della *corporate governance* della grande impresa solo quando saranno avviati a soluzione alcuni temi di vertice. E ciò in quanto occorrono scelte di fondo e di sistema, all'interno delle quali inserire in modo consapevole la *CorpTech*. In questa prospettiva assume assoluta centralità la funzione del *board* e la tipologia di interessi che esso deve/può perseguire. A cosa serve oggi l'organo amministrativo, come luogo dove periodicamente si incontrano amministratori esecutivi e non esecutivi, ossia soggetti dotati di informazioni e motivazioni molto diverse? È ancora attuale la visione del consiglio come mero *monitoring board* (*Board 2.0*) con amministrazioni indipendenti *part time* e fortemente dipendenti dal *set* informativo in possesso dell'amministratore delegato? Di fronte ai mutamenti della grande società per azioni, *corporate purpose*, struttura e funzione dell'organo amministrativo<sup>55</sup> sono terre ancora da esplorare e da definire.

Del resto, se volgiamo lo sguardo ancora più in alto, appare chiaro che il diritto societario (e più in generale l'intera dimensione giuridica) stanno vivendo stagioni di grande cambiamento e complessità, rispetto alle quali la consapevolezza dei giuristi è talvolta solo ad una fase iniziale.

Al riguardo, conquistano sempre più spazio la realtà della *blockchain*<sup>56</sup> e le sue potenziali applicazioni al diritto delle società (per quanto più interessa in questa sede)<sup>57</sup>. Ed è di tutta evidenza che questo fenomeno da un lato avrà conseguenze importanti su un piano tecnico-applicativo<sup>58</sup>, dall'altro e soprattutto porterà inevitabilmente all'emersione di nuove categorie giuridiche.

Le riflessioni dovranno rivolgersi allora non solo al *roboboard*, ma anche alla società come “*nexus of smart contracts*”<sup>59</sup>. Grandi sfide per la “fantasia” e la creatività del giurista.

---

<sup>55</sup> Sul passaggio ad un *Board 3.0* cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Board 3.0-an introduction*, in *Bus. Law.*, 74, 2019, 351 ss.; ID, *Board 3.0, what the private-equity governance model can offer public companies*, in *J. Appl. Corp. Finance*, 32 (3), 2020, 43 ss.; di *Board 4.0* parla M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., 103; in generale v. anche L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021.

<sup>56</sup> Cfr. anche N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 30 ss.

<sup>57</sup> Per alcune prime considerazioni di ordine generale (tese anche a sottolineare i rischi dell'impiego di queste tecnologie nel diritto societario) cfr., ad esempio, F. MÖSLEIN, *A Nexus of Smart Contracts? Gesellschaftsrechtspraxis und-theorie im Spiegel der Blockchain*, in G. BACHMANN-S. GRUNDMANN-A. MENGEL-K. KROLOP (a cura di), *Festschrift für C. Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020*, Berlin, New York, 2020, 889 ss.; G. SPINDLER, *Datenschutzrechtliche Anforderungen an den Einsatz der Blockchain-Technologie im Aktienrecht*, in *ZGR*, 2020, 707 ss.; R. LENER-S.L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*, intervento al XII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2021, reperibile su <https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2021/04/Lener-Raffaale-Furnari-Salvatore-Luciano.pdf>; sulla possibilità di creare una c.d. *Blockchain-Aktie* v. P. MAUME-M. FROMBERGER, *Die Blockchain-Aktie*, in *ZHR*, 2021, 507 ss.

<sup>58</sup> Si pensi all'impatto della DLT (*Distributed Ledger Technology*) sulle principali funzioni di controllo interno.

<sup>59</sup> F. MÖSLEIN, *A Nexus of Smart Contracts? Gesellschaftsrechtspraxis und-theorie im Spiegel der Blockchain*, cit., 900 ss.

## LA CSR DOCTRINE DI FRONTE AI CREDITORI, STAKEHOLDERS DI PRIMA ISTANZA

di *Amedeo Bassi*

1. La lettura anche solo di una piccola parte della sterminata letteratura sulla dottrina della *Corporate Social Responsibility (CSR)*, alla quale Paolo Montalenti ha dedicato contributi molto importanti nel panorama della più autorevole elaborazione italiana, suscita molte e diverse sensazioni nella mente di chi tenti di immaginare quali conseguenze questo enorme e multiforme sistema di regole, di progetti, di aspirazioni potrebbe avere sul diritto delle società e della concorrenza, che sono i settori sui quali quella dottrina potrebbe spiegare la sua massima influenza. Il fatto che si tratti di una letteratura sterminata esclude per giunta la possibilità di una analisi completa delle fonti, che è la componente essenziale del metodo di ricerca delle scienze umanistiche. La teoria della *CSR* è inoltre una dottrina interdisciplinare, che abbraccia prevalentemente contributi di economisti, aziendalisti e sociologi, e non è facile individuare in essa un nucleo di questioni dotate di vera e propria rilevanza giuridica.

2. Non suscita perciò meraviglia il fatto che la *CSR doctrine*, per la sua enorme estensione e per il carattere vago e anche velleitario di alcune sue proposizioni, sia circondata anche da una alone di scetticismo evidenziato dagli stessi economisti, aziendalisti e sociologi, che sono i suoi principali *supporters*.

Il dubbio principale, risalente a M. Friedman è che essa sia rivolta «*to Increase the Profit*»<sup>1</sup>. In essa si può trovare «*The Good, the Bad and the Ugly*»; sostenibilità potrebbe essere un «*ideological movement that are intended to legitimize and consolidate the power of large corporations*», o addirittura «*a form of stakeholders colonialism*»<sup>2</sup>. La *CSR* starebbe addomesticando («*taming*») la «*Giant Corporation*»<sup>3</sup>. Si parla anche di dirottante ambientalismo («*Hijacking Environmentalism*»<sup>4</sup>), di «*Extreme Capitalism, Market Populism*», di «*End of Economic Democracy*»<sup>5</sup> e di «*Development as Colonialism*»<sup>6</sup>. Ma per l'istante «*CEOs Still Sitting on Piles of Pay*»<sup>7</sup>. Si confrontano «*Abori-*

---

<sup>1</sup> M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 September 1970.

<sup>2</sup> S. BANERJEE, *Corporate Social Responsibility: The Good, the Bad and the Ugly*, in *2012 Critical Sociology*, 34 (1), 51-79.

<sup>3</sup> R. NADER, M.J. GREEN, J. SELIGMAN, *Taming the Giant Corporation*, New York, 1976.

<sup>4</sup> R. WELFORD, *Hijacking Environmentalism: Corporate Responses to Sustainable Development*, London, 1997.

<sup>5</sup> T. FRANK, *One Market Under God: Extreme Capitalism*, in AA.VV., *Market Populism and the End of Economic Democracy*. New York, 2001.

<sup>6</sup> E. GOLDSMITH, *Development as Colonialism*, in *27 The Ecologist*, n. 2, 1997, 60-79.

<sup>7</sup> G. STRAUSS, *CEOs Still Sitting on Piles of Pay*, in *Usa Today*, 25 agosto 2003, C3.

gines and Uranium<sup>8</sup>». Traggo poi da un libro recente, di cui parlerò tra poco<sup>9</sup>, i seguenti titoli «*Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?*»<sup>10</sup>. La domanda è se la CSR sia «*A Theoretical Concept*» oppure una parola d'ordine manageriale («*A Management Buzzword*»)»<sup>11</sup>. Ed infine si segnala «*The Opacity of Transparency*»<sup>12</sup>. Ci si interroga su quali siano le «*Ethics of Sweatshops*», l'etica delle fabbriche sfruttatrici<sup>13</sup>. Si ironizza infine sulla «*CSR, a Religion with too many Priests*»<sup>14</sup>.

Dal punto di vista giuridico emerge qualche domanda più specifica: «*Governance without a State: Can it Work?*»<sup>15</sup>, oppure: «*Has Governance Eclipsed Government?*»<sup>16</sup>.

3. Nel libro sopra citato curato da tre autori della Copenhagen Business School, Andrea Rasche, Mette Morsning e Jeremy Moon, dal titolo *Corporate Social Responsibility. Strategy, Communication, Governance*, con i contributi di una quarantina di studiosi europei americani e canadesi, edito da Cambridge University Press nel 2017, e ristampato nel 2019, si trovano una serie di *case studies* che, secondo gli Autori, focalizzano i principali problemi di CSR.

Il lettore ne esce totalmente disorientato.

Il primo caso (*VolksWagen: Engineering the Truth*) riguarda la Volkswagen alle prese con lo scandalo della emissione di gas di scarico delle vetture diesel oltre i limiti legali. Secondo gli Autori, sarebbe questione di CSR individuare chi è il responsabile (*a small group of rogue engineers* ossessionati dai *goals* del cronoprogramma aziendale, oppure la *polluted corporate culture* di VolksWagen o l'*aggressive management style* del *Ceo* dell'epoca); e se possa essere considerata sufficiente a ristabilire la CSR la nomina di un nuovo *Ceo*, considerato però un *insider* perché proveniente dal *board* di Porsche.

Il secondo caso (*Marks and Spencer's CSR: From Community to Global Responsibility?*) riguarda la inglese Marks and Spencer, presente nel mercato del *garment and food*, la quale, cercando all'estero produzioni a minor prezzo, ha trascurato la CSR, ha rotto i suoi rapporti con i fornitori interni, subendo un *reputational damage*, tra l'altro per avere «perdonato» il lavoro minorile in un fornitore marocchino.

Il terzo caso (*Maersk Group and Shared Value*) è dedicato al Gruppo Maersk, che svolge attività di *shipping and energy* con Maersk Line (containers), APM Terminals, Maersk Oil and Drilling (trivellazioni). Questo Gruppo sarebbe all'avanguardia della

<sup>8</sup> C. TATZ, *Aborigines and Uranium and Other Essays*, Victoria, 1982.

<sup>9</sup> A. RASCHE, M. MORSING, J. MOON (a cura di), *Corporate Social Responsibility. Strategy, Communication, Governance*, Cambridge, 2017.

<sup>10</sup> K. DAVIS, *Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?*, in *California Management Review*, 2(3), 1960, 70-76.

<sup>11</sup> K. DEMBEK, P. SINGH, V. BHAKOO, *Literature Review of Shared Value: A Theoretical Concept or a Management Buzzword?*, in *137 Journal of Business Ethics*, 2016, issue 2, No 2, 231 ss.

<sup>12</sup> M. FENSTER, *The Opacity of Transparency*, in *91 Iowa Law Review*, 2006, 885-949.

<sup>13</sup> M. KATES, *The Ethics of Sweatshops and the Limits of Choice*, in *25 Business Ethics Quarterly*, issue 2, 2015, 191-2012.

<sup>14</sup> M. MORSING, *CSR- a Religion with too many Priests*, in *European Business Forum*, 2003, Autumn, (15), 41-42.

<sup>15</sup> T. BÖRZEL, T. RISSE, *Governance without a State: Can it Work?*, in *4 Regulation and Governance*, 2010, issue 2, 113-134.

<sup>16</sup> L.E. LYNN, *Has Governance Eclipsed Government?*, in R.F. DURANT (a cura di), *The Oxford Handbook of America Bureaucracy*, 8, Oxford, 2010, 669-690.

CSR avendo elaborato una *sustainability strategy* per il 2014-2018, focalizzando tre aree di priorità, soprattutto per la difficoltà di reperimento di personale qualificato nei paesi in via di sviluppo.

Vi è poi il quarto caso (*Terracycle*) che riguarda Terracycle, piccola società del New Jersey, che si occupa di riciclo di materiali, che ha elaborato, nel contesto di una filosofia aziendale di CSR, il *Terracycle model*, che consiste nell'aggiungere valore ai rifiuti (*upcycling*) anziché degradarli con spreco di energia.

Il quinto caso (*Monsanto*) è dedicato a Monsanto, che sul piano reputazionale, trascurando la CSR, ha subito molti incidenti di percorso, con prodotti lubrificanti e refrigeranti cancerogeni, e defolianti usati in Viet Nam, come l'*Agent Orange*, e che ha commesso l'errore di focalizzarsi sui benefici solo di tre categorie di *stakeholders*: *investors customers (farmers) ed employees*, trascurando la comunità locale e quella dei *virtual stakeholders*, cioè dei *social network*.

Il sesto caso (*Google Glass – The future of political transparency?*) riguarda gli obblighi informativi, e parte dal presupposto che *corporations often promote legislation that clearly benefits themselves and non society*, e poi passa alla domanda se i politici eletti, per essere veramente trasparenti, non debbano indossare gli «occhiali di Google» per trasmettere in diretta agli elettori informazioni, perlomeno sulle spese governative.

Il settimo caso (*The UN Global Compact: bluwashing corporate practices?*) illustra la iniziativa di CSR dell'*UN Global Compact* delle Nazioni Unite, che contiene «*standard principle based*», con la elaborazione di dieci principi in tema di *Human rights, Labour, Environment, Anticorruption*, che obbligano le imprese ad una periodica *Communication on Progress policy*, a pena di esclusione. Ma anche qui un pizzico di dubbio emerge: se non si tratti di una cortina fumogena («*smokescreen*»).

Il libro passa poi, caso n. 8 (*The Global Reporting Initiative*), all'esame della crescente tendenza degli Stati ad imporre in termini di CSR nei bilanci e nei report aziendali l'obbligo di informazioni non finanziarie; esamina il ruolo che possono avere, nella CSR, le *NGO*, che, quando collaborano, mettono in pericolo («*jeopardise*») la loro indipendenza.

Il *Case study* n. 9, intitolato *Clean Clothes Campaign*, affronta il tema dello sfruttamento del lavoro nei paesi poveri, soprattutto nel settore dell'abbigliamento.

Il capitolo 10 ha un titolo molto attraente per i giuristi: *Government as a Regulator of CSR: Beyond Voluntarism*, anche se bisogna capire esattamente il significato di *Government*, che ha un senso lato come legislatore (*legal context*) e come autore di politiche economiche, tra le quali quella della *Public Private Partnership* per la esecuzione di grandi opere (porti, strade, aeroporti). Esempi di *partnership* in the *CSR space* includono le collaborazioni tra industrie farmaceutiche e governi locali per combattere la malaria, l'HIV, la tubercolosi; l'accordo tra il Governo Brasiliano la World Bank e il WWF per la protezione del dieci per cento dell'Amazzonia. Il caso n. 10 riguarda il problema della *Tax Transparency in the extractive sector*, in cui domina la corruzione e la cattiva gestione delle risorse.

Il *Case Study* n. 11 (*Nestlé Meets Green Peace in Social Media Campaign*) riguarda l'incontro tra Nestlé e Green Peace, per il problema della coltivazione e produzione dell'olio di palma e della deforestazione.

Il caso successivo n. 12 (*Honey Maid and Same Sex Marriage*) tocca il tema della CSR e la crisi delle strategie di comunicazione. Descrive i delicati meccanismi e le tec-



niche di comunicazione di messaggi pubblicitari che toccano argomenti etici e sociali come il razzismo e la omofobia.

Il caso n. 13 (*Beyond Control? Managing Reputation after the BP Deepwater Horizon Oil Spill*) riguarda il tema della *managing reputation* della BP dopo il disastro della piattaforma *Deep Water Horizon* nel Golfo del Messico, e il difficile lavoro dell'impresa per superare la crisi di *CSR* e recuperare il danno reputazionale.

Il caso n. 14 riguarda gli *Equator Principles Standard* elaborati da Credit Suisse, The Royal Bank of Scotland e Unicredit in tema di trasparenza nelle attività finanziarie.

Il caso n. 15 (*Lundbeck's Pentobarbital Human Rights Dilemma*) è dedicato alla società Lundbeck, che produce, attraverso una sussidiaria, un farmaco, il *Pentobarbital Nembutal*, usato addirittura per eseguire la pena di morte negli Stati Uniti (!). La società è accusata di non aver fatto tutto il possibile per bloccare l'uso del farmaco per le esecuzioni capitali.

Il caso n. 16 (*Siemens AG*) riguarda la Siemens che nel 2006 risultò aver corrotto molti pubblici ufficiali in vari paesi. La Società ha promosso indagini interne, e risulta essere una delle società che ha adottato successivamente i migliori sistemi di anticorruzione.

Il caso n. 17 (*Sustainable Shipping*) riguarda la teoria dello *shipping* sostenibile, che tende a limitare l'inquinamento derivante dalla circolazione delle navi.

Infine, caso n. 18 (*Labour Rights in the Garment Supply Chain – The Rana Plaza Factory Collapse*), sono narrate le iniziative assunte dalle imprese dopo il tragico caso del crollo del *Rana Plaza Factory* in Bangladesh, che causò la morte di più di mille lavoratori e di centinaia di passanti.

4. Se questa è solo una parte del materiale concreto della *CSR doctrine*, e se di questa teoria si debba discutere in così ampi contesti, il minimo che si possa dire è che l'osservatore resta disorientato, soprattutto per la mancanza di ordine nella ricerca e di un minimo di metodo della analisi. La *CSR doctrine* rappresenta la sintesi di iniziative spontanee delle grandi imprese, con le quali si sacrificano interessi economici in alcuni settori o contesti geografici, in cambio della realizzazione di obiettivi di lungo termine, la cui meritevolezza è universalmente condivisa. Queste iniziative si collocano in contesti normativi frammentati e carenti, e il tasso di vincolatività delle regole concordate di comportamento – che è il problema principale della loro effettività – pur essendo molto fragile sul piano delle sanzioni giuridiche in senso stretto (che spesso non esistono), è molto forte sul piano delle sanzioni cc.dd. reputazionali, e delle conseguenze economiche che ne scaturiscono, perché una impresa che non adotti i principi della *CSR*, o che peggio ancora li violi, imbrocca la via della disapprovazione degli *stakeholders*, dalla quale derivano conseguenze negative a catena di vario genere, che inevitabilmente determinano il crollo dei profitti, di cui si avvantaggiano i concorrenti. Cosicché, alla fine dei conti, le nuove tendenze che dovrebbero caratterizzare la *mission* delle grandi imprese sarebbero gli strumenti necessitati che il moderno capitalismo è costretto ad adottare per mantenere o aumentare i propri profitti in un mercato globale sempre più informato ed esigente. Ma le iniziative di *CSR* non sono gratuite o liberali. *CSR* non è Teologia della liberazione, anche se ha moltissimi punti in comune con la dottrina sociale della Chiesa<sup>17</sup>. La cura dei

---

<sup>17</sup> M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2020, 53 ss.

valori non è motivata da solidarietà fine a se stessa (*date nihil inde petentes*), ma dalla necessità di mantenere i profitti in un contesto concorrenziale in cui tutti i *competitors* sono costretti, per la evoluzione del mercato, a rispettare quei valori.

La dottrina della *CSR* può comunque mettere in discussione i contenuti di alcuni concetti fondamentali del diritto della grande impresa societaria, e la stessa interpretazione delle norme vigenti. L'elenco dei temi sui quali la *CSR doctrine* potrebbe influire sarebbe molto lungo. Si è ampiamente pensato, e profondamente riflettuto, sulla revisione delle teorie sullo scopo delle imprese; alla ricaduta dei vincoli di *CSR* sull'oggetto sociale (continuare a fabbricare e commercializzare mine antiuomo, purché eco-compatibili e non inquinanti?), e su tutto ciò che ruota attorno ad esso; alla ricaduta della *CSR* sui rapporti tra proprietà, *management* e diritti delle minoranze azionarie nell'ambito di una visione che prevede vari gironi di *stakeholders*; alla riconfigurazione dell'interesse sociale come punto di unificazione e giustificazione delle scelte aziendali; alla possibile nuova configurazione del conflitto di interessi, fino a giungere addirittura a scoprire che la *CSR* potrebbe avere un ruolo anche all'interno delle procedure concorsuali.

5. Infatti, nel diritto della crisi di impresa, la teoria della *CSR*, attenta agli interessi degli *stakeholders*, pur nella sua cangiante formulazione, non può non imbattersi con il problema della tutela dei creditori, *stakeholders* di prima istanza<sup>18</sup>. La domanda potrebbe essere che cosa di nuovo e di buono la *CSR* può introdurre nei rapporti tra imprese in crisi e propri creditori, in aggiunta a ciò che stabilisce direttamente la legge, o quali interpretazioni della legge essa può incoraggiare.

Ma l'attenzione dedicata ai creditori della impresa in crisi ci avverte della esistenza di un tema, ancora più ampio, che è quello dei «creditori involontari<sup>19</sup>», che definirei anche creditori «senza affidamento» o creditori extracontrattuali, rispetto alla cui tutela le teorie di *CSR* potrebbero portare a risultati di grande interesse, anche perché questo argomento, in realtà, riguarda non tanto le imprese insolventi, quanto piuttosto le grandi imprese ed i gruppi che operano in contesti geopolitici nei quali sono non vietate (*ergo*: sarebbe permesse) condotte imprenditoriali altrove considerate illegali o immorali. I creditori involontari, volendo usare le classificazioni normalmente usate dagli studiosi di *CSR*, sarebbero *stakeholders* a doppio titolo: in quanto membri delle comunità locali, interessate anche alla tutela dell'ambiente, essi sarebbero destinatari di politiche di *CSR* tendenti alla prevenzione; in quanto soggetti direttamente o indirettamente danneggiati da azioni o omissioni delle imprese, essi dovrebbero essere destinatari di iniziative di *CSR* tendenti a risarcire e lenire le conseguenze dannose e talora catastrofiche (penso a Bophal degli anni ottanta) del loro operato. Sotto questo secondo, profilo gli studiosi<sup>20</sup> offrono panorami giurisprudenziali e dottrinali estremamente interessanti di giudizi intentati da persone o intere comunità di paesi sottosviluppati contro società multinazionali, o loro affiliate, per risarcimento dei danni causati agli uomini e al-

---

<sup>18</sup> G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, i, 60 ss.

<sup>19</sup> Tema trattato a suo tempo da C. AMATUCCI, *Fatto illecito della società e responsabilità proporzionale dei soci*, Milano, 2002.

<sup>20</sup> M.V. ZAMMITTI, *L'impresa socialmente irresponsabile: un primo itinerario di giurisprudenza, anche in prospettiva comparata*, in *Le società*, 2021, 1018 ss.

l'ambiente da rifiuti tossici, da sversamenti di combustibile<sup>21</sup> da estrazioni minerarie con sfruttamento delle popolazioni locali, da stragi di lavoratori e passanti per crollo di edifici fatiscenti adibiti a luogo di lavoro<sup>22</sup>, da alluvioni da scioglimento di ghiacciai dovuto ad eccessive emissioni di CO<sub>2</sub>, e così via. In tutti questi casi i danneggiati, che immagino abbiano goduto della difesa di associazioni o studi professionali specializzati ed agguerriti quanto quelli delle società controparti, hanno tentato di rivolgersi a giudici diversi da quelli dei paesi arretrati in cui si sono verificati gli eventi, per ottenere decisioni più appropriate e migliori di quelle che essi avrebbero presumibilmente ottenuto dai magistrati locali, perché nei paesi moderni, quando non è addirittura demonizzata, l'attività di impresa viene giudicata più severamente di quanto non accada nei paesi poveri. La CSR è confluita quindi in problemi di giurisdizione. Le società multinazionali si sono opposte a questi tentativi, dando vita a complicati processi di diritto internazionale, e solo grazie alla sensibilità dei giudici è stato possibile, attraverso la applicazione di sottili principi generali (dottrina del *Forum Conveniens*, del *Duty of Care*, della *Enterprise Liability*, e così via<sup>23</sup>) far sì che le drammatiche vicende denunciate fossero decise in maniera più giusta. Queste controversie, e i fatti che le hanno causate, probabilmente non hanno molto da spartire con la CSR, perché esse mettono in evidenza, più che la violazione dei principi di una moderna teoria, la violazione di principi elementari della coscienza umana frutto di logiche imprenditoriali di stampo colonialista.

Ecco che allora, sotto questo aspetto particolare, la teoria della CSR non può fare a meno di collegarsi anche al problema della tutela dei creditori, che, nell'ambito dei temi della CSR, ha, se non altro, sicura valenza reputazionale. Gli obiettivi di CSR si confrontano e si scontrano anche con i temi della responsabilità, e con i temi della ampia possibilità che gli ordinamenti moderni forniscono alle società di occultarne la imputazione. Le regole di pubblicità e di informazione, assunte come metodo obbligatorio di azione, all'interno della CSR non riguardano specificamente il tema della responsabilità patrimoniale e della titolarità della impresa, motivo per cui continua a mantenersi in vita, per ragioni collegate alla ideologia del capitalismo tradizionale, la regola della possibilità di creare apparenze ed ingenerare affidamenti senza un legame con il *principio etico della responsabilità dell'agire* anche in campo economico. La pubblicità e la informazione non sono ancora legate al principio della verità, e il criterio della spendita del nome non serve a fotografare esattamente il soggetto responsabile e il suo effettivo patrimonio. La *libertà di spendita del nome* non è ridimensionata da un principio, o un obbligo, di «verità» in senso sostanziale sulla titolarità dei debiti e dell'impresa e sulla effettiva consistenza del patrimonio a garanzia delle obbligazioni contratte. I fenomeni della società fittizia palesata, o della società reale occultata, non sono di per sé oggetto di disapprovazione o di sanzione, come fenomeni di «scorrettezza» nell'esercizio dell'attività economica. Nelle persone giuridiche e nelle società di capitali il nome speso può servire a completare una operazione di segregazione patrimoniale

---

<sup>21</sup> V. il caso *Eni Naoc* – citato da ZAMMITTI, *op. cit.*, 1021 – sottoposto al Tribunale di Milano e poi chiuso con una transazione. La comunità Ikebiri del Delta del Niger aveva citato innanzi il Tribunale di Milano l'Eni e la controllata Naoc per ottenere il risarcimento dei danni causati da sversamenti di petrolio dal 1972 al 1999.

<sup>22</sup> V. il caso *Rana Plaze Factory* del Bangladesh, in A. RASCHE, M. MORSING, J. MOON, *op. cit.*, 467 ss.

<sup>23</sup> Si veda sul punto sempre M.V. ZAMMITTI, *op. cit.*, 1019 ss.

ingannevole. Gli imprenditori hanno ampie possibilità di creare apparenze e dissolvenze su soggetti e patrimoni, per eludere la applicazione fisiologica delle regole di responsabilità. Quando la apparenza e la informazione corrispondono in massimo grado alla realtà, in un mercato perfetto ed ideale il creditore insoddisfatto *imputet sibi* l'insuccesso delle sue scelte. Ma il legislatore è tendenzialmente contrario a sconvolgere le regole della pubblicità che permettono spesso una informazione incompleta o scorretta. Nel mercato regolamentato la forma prevale sulla sostanza (anche se nessuno sa che cosa sia la «sostanza»).

È troppo presto per dire che gli abusi della responsabilità limitata e la interposizione fittizia o reale possano essere fronteggiati anche in maniera preventiva con regole condivise ed effettive di *CSR*, come già accade per il settore del consumo. La informazione è venuta assumendo nel tempo il ruolo di “dovere” di correttezza dell'imprenditore nei confronti del consumatore e del mercato, e non è escluso che anche il fatto di costringere il prossimo a dover squarciare vari «veli» per arrivare al vero debitore, e per ottenere giustizia, possa, prima o poi, essere riconsiderato come ipotesi di comportamento “*scorretto*” che, in nome delle nuove teorie sulla responsabilità sociale dell'impresa, determina un rafforzamento delle tutele e dei rimedi a favore di tutti i controinteressati.

# PERSEGUIRE UN DIRITTO SOCIETARIO “SOSTENIBILE”: UN OBIETTIVO SINCERO?

di *Federico M. Mucciarelli*

SOMMARIO: 1. Premessa: verso un diritto societario “sostenibile”. – 2. Evoluzione delle politiche della UE. – 3. Interesse sociale e scopi delle società: un dibattito infinito. – 4. L’anello mancante: il ruolo dello Stato e dell’intervento pubblico nell’economia.

1. *Premessa: verso un diritto societario “sostenibile”.* – Negli ultimi anni, il dibattito sugli scopi delle società e delle imprese si è nuovamente acceso, con accenti e prese di posizione che scompaginano convinzioni consolidate. La nuova parola d’ordine, che sta emergendo nel dibattito e nella legislazione contemporanei, è “sostenibilità”. Nei progetti dell’Unione Europea, in particolare, tra i molti obiettivi si staglia la sostenibilità ambientale e la protezione dei diritti umani, secondo dettami e linee guida elaborati dall’ONU in anni recenti<sup>1</sup>. A questo obiettivo viene spesso affiancato quello di perseguire strategie imprenditoriali e di investimento di lungo periodo e non solo di breve termine. La rilevanza di questi obiettivi si è accentuata dopo la crisi del 2008, la quale è stata cagionata, secondo un’opinione ormai dominante, dalla tendenza delle società quotate a perseguire obiettivi di breve periodo e a focalizzare la propria attenzione solo sul valore di mercato delle azioni. Tutti i documenti ufficiali e tutti gli atti legislativi o di politica economica che si propongono di aumentare la “sostenibilità” delle regole societarie si fondano sulla dicotomia tra obiettivi a breve e a lungo termine.

Pur essendo entrata nel senso comune, però, questa antitesi solleva molteplici problemi, che è opportuno distinguere tra loro. In particolare, dobbiamo isolare tre domande principali, tra loro diverse: in primo luogo, se gli obiettivi delle società siano ristretti ai soli soci o si estendano anche ad altri portatori di interessi (o “stakeholder”); in secondo luogo, che rapporto vi sia tra il perseguire obiettivi di “lungo” periodo e la sostenibilità ecologica e sociale dell’attività d’impresa; infine, se le società quotate, nel perseguire la massimizzazione del prezzo delle azioni nel breve periodo, allo stesso tempo perseguano obiettivi di lungo termine e favoriscano la sostenibilità della loro attività sul lungo periodo.

In altri termini, l’obiettivo della sostenibilità delle imprese solleva i problemi di fondo dell’economia capitalistica e delle politiche pubbliche: il rapporto tra interesse privato dei titolari di partecipazioni nelle imprese e interessi della collettività, e la natu-

---

<sup>1</sup> Si veda: United Nations Sustainable Development Goals (SDGS) General Assembly Resolution 70/1: Transforming Our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development, A/RES/70/1, (25 Settembre 2015), [www.undocs.org/A/RES/70/1](http://www.undocs.org/A/RES/70/1). Si veda anche la Comunicazione della Commissione “Il futuro sostenibile dell’Europa: prossime tappe – L’azione europea a favore della sostenibilità” (SWD(2016) 390 final).

ra stessa dell'impresa in forma societaria e del suo rapporto con lo Stato o altre forme organizzate di interessi collettivi. Si tratta di questioni antiche, che hanno innervato la storia delle imprese nell'evo moderno e che non possono essere comprese senza un'analisi critica sul ruolo delle società nelle economie capitaliste.

2. *Evoluzione delle politiche della UE.* – Il documento principale, da cui prendere le mosse per comprendere come si stia orientando l'Unione Europea, è la comunicazione della Commissione denominata “Action Plan: Financing Sustainable Growth”, risalente al 2018<sup>2</sup>. L'*Action Plan* rappresenta il programma degli interventi futuri dell'Unione Europea in materia di sostenibilità delle imprese. La prima cosa che salta agli occhi è che il progetto si focalizza sugli strumenti di finanziamento di imprese sostenibili, in un'ottica incentrata sul mercato finanziario, almeno come fonte principale di intervento. L'obiettivo dichiarato è di trasformare l'economia europea in «a greener, more resilient and circular system»; questo obiettivo, secondo il documento della Commissione dovrebbe «not just reduce our environmental footprint on the planet and address existing inequalities. It will also boost competitiveness by improving the efficiency of production processes and reducing the costs of accessing and managing resources». In tale contesto, l'obiettivo del *Action Plan* è di includere rischi sociali ed ambientali nelle scelte di carattere finanziario degli operatori privati, sulla base della realistica considerazione che «[e]nvironmental and climate risks are currently not always adequately taken into account by the financial sector».

Le azioni previste nell'*Action Plan* sono finalizzate ad aumentare la trasparenza nel mercato, riguardo alle finalità sociali o all'impatto ambientale di ciascuna forma di investimento. A tal fine, la Commissione mira in primo luogo a introdurre una nuova tassonomia dei prodotti finanziari, che sono classificati in funzione del loro impatto ecologico e del loro grado di sostenibilità. In tale maniera, gli investitori privati potranno – se lo vorranno – scegliere di investire in prodotti finanziari e imprese “sostenibili” invece di imprese con alto impatto sociale ed ambientale. Ovviamente, questa filosofia di fondo presuppone un certo grado di ottimismo riguardo alle preferenze reali degli investitori, che sono sempre più spesso grandi fondi o *asset manager* che gestiscono, singolarmente o in monte, ingenti liquidità alla ricerca del miglior rendimento sui mercati di tutto il pianeta. E, difatti, è lo stesso *Action Plan* ad ammettere che *asset manager* e investitori istituzionali «still do not systematically consider sustainability factors and risks in the investment process» e «do not sufficiently disclose to their clients if and how they consider these sustainability factors in their decision-making». Implicitamente, il documento della Commissione assume che, se gli investitori *retail* avessero più informazioni, sarebbero ben lieti di indirizzare i loro risparmi e investimenti verso prodotti finanziari “sostenibili” dal punto di vista sociale ed ambientale. In questa logica, infatti, è stato approvato un apposito Regolamento<sup>3</sup>, sulla base del quale è iniziata

<sup>2</sup> Action Plan, COM(2018) 97 final. Per un sommario del dibattito A. BARTOLACELLI, *Sustainability and Company Law: A Long Path to Walk*, in *European Company Law Journal*, 2021, 4 ss.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

un'opera di classificazione dei prodotti finanziari e degli investimenti finanziari, introducendo una nuova tassonomia "ecosostenibile".

Se spostiamo l'attenzione dal mercato finanziario al funzionamento delle imprese, notiamo che si aperto un importante dibattito negli organi legislativi della UE, sulle regole societarie e i doveri degli amministratori. In altri termini, occorre chiarire se, e in che misura, gli amministratori di società, siano esse quotate o no, possano, o persino debbano, tener conto, nelle loro scelte gestionali, di obiettivi che non siano la massimizzazione dell'utile per i soci, e se tra questi obiettivi ulteriori possa o debba rientrare anche la tutela ambientale. Faticosamente, le istituzioni europee stanno affrontando il problema della sostenibilità anche da questo punto di vista.

La prima iniziativa che tende a dare risalto a interessi diversi da quelli dei soci è la direttiva in materia di comunicazioni non finanziarie<sup>4</sup>. Questa direttiva, in estrema sintesi, prevede che le società di maggiori dimensioni debbano diffondere, tra i documenti allegati al bilancio, informazioni su risultati e operazioni di natura "non finanziaria" in quattro settori: ambiente, questioni sociali e relative ai lavoratori, rispetto dei diritti umani e rischi di corruzione<sup>5</sup>. Peraltro, la direttiva non introduce un obbligo di perseguire tali finalità, ma chiarisce che, qualora una società persegua tali obiettivi, debba darne adeguata trasparenza<sup>6</sup>; d'altro canto, è anche vero che queste norme rendono legittimo il perseguire interessi e obiettivi "non finanziari", cosa che deve essere armonizzata con gli scopi delle società secondo i diritti nazionali degli Stati membri.

Inoltre, nel 2017 venne approvata una direttiva, la cui finalità espressa era di incoraggiare «l'impegno a lungo termine degli azionisti»<sup>7</sup>. Questa direttiva mira ad aumentare la trasparenza delle strategie degli investitori istituzionali e degli *asset manager* e del loro orizzonte temporale (chiamate «politiche di impegno»), e ad ampliare i poteri di voto dei soci su materie cruciali quali la remunerazione degli amministratori o le operazioni con parti correlate. Questa direttiva, quindi, si basa sull'auspicio – che non pare fondato su evidenze empiriche – che un aumento della trasparenza e dei poteri degli azionisti induca questi ultimi a perseguire, tanto nell'esercizio dei diritti sociali quanto nell'orizzonte temporale dell'investimento, obiettivi di lungo termine e non la massimizzazione del profitto<sup>8</sup>.

Infine, è opportuno ricordare che nel 2020 è stato pubblicato uno studio, redatto da Ernst & Young per la Commissione Europea, dal titolo significativo *Study on direc-*

<sup>4</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Si veda U. KOCOLLARI, *Strategic Corporate Responsibility*, Torino-Londra-New York, 2018, 65 ss. Per una discussione degli strumenti per misurare l'impatto sociale dell'attività d'impresa.

<sup>5</sup> Il 21 aprile 2021 la Commissione ha adottato una proposta di riforma della direttiva che essenzialmente ne amplia obiettivi e ambito d'applicazione per dare conto anche di obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale: Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità: COM/2021/189 final.

<sup>6</sup> S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 979.

<sup>7</sup> Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

<sup>8</sup> Si veda E. GLIOZZI E., *Lo short-termismo e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, 847 s.

*tors' duties and sustainable corporate governance*<sup>9</sup>. Questo report muove dal presupposto che le società europee perseguano principalmente obiettivi di breve termine, per lo più a causa della pressione dei mercati finanziari, non obiettivi di lungo termine. Di conseguenza, la futura legislazione della UE dovrebbe indurre le imprese a perseguire obiettivi di lungo periodo che le rendano “sostenibili” sul piano ambientale e sociale, anche a scapito del profitto nel breve periodo e, a tal fine, il rapporto compara diverse opzioni e strategie, suggerendo di armonizzare alcuni aspetti del diritto societario per favorire strategie di lungo termine che tengano conto degli interessi di *stakeholder* diversi dai soci. Il Rapporto affronta alcune tra le questioni più controverse nel dibattito sulla *corporate governance* degli ultimi anni, ossia la remunerazione degli amministratori, la composizione dei *board* e i doveri degli amministratori stessi. Riguardo al primo aspetto, il Rapporto predilige la soluzione di allineare le politiche di remunerazione a obiettivi di lungo termine e di sostenibilità limitando il diritto di rivendere le azioni ottenute dagli amministratori in piani di *stock options* e imponendo di includere misure legate a valori non finanziari e sociali o ambientali tra gli obiettivi da raggiungere contenuti negli accordi sulle remunerazioni degli amministratori. Riguardo alla composizione del consiglio di amministrazione, il Rapporto conclude che è opportuno armonizzare le norme nazionali, includendo in esse anche criteri soggettivi che considerino obiettivi di sostenibilità sul lungo periodo. Infine, il rapporto suggerisce di imporre ai consigli di amministrazione di coinvolgere *stakeholder* esterni (vale a dire soggetti che non sono soci) nel processo decisionale, per identificare, prevenire e mitigare rischi per la sostenibilità.

Domande simili vengono sollevate da un altro studio recente che affronta l'opportunità di introdurre doveri di diligenza (“due diligence”) in capo agli amministratori di società capogruppo, per evitare violazioni di diritti umani in tutta la catena del valore (quindi anche se commessi da fornitori e controllate estere)<sup>10</sup>. E, sulla base di questo rapporto, il Parlamento Europeo ha recentemente approvato una risoluzione che invita la Commissione a proporre una direttiva in materia di “due diligence” riferita alla violazione di diritti umani, implicando anche che gli amministratori della società “a monte” della catena del valore non debbano perseguire la massimizzazione del profitto a qualsiasi costo<sup>11</sup>.

È comprensibile che entrambe le proposte abbiano sollevato dubbi e anche aspre critiche, che spaziano da chi ritiene queste proposte velleitarie e inattuabili<sup>12</sup> a chi le ritiene incompatibili con la libertà d'impresa e l'ordine di mercato che regge l'Unione Europea<sup>13</sup>. L'interrogativo sotteso al dibattito europeo del momento, però, non è nuo-

---

<sup>9</sup> Lo si veda sul sito: <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adj7-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>10</sup> Lo si veda sul sito: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ba0a8fd-4c83-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>11</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021, recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese P9\_TA(2021)0073 (2020/2129(INL)).

<sup>12</sup> V. KNAPP, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, 218 ss. (che predilige soluzioni basate sulla trasparenza e su codici di autoregolazione); G. FERRARINI-M. SIRI-S. ZHOU, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, ECGI Working Paper 576/2021 (che predilige soluzioni basate su *soft law* nazionali, sottolineando una spontanea convergenza degli ordinamenti degli Stati membri).

<sup>13</sup> P.K. ANDERSEN *et al.*, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series No. 20-12, 2021.



vo: è anzi una delle questioni più dibattute dell'intero diritto societario. Su di essa conviene spendere qualche parola, a costo di ricapitolare questioni antiche e, forse, note.

3. *Interesse sociale e scopi delle società: un dibattito infinito.* – In tutti gli ordinamenti sorge l'interrogativo su quali siano gli scopi delle società e quali interessi gli amministratori debbano perseguire. Questo interrogativo è legato ad altra questione, posta logicamente a monte, ossia se società possano essere costituite per perseguire scopi diversi dal lucro (per i soci). Ad esempio, nell'ordinamento tedesco le società possono essere costituite per perseguire qualsiasi scopo, anche obiettivi diversi dal profitto o dalla massimizzazione dell'utile. Un altro esempio viene dalla Francia: nel 2019, il legislatore francese ha consentito alle società domestiche di perseguire qualsiasi obiettivo, purché esso sia indicato nell'atto costitutivo in maniera esplicita assieme alle regole e ai principi per bilanciare gli interessi dei vari *stakeholder*<sup>14</sup>. Nel diritto italiano, invece, per regola generale (salvo deroghe che tratterò fra poco), lo scopo di lucro è uno degli elementi essenziali dello stesso contratto sociale<sup>15</sup>.

Nella cultura giuridica italiana, il problema degli scopi dell'azione delle società (e dei doveri degli amministratori) viene declinato a partire dalla nozione di "interesse sociale". Questa logica, che cerca di ricavare i doveri degli amministratori da un concetto generale, accomuna i paesi latini e, sia pure con il diverso lessico di "interesse dell'impresa" (*Unternehmensinteresse*), la cultura giuridica tedesca. Viceversa, nell'ambiente culturale di matrice britannica, la medesima questione viene posta in maniera più pragmatica, ossia chiedendosi quali siano i doveri fiduciari degli amministratori e se questi comprendano anche soggetti diversi dai soci.

Nel lessico invalso nel dibattito italiano, la distinzione tradizionale è tra una concezione dell'interesse sociale "contrattualista" e una "istituzionalista". A grandi linee, si può dire che, mentre le teorie contrattualiste muovono dall'origine contrattuale della società e ne identificano lo scopo – e quindi i doveri degli amministratori – con gli interessi comuni dei soci, le teorie istituzionaliste muovono dall'idea che l'interesse sociale e i doveri degli amministratori siano orientati a garantire la sopravvivenza e la prosperità dell'impresa intesa come "istituzione" a sé stante. Va da sé che questa schematizzazione è alquanto semplificatoria e che tra le due tesi si pongono numerose sfumature. Ad esempio, in concreto, anche teorie "contrattualiste" che identifichino l'interesse sociale con un interesse oggettivo dei soci in quanto soci di quella determinata società e non dei soci empiricamente considerati, conducono a conclusioni pratiche simili a quelle di un istituzionalismo "temperato"<sup>16</sup>. Inoltre, all'interno del campo istituzionalista, occorre isolare le teorie che vogliono funzionalizzare gli scopi delle imprese private a interessi collettivi o pubblici<sup>17</sup>. E, in generale (ossia, indipendentemente da una esplicita adesione all'una o all'altra teoria), a fronte di opinioni propense a consi-

<sup>14</sup> Loi n. 2019-486, 22 May 2019 "Loi Pacte".

<sup>15</sup> Art. 2247 c.c.

<sup>16</sup> Si vedano: G. FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, Torino, 1987, 555 (con accento critico); P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 314 ss. (per una ricostruzione aperta a un orizzonte di lungo periodo dell'impresa).

<sup>17</sup> G. MINERVINI, *Contro la "funzionalizzazione" dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, 618 ss.

derare anche interessi di soggetti terzi, quantomeno per rafforzare la reputazione della società sul mercato<sup>18</sup>, altre – forse maggioritarie – sottolineano che il codice civile disegna una gerarchia di interessi al cui vertice stanno i soci<sup>19</sup>.

È evidente, peraltro, che queste teorie – e le soluzioni operative che se ne vogliono trarre in termini di poteri e responsabilità degli amministratori – possono avere funzioni pratiche e risvolti ideologici diversi a seconda delle varie epoche storiche e degli obiettivi economici e politici cui esse vengono piegate<sup>20</sup>. Così, le teorie contrattualiste classiche non sono necessariamente riconducibili a un'ideologia liberista e a istanze padronali: esse rivelano quale sia la vera natura dell'impresa capitalistica, senza nascondere dietro un velo ideologico il conflitto tra capitale e lavoro. D'altro canto, le teorie istituzionaliste (soprattutto quelle che tendono a funzionalizzare i doveri degli amministratori a interessi pubblici) sono state utilizzate da regimi di segno marcatamente diverso tra loro e per obiettivi politici dei più vari. All'interno dei paesi capitalistici, ad esempio, le teorie istituzionalistiche sono emerse ogniqualvolta fosse opportuno sottolineare la relazione tra management della grande impresa e interesse nazionale. L'esempio più clamoroso era la legge azionaria della Germania nazista, legge che imponeva agli amministratori di società anonime di perseguire l'interesse del Popolo e della Nazione<sup>21</sup>. Questa norma venne soppressa dalla riforma del 1965, ma questa decisione eliminò solo l'alone ideologico nazionalsocialista, senza mutare radicalmente i doveri degli amministratori, tutt'ora orientati a bilanciare l'interesse degli azionisti con quello dei lavoratori<sup>22</sup>. Ma tendenze simili emergono anche in paesi retti da ordinamenti economico-politici marcatamente diversi. L'esempio più chiaro è quel filone della giurisprudenza del Delaware che consente agli amministratori di società bersaglio di un'offerta pubblica d'acquisto di contrastare un tentativo di scalata, anche se vantaggioso per gli azionisti, adducendo possibili pericoli per i lavoratori, i creditori e comunità locali<sup>23</sup>.

In concreto, l'antinomia tra istituzionalismo e contrattualismo serviva originariamente a determinare l'orizzonte temporale dell'azione delle società e delle scelte imprenditoriali; in particolare, il problema maggiormente dibattuto (probabilmente da sempre) riguarda l'entità del dividendo e la proporzione tra questo e l'autofinanziamento delle imprese<sup>24</sup>. Le prospettive "istituzionaliste" giustificano un ampliamento

<sup>18</sup> *Ex multis*: C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, 261.

<sup>19</sup> *Ex multis*: G.B. PORTALE, *La società per azioni. Principi e problemi (Scintillae iuris)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, 144.

<sup>20</sup> G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 693 ss.

<sup>21</sup> § 70 AktG 1937.

<sup>22</sup> T. RAISER, *Das Unternehmensinteresse*, in *Festschrift R. Schmidt*, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 1976, 101 ss.; W. SCHILLING, *Macht und Verantwortung in der Aktiengesellschaft (Oder das Prinzip der Interesseneinheit)*, in *Festschrift E. Gessler*, München, 1970, 161. Ma non mancano voci – minoritarie – che, invece, sposano una visione maggiormente orientata al profitto degli azionisti: P.O. MÜLBERT, *Shareholder Value aus rechtlicher Sicht*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1997, 129 ss.

<sup>23</sup> Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa*, 493 A.2d 955, (Del. 10 giugno 1985). In Canada è simile l'argomentazione di British Columbia Supreme Court, 8 dicembre 1972, *Teck Corp Ltd. v. Millar et al.*, in 33 *Dominions Law Reports*, 1973, 314.

<sup>24</sup> M. STELLA RICHTER JR, "Long-termism", in *Riv. Soc.*, 2021, 16 ss.

del potere dei manager riguardo all'autofinanziamento, e quindi la libertà di comprimerlo a piacimento il dividendo dei soci per favorire la sostenibilità dell'impresa (intesa come sua sopravvivenza, non nel senso dell'equilibrio con altri interessi)<sup>25</sup>; viceversa approcci contrattualisti tendono a riferire tali scelte agli interessi dei soci, che devono avere il massimo ritorno possibile in termini di utili percepiti<sup>26</sup>.

Attualmente, inoltre, la diffusione dei mercati finanziari, come veicolo di finanziamento delle imprese, ha mutato sensibilmente le prospettive del dibattito. Il problema di fondo è il rapporto tra prezzo di mercato delle azioni e valore reale dell'impresa, misurato attraverso utili e dividendi. Secondo l'ipotesi del mercato dei capitali efficiente, nella sua versione c.d. "semiforte" che pare supportata da maggiori evidenze empiriche, il prezzo di mercato delle azioni riflette tutte le informazioni note al mercato e, quindi, il valore reale dell'impresa anche sul lungo termine, salva l'esistenza di informazioni segrete o non note al mercato<sup>27</sup>. Non si può nascondere, peraltro, che questa teoria non è accettata in maniera unanime e che, secondo molti, il mercato potrebbe sottovalutare o sopravvalutare le azioni rispetto al valore reale dell'impresa sul lungo periodo<sup>28</sup>. In particolare, il valore di mercato delle azioni è in grado di fornire una proiezione sui profitti futuri degli azionisti, sulla base dell'orizzonte temporale d'investimento scelto da essi, ma non fornisce indicazioni univoche sul livello di investimenti in ricerca e sviluppo, e quindi sulla futura produttività di lavoro e capitale<sup>29</sup>.

Spesso, peraltro, il problema dell'orizzonte temporale delle scelte degli amministratori (che attualmente viene identificato con la contrapposizione tra breve e lungo termine) si confonde con un altro aspetto, che deve essere tenuto distinto dal primo, ossia il novero degli interessi che gli amministratori devono perseguire. In concreto, sorge l'interrogativo se gli amministratori debbano perseguire gli interessi dei soci in via esclusiva (a breve o lungo termine) oppure se possano o debbano tener conto o persino perseguire anche interessi di altri soggetti, quali appunto i creditori, i lavoratori o la comunità nazionale nel suo insieme.

Si tratta di questioni cui ciascun ordinamento fornisce una propria autonoma soluzione. Ad esempio, in Germania, come detto poc'anzi, gli amministratori di *Aktiengesellschaften* devono bilanciare l'interesse dei soci con quello dei lavoratori, anche in ragione del sistema di cogestione che attribuisce ai lavoratori stessi un peso significativo nel consiglio di sorveglianza che nomina gli amministratori<sup>30</sup>. Riguardo alla

<sup>25</sup> G. ROSSI, *Utile di bilancio, riserve, dividendi*, Milano, 1957; A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 617 ss.

<sup>26</sup> T. ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, 114 ss.; L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 434 ss.; G. MINERVINI, *op. cit.*; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964; R. COSTI, *L'interesse sociale nella riforma del diritto societario*, in *Diritto, mercato ed etica. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010.

<sup>27</sup> E. FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in *Journal of finance*, 1970, 383 ss.; R. GILSON-R. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, in *70 Virginia law review*, 1984, 549 ss.

<sup>28</sup> L. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco, 2012, 50 ss.

<sup>29</sup> A. JOHNSTON-L. TALBOT, *Why Is Modern Capitalism Irresponsible and What Would Make It More Responsible? A Company Law Perspective*, in *King's Law Journal*, 2018, 125 ss.

<sup>30</sup> H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.

Francia, occorre ricordare, che la riforma del 2019 impone agli amministratori di tener conto dell'impatto sociale e ambientale delle loro attività, non solo degli interessi dei soci<sup>31</sup>. In entrambi i paesi non è chiaro quali siano le sanzioni per scelte degli amministratori che non tengono conto degli interessi di altri *stakeholder*, anche se il modello tedesco consente ai lavoratori di fare valere i propri interessi grazie alla partecipazione nel consiglio di sorveglianza. Ma anche in Germania non è chiaro sino a che punto gli amministratori vadano esenti da responsabilità se, nelle proprie scelte, tutelano interessi di altri *stakeholder* a scapito di quelli degli azionisti. In ogni caso, al moltiplicarsi degli *stakeholder* rilevanti, quel che si determina è un ampliamento della discrezionalità degli amministratori, i quali potranno così giustificare le proprie scelte adducendo l'esigenza di proteggere altri interessi o di bilanciare i vari interessi in concreto. Inoltre, ampliare il novero degli interessi rilevanti senza attribuire ai vari *stakeholder* meccanismi di tutela, quali la legittimazione ad agire per fare valere la responsabilità degli amministratori stessi o forme di potere gestionale o quasi-proprietario, è esercizio abbastanza vuoto<sup>32</sup>.

A tale proposito, è interessante analizzare la disciplina britannica, la quale – in apparenza – cerca di trovare un equilibrio tra l'interesse dei soci alla valorizzazione dell'investimento (*shareholder value*) e interessi di altri *stakeholder*. Il primo e generale dovere degli amministratori è di agire in buona fede al fine di “*promote the success of the company for the benefit of its members as a whole*”<sup>33</sup>. Peraltro, la stessa sezione del *Companies Act* indica anche obiettivi secondari agli amministratori, i quali, nel perseguire l'interesse dei soci, devono tenere conto: (a) delle probabili conseguenze di lungo periodo delle loro scelte; (b) dell'interesse dei lavoratori; (c); delle relazioni con clienti e fornitori; (d) dell'impatto su comunità locali o sull'ambiente; (e) di esigenze reputazionali; (f) del dovere di trattare equamente tra loro i soci. Questa formulazione, comunemente definita “*enlightened shareholder value*”, ha subito numerose critiche. In primo luogo, i doveri “secondari” sono difficilmente sanzionabili, considerando che le comunità locali o i lavoratori, che lamentano di non essere stati adeguatamente considerati, hanno scarse possibilità di agire contro gli amministratori, almeno facendo valere i doveri fiduciari basati sul diritto societario<sup>34</sup>. Inoltre, nella realtà economica odierna, i mercati finanziari spesso richiedono orizzonti di investimento di breve termine e pare difficile che, se posti di fronte all'alternativa se sacrificare, da un lato, un possibile profitto e, dall'altro, i lavoratori o l'ambiente, gli amministratori siano davvero liberi di scegliere<sup>35</sup>.

In Italia, invece, il codice civile individua nello scopo di lucro un elemento essenziale delle società<sup>36</sup>. Nel 2015, però, il Parlamento decise di consentire a società lucra-

---

<sup>31</sup> Art. 1833 Code Civil.

<sup>32</sup> F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, n. 3, 2019, 618; M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, 53 ss.; STOUT, *op. cit.*, 80 s.

<sup>33</sup> S. 172, Companies Act 2006.

<sup>34</sup> A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, London-New York, 2013, 137.

<sup>35</sup> L. TALBOT, *Critical company law*, London-New York, 2016, 142 s.

<sup>36</sup> Si vedano però le opinioni recenti che tendono a svalutare in via interpretativa l'unica lettura dell'art. 2247 c.c.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, n. 3, 633; U. TOMBARI, “*Corporate pur-*

tive di introdurre, con modifica statutaria, l'obiettivo di bilanciare l'interesse dei soci con quello di altri portatori di interessi. Queste società, rinominate "società benefit", si impegnano a operare in maniera responsabile e trasparente nei confronti di altri *stakeholder*. Questa disciplina, peraltro, solleva innumerevoli interrogativi e dubbi. Il problema più rilevante è che, leggendo la disciplina sulle società benefit *a contrario*, si dovrebbe concludere che tutte le altre società non possano perseguire più scopi sociali e contemperare gli obiettivi lucrativi con altri interessi<sup>37</sup>. Non è chiaro se il legislatore storico avesse presente questa conseguenza del proprio intervento legislativo e, soprattutto, non è chiaro se questa conclusione – formalistica, ma perfettamente logica – sia l'unica possibile e, quindi, se questa riforma abbia un impatto sul dibattito generale sui doveri degli amministratori. Il formante legislativo, però, negli ordinamenti contemporanei è molto complesso, perché è opportuno considerare anche fonti di *soft law* o autoregolamentazione. In quest'ottica, occorre segnalare la nuova edizione del codice di Corporate Governance del 2020, secondo la quale gli amministratori dovrebbero perseguire un «successo sostenibile», inteso come «creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli altri stakeholder rilevanti per la società»<sup>38</sup>, ossia una formula che riecheggia sinteticamente il contenuto della *Section 172* del *Companies Act* britannico.

A livello internazionale, il dibattito sugli scopi delle società si è riaperto a causa di un documento pubblicato dalla *Business Roundtable*, che raccoglie gli amministratori delegati delle principali società statunitensi, la quale, sorprendentemente, ha promosso l'idea che le società non debbano mirare solo a massimizzare il profitto per i soci, bensì debbano tenere conto anche degli interessi di altri soggetti, anche al fine di superare le diseguaglianze eccessive prodotte dal capitalismo<sup>39</sup>. Come intuibile, queste dichiarazioni hanno sollevato molte perplessità e persino accese critiche. Secondo una prospettiva liberista "classica", infatti, gli obiettivi delle società devono essere solo di produrre utili per i soci, cosa che dovrebbe produrre spontaneamente vantaggi per tutta la società. Ma altre voci hanno sollevato critiche di segno opposto, sostenendo che le affermazioni della *Business Roundtable* siano irrealistiche o opportunistiche<sup>40</sup>, perché proteggere l'ambiente o altri *stakeholder* non è compito delle imprese, ma dello Stato, attraverso norme e vincoli esterni al diritto societario<sup>41</sup>. La dichiarazione della *Business Roundtable* deve essere vagliata per quello che è sul piano sociologico: non è il programma dei capitalisti, ma dei manager, che in questa maniera provano ad emanciparsi

---

poses" e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?, in *Riv. soc.*, 2021, 13.

<sup>37</sup> U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di spa tra "interessi dei soci" e "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 26.

<sup>38</sup> Codice di corporate governance, gennaio 2020, art. 1, principio 1.

<sup>39</sup> Business Roundtable, Statement on the purposes of a corporation, 2019, <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>. Di tenore non diverso è il manifesto del World Economic Forum (Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution): <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>.

<sup>40</sup> DENOZZA, *op. cit.*, 622.

<sup>41</sup> L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91 ss.; M. GATTI-C. ONDERSMA, *Can a broader corporate purpose redress inequality? The stakeholder approach chimera*, in *46 Journal of Corporate Legal Studies*, 2020, 1 ss.

dalla tutela della classe dei proprietari del capitale, cercando un ruolo di mediazione tra interessi diversi<sup>42</sup>. La crisi ambientale e le enormi disparità sociali createsi negli ultimi decenni sono argomenti socialmente “forti” che l’associazione rappresentativa del ceto manageriale brandisce per emanciparsi dai detentori del capitale<sup>43</sup>.

La rilevanza dell’impatto ambientale delle multinazionali sta emergendo anche attraverso orientamenti giurisprudenziali che impongono di mitigare tale impatto. Ad esempio, in una recentissima sentenza, la Corte Distrettuale de l’Aia ha sancito che *Royal Dutch Shell* avrebbe un dovere giuridico di ridurre il livello di diossido di carbonio generato da tutte le sue attività a livello globale del 45% per il 2030<sup>44</sup>. E non sono rare decisioni che condannano le società capogruppo di imprese multinazionali per danni ambientali prodotti da controllate estere. Tecnicamente queste sentenze non sono basate sui doveri “fiduciari” degli amministratori, ossia su norme di diritto societario, bensì si fondano su ipotesi di responsabilità aquiliana da fatto illecito, che si profila come il campo di sviluppo dei vincoli esterni all’attività d’impresa degli anni a venire.

#### 4. *L’anello mancante: il ruolo dello Stato e dell’intervento pubblico nell’economia.*

– Da quanto abbiamo visto nelle precedenti pagine, il dibattito sugli scopi delle società e i doveri degli amministratori si è nuovamente acceso, colorandosi di un elemento nuovo, ossia l’obiettivo di rendere le imprese “sostenibili” anche sul piano sociale e ambientale. Si tratta, però, di questioni non nuove, che ripropongono essenzialmente il dibattito “classico” sulle finalità delle società e i doveri degli amministratori. Peraltro, la formula della “sostenibilità” ambientale e sociale, così come proposta nei documenti di policy della UE, solleva alcuni dubbi.

Infatti, occorre distinguere l’orizzonte temporale che deve guidare l’azione degli amministratori dagli interessi che questi ultimi devono perseguire. La prima domanda può essere ricondotta, in maniera icastica, alla dicotomia tra obiettivi a breve termine e obiettivi di lungo termine. Si tratta di una contrapposizione non nuova nella storia delle società anonime, che viene amplificata dai mercati finanziari, la cui pressione spinge gli investitori a selezionare orizzonti di investimento a “breve” termine<sup>45</sup>. Riguardo al-

---

<sup>42</sup> F. DENOZZA, *op. cit.* Sull’emersione della classe manageriale e la sua crescente autonomia dai capitalisti, si vedano G. DUMÉNIL-D. LÉVY, *Managerial Capitalism – Ownership, Management & the Coming New Mode of Production*, London, 2018.

<sup>43</sup> Questa strategia retorica indica anche che questi problemi sono reali o che, comunque, che sono ormai divenuti senso comune. Ad esempio, recentemente gli azionisti di Exxonmobil hanno votato per inserire nel board due esperti di transizione energetica e fonti d’energia non fossili: <https://www.climateaction100.org/news/in-stunning-vote-shareholders-elect-two-new-directors-put-forth-by-shareholders-at-exxon-mobil-seeking-climate-expertise-and-action>.

<sup>44</sup> *Vereiniging Mileudéfensie v. Shell Petroleum NV, The “Shell” Transport and Trading Company Ltd, Royal Dutch Shell plc, Shell Petroleum Development Company of Nigeria ltd*, 26 maggio 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337.

<sup>45</sup> A.G. HALDANE-R. DAVIES, *The short long*, Speech by Mr Andrew Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Mr Richard Davies, Economist, Financial Institutions Division, Bank of England, at the 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011; A.G. HALDANE, *Who Owns a Company?*, Speech given by ANDREW G. HALDANE, Chief Economist, Bank of England University of Edinburgh Corporate Finance Conference, 22 May 2015 ([www.bankofengland.co.uk/speech/2015/who-owns-a-company](http://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/who-owns-a-company)), 11-12 (gli investitori in società britanniche detengono le azioni in media per soli sei mesi).

la contrapposizione tra investimenti di breve e lungo termine, occorre svolgere una riflessione inerente all'efficienza dei prezzi di mercato. Come abbiamo visto, secondo l'ipotesi del mercato dei capitali efficiente, la distinzione tra breve e lungo termine non ha molto senso e i disallineamenti tra i due valori dovrebbero essere rari o inesistenti. Pertanto, la contrapposizione tra orizzonte di breve e orizzonte di lungo termine muove dall'assunto che i mercati non siano efficienti o, almeno, che non lo siano sempre, ossia che possano verificarsi situazioni in cui i prezzi attuali non riflettono orizzonti distanti nel tempo.

Dall'orizzonte temporale delle scelte imprenditoriali va distinta la questione degli interessi da perseguire. Spesso i due problemi vengono confusi, sostenendosi che un orizzonte temporale di lungo termine implicitamente tuteli anche altri *stakeholder*<sup>46</sup>. Questo è vero per quanto riguarda i lavoratori e i piccoli fornitori dell'impresa, che sono interessati alla sopravvivenza dell'impresa; d'altro canto, occorre tener conto che queste categorie, proprio perché maggiormente avverse al rischio, potrebbero rallentare o ostacolare innovazioni tecnologiche che rischiano di eliminare posti di lavoro o modificare le catene di sub-fornitura. Il discorso è molto diverso riguardo ad altri interessi e, in particolare, per l'interesse generale alla tutela ambientale, che potrebbe essere tragicamente in conflitto con l'occupazione. Lo dimostrano, sia pure in maniera aneddotica, alcune vicende recenti: si pensi alla crisi ambientale prodotta dalle acciaierie ILVA di Taranto, oppure al programma di molti Paesi e produttori automobilistici di abbandonare la produzione di motori endotermici (benzina o diesel) a favore di meno inquinanti motori elettrici, i quali però richiedono minore mano d'opera<sup>47</sup>. Pertanto, è preferibile non illudersi di aver trovato una formula, quale gli obiettivi di lungo termine, che, miracolosamente, componga tutti gli interessi in gioco e, al contempo, lasci libertà d'azione alle imprese.

E quindi, non si può non sottolineare che i documenti di *policy* dell'Unione Europea, a partire dall'*Action Plan*, rivelano una profonda ambiguità. Infatti, da un lato si fa un'opera meritoria di svelamento della realtà, quando si dice che gli investitori non orientano le proprie scelte di investimento verso scelte ecosostenibili, ma solo alla massimizzazione del profitto; dall'altro, la filosofia d'azione basata solo, o principalmente, sulla trasparenza rimette la soluzione del problema al mercato e alle scelte dei privati, senza disegnare una nuova *corporate governance* orientata a obiettivi diversi dal *shareholder value*, né prefigurare interventi pubblici nell'economia. Riguardo al primo aspetto, è vero che l'*Action Plan* del 2018 e, soprattutto, il Rapporto Ernst & Young ipotizzano misure di armonizzazione dei doveri degli amministratori, nonostante questi doveri siano sempre stati di esclusiva competenza degli Stati nazionali. Peraltro, anche qualora una simile direttiva di armonizzazione fosse approvata, si può dubitare che i doveri degli amministratori siano effettivamente armonizzabili, al di là di inutili formule di facciata, tali e tante sono le differenze nazionali e le probabili resistenze dei ceti imprenditoriali domestici<sup>48</sup>. Soprattutto, senza una qualche forma di comparte-

---

<sup>46</sup> F. MÖSLEIN-K.E. SØRENSEN, *The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and its Corporate Governance Implications*, in *European Company Law Journal*, 2018, 223; STELLA RICHTER JR, *op. cit.*

<sup>47</sup> Si veda ad esempio: M. GABANELLI-R. QUERZÈ, *Auto elettriche: il lavoro a rischio*, in *Corriere della Sera*, 22.11.2021.

<sup>48</sup> MÖSLEIN-SØRENSEN, *op. cit.*, 223; FERRARINI-SIRI-ZHOU, *op. cit.*

cipazione alle decisioni da parte di portatori d'interessi diversi dai soci, in forme e con poteri che devono essere ovviamente calibrati con accortezza<sup>49</sup>, sembra difficile raggiungere questi obiettivi, visto che gli amministratori obbediranno, in ultima istanza, a chi ha il potere di nominarli e revocarli.

Il punto, però, è che le scelte degli investitori – tranne alcune preferenze individuali marginali – su larga scala ben difficilmente saranno orientate a perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del profitto<sup>50</sup>, e questo per la logica interna della competizione capitalistica che spinge tutti gli attori a massimizzare il profitto per sopravvivere.

Si potrebbe immaginare uno scenario futuro in cui gli investimenti “ecosostenibili” o socialmente sostenibili diventino i più profittevoli, nel qual caso gli investitori si orienteranno spontaneamente verso di essi. Viceversa, se – come probabile – continuasse ad esistere una differenza negativa tra il valore di investimenti “sostenibili” e quello di altri investimenti che mirino alla sola massimizzazione del profitto, mi pare evidente che gli attori del mercato continueranno in larga misura a perseguire questi ultimi, trascinati dalla logica intrinseca del sistema. Di conseguenza, l'evoluzione del sistema economico verso un futuro di imprese “socialmente sostenibili” o “ecosostenibili” non può essere lasciato al mercato: occorre, al contrario, che l'intervento pubblico guidi questa evoluzione anche attraverso investimenti che proteggano i lavoratori spiazzati dalle necessarie evoluzioni tecnologiche o che – in qualche misura – compensino gli investitori dei minori profitti derivanti da investimenti “sostenibili”.

In quest'ottica, è più promettente quanto previsto nel «European Green Deal», all'interno del quale vengono programmati investimenti per circa 1 miliardo di Euro, tra cui una certa cifra viene destinata a riqualificare lavoratori in settori altamente inquinanti che si convertano a produzioni con un minore impatto ambientale<sup>51</sup>. In alternativa, l'intervento pubblico potrebbe orientarsi verso la partecipazione diretta nel capitale delle imprese, orientandole verso la tutela di interessi diversi dalla massimizzazione dei profitti. In ogni caso, per quanto complesso e rischioso, probabilmente senza un nuovo interventismo dello Stato nell'economia sembra difficile che il mercato, da solo, potrà mai perseguire obiettivi di sostenibilità globali e duraturi.

---

<sup>49</sup> Si veda, da ultimo, la proposta formulata da A. JOHNSTON-K. AMAESHI-E. ADEGBITE-O. OSUJI, *Corporate Social Responsibility as Obligated Internalisation of Social Costs*, in *Journal of Business Ethics*, 2021, 39 ss.

<sup>50</sup> J. CULLEN, *After 'HLEG': EU Banks, Climate Change Abatement and the Precautionary Principle*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2018, 61 ss. (che sottolinea l'incertezza che circonda ogni tentativo di misurare la “non sostenibilità” ambientale); JOHNSTON-TALBOT, *op. cit.*; GLIOZZI, *op. cit.*

<sup>51</sup> Altra questione è se questo piano sia sufficiente a colmare il gap tra investimenti “verdi” e investimenti profittevoli, e per favorire la transizione “verde” dell'economia europea; inoltre, una parte di questi fondi si ipotizza vengano investiti da privati, che verranno incentivati grazie a garanzie fornite della BEI. Infine, una volta scelto di finanziare la transizione “verde” e gli investimenti sostenibili, gli Stati dovrebbero – almeno ad avviso di chi scrive – porre condizionalità alle imprese, per evitare l'appropriazione privata di risorse pubbliche derivanti dalla fiscalità generale. Ma questo è tema che, ovviamente, esula dall'oggetto di queste pagine. Sembra muoversi in questa direzione la nuova Politica Agricola Comune della UE, la quale – per la prima volta – assoggetta sgravi e sussidi al perseguimento, da parte delle imprese, di precisi obiettivi ecologici e sostenibili (ad esempio per tutelare la biodiversità) e al rispetto dei diritti dei lavoratori (cosa che potrebbe spiazzare la piaga del lavoro nero diffuso nelle campagne di alcune regioni italiane): [https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/new-cap-2023-27\\_it#anewwayofworking](https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/new-cap-2023-27_it#anewwayofworking).



# NOTE SULLE “REGOLE” DELL’IMPRESA “SOSTENIBILE”: DALL’INFORMAZIONE NON FINANZIARIA ALL’INFORMATIVA SULLA SOSTENIBILITÀ

di *Matteo Rescigno*

SOMMARIO: 1. L’impresa “sostenibile”: un istituto in costante evoluzione. – 2. Regole e sostenibilità. L’informazione non finanziaria e la sua evoluzione sino alla proposta di direttiva del 21 aprile 2021. – 3. La proposta di modifica della direttiva: l’informazione societaria sulla sostenibilità. Un cenno al profilo dei controlli. – 4. L’ambito di applicazione. – 5. Cenni sul contenuto della informazione sulla sostenibilità nella proposta di direttiva. – 6. Una breve chiusa: chi misura e come la “sostenibilità”.

1. *L’impresa “sostenibile”: un istituto in costante evoluzione.* – Il tema della sostenibilità dell’esercizio dell’impresa è certamente al centro delle riflessioni e delle analisi degli studiosi del diritto commerciale. Si tratta dell’esito di un lungo cammino che ha preso le mosse proprio dalle problematiche di tipo ambientale oggetto della prima conferenza ONU sul tema del 1972 e che ha visto i suoi orizzonti allargarsi per affrontare molte altre tematiche. Per avere una misura della ampiezza e eterogeneità della nozione di sviluppo sostenibile basta rilevare che oggi l’ONU riconduce a tale paradigma ben diciassette obiettivi<sup>1</sup>.

Il giurista, da mezzo secolo a questa parte, assiste dunque alla crescente rilevanza di questi temi anche sul piano normativo; e, in tale ambito, hanno assunto nel tempo un ruolo sempre più importanti gli interventi in tema di esercizio e finanziamento dell’attività di impresa. Dunque, sia pur in uno scenario globale che si interroga sulle sorti del pianeta e che vede (o dovrebbe vedere) in prima linea scelte cogenti di tipo politico in tema di sostenibilità, le imprese – e specie (ma non solo) quelle di grandi dimensioni – sono chiamate a tener conto (o così si vorrebbe sia) di interessi ulteriori e diversi rispetto a quelli “classici” della massimizzazione del profitto e del valore dell’impresa, a vantaggio dei soci.

Non è in questa sede che possono tracciarsi le linee dell’evoluzione delle regole sulla “sostenibilità” dell’esercizio dell’attività di impresa. Si può in sintesi osservare che la “sostenibilità” è il punto lessicale di approdo delle riflessioni maturate in tema di *corporate social responsibility* (CSR) e così sul potere/dovere per le imprese di tener conto, nell’esercizio della loro attività, degli interessi dei vari *stakeholders*. L’ampliarsi

---

<sup>1</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/> Altro importante documento, caratterizzato da una pluralità di fini, è il Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile del marzo 2018, volto a indirizzare i finanziamenti dell’UE verso investimenti sostenibili, per gestire i rischi finanziari derivanti dai mutamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali, nonché promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economiche e finanziarie.

del novero delle istanze alle quali si rivolge la CSR ha poi condotto più di recente – senza che ciò ne rappresenti il superamento – a rivolgere maggior attenzione verso le prassi gestorie adottate in materia ambientale, sociale e di governance (ESG) per giungere, appunto, alla affermazione del principio di “sostenibilità” che, nella pur rilevata eterogeneità di contenuti, è l’attuale punto di riferimento delle scelte normative e delle riflessioni dei giuristi.

Naturalmente, al di là dei vari acronimi, quel che conta sono le diverse istanze, i diversi approcci e le diverse funzioni che nel tempo si sono succedute nel passaggio dalla CSR alla sostenibilità. Dal dovere degli amministratori delle società di tener conto non solo della massimizzazione del profitto degli azionisti ma anche delle istanze degli *stakeholders* toccati dall’esercizio dell’attività di impresa, si è passati – anche in ragione della crescente e generale sensibilizzazione alle tematiche della “sostenibilità” – alla loro considerazione, in sede economica o giuridica, con riguardo alle conseguenze sulle *performance* gestionali e finanziarie dell’impresa, al loro rilievo nella gestione e limitazione dei rischi di impresa e, infine, alla discussa, ma certo esistente, attenzione delle imprese ai temi della sostenibilità in ragione del fatto che importanti investitori istituzionali tengono sempre più conto della “sostenibilità” delle imprese nelle scelte di investimento. E ciò non solo per la crescente sensibilità dei risparmiatori verso prodotti finanziari sostenibili, ma anche in merito ad una valutazione di maggior rischio in capo alle imprese “non sostenibili” in relazione agli obiettivi di medio-lungo termine delle scelte di investimento. La locuzione “successo sostenibile” adottata, p.es., come obiettivo dei gestori di società quotate in forza del Codice di Autodisciplina, rende bene l’ambiguità tra la tensione al successo tradizionalmente legata alla massimizzazione del profitto e quella alla sostenibilità, legata invece a scelte non necessariamente compatibili con tale obiettivo.

In questo quadro generale le “regole” della sostenibilità sono eterogenee quanto gli obiettivi e le istanze che perseguono. Vari ordinamenti conoscono modelli societari – in Italia le società *benefit* – che prevedono in positivo che le imprese debbano bilanciare il perseguimento del lucro con finalità di beneficio comune e operare in modo sostenibile ovvero debbano prevedere statutariamente una ragion d’essere nel perseguire, nell’attività di impresa, uno o più obiettivi sociali e ambientali, come in Francia accade con la *société a mission*: un modello che pone la sostenibilità come tendenziale, ma preciso vincolo dell’attività di impresa alla quale può – anzi deve – essere sacrificato il fine della massimizzazione del profitto.

Sono regole queste che si collocano su un gradino più alto di quelle presenti in vari ordinamenti che pure prevedono che gli amministratori possano (o debbano) tener conto delle scelte di gestione dell’impatto sugli *stakeholders*; norme che non sono infrequenti e che nella loro formulazione lasciano significativo spazio alla discrezionalità degli amministratori. Discrezionalità che, peraltro, deve contemperarsi con il già segnalato rilievo crescente che sta assumendo la “sostenibilità” nell’ambito delle scelte gestorie: così, l’appena ricordata incidenza che può derivare dall’attenzione degli investitori istituzionali nelle loro scelte a tali tematiche, ovvero la gestione dei rischi climatico-ambientali.

Né mancano i primi esempi di norme cogenti che impongono alle imprese specifici obblighi nel nome della sostenibilità di impresa: il caso più significativo è, in Francia, la *loi* 27 marzo 2017 dove si prevede a carico di società che superino determinate di-

mensioni il dovere di apprestare un piano di vigilanza al fine di monitorare le operazioni poste in essere dalle varie società del gruppo anche al di fuori della Francia, affinché la delocalizzazione dei fattori produttivi non si traduca in violazioni dei diritti umani, delle libertà fondamentali, alla salute e alla sicurezza delle persone e all'ambiente. Si tratta cioè della opportuna presa d'atto del potere esercitabile dall'impresa che si realizza o all'interno di un gruppo delocalizzato o più ancora all'interno delle *supply chains* al fine di impedire che le tutele assicurate ai lavoratori dei paesi industrializzati siano, p.es., negate ai lavoratori che stanno all'inizio della *supply chain*. Un salto di qualità – almeno in linea di principio – che affida a norme cogenti sugli assetti organizzativi la prevenzione e la repressione delle violazioni che dovessero compiersi nell'ambito delle *supply chains*, proprio in ragione del controllo che l'impresa può avere quale acquirente dei prodotti, quale committente o appaltatrice. Regola che dovrebbe porre l'impresa dinanzi all'alternativa di non esercitare la propria attività tramite sue controllate o utilizzando subfornitori non solo quando rilevano le violazioni in questione ma anche quando non sono in grado di verificare e gestire effettivamente i rischi di violazione dei diritti umani, della salute, della sicurezza ambientale.

Nella descritta eterogeneità delle regole che compongono l'articolato mosaico degli interventi dedicati a dare corpo alle regole sulla sostenibilità dell'esercizio dell'attività di impresa però, il primo (e forse ancora l'unico) punto fermo è rappresentato dalle regole sull'informazione non finanziaria, di matrice comunitaria e in vigore anche nel nostro ordinamento.

In linea di principio, come è noto, tali regole attualmente non pongono specifici doveri gestori a carico degli amministratori diversi dall'assolvimento dell'obbligo informativo: il legislatore, comunitario e nazionale, chiede alle imprese di dare al mercato e al pubblico una informazione sul modo con il quale esse affrontano i vari temi riassumibili nella sostenibilità dell'esercizio dell'attività economica. Ma anche in questo ambito si lascia comunque – almeno formalmente, ma si dirà subito dell'evoluzione normativa in atto – all'impresa sia di adottare modelli informativi differenti da quelli previsti in sede comunitaria, sia di non dar corso all'informazione (*recte*: di non aver nulla da informare) sulle politiche di sostenibilità, spiegandone le ragioni. La scelta del legislatore comunitario, del resto, è stata non di rado, specie ai suoi albori, ricondotta ad una sorta di *soft law*, intesa proprio nel senso di affidare all'informazione il compito di accompagnare le imprese ad una crescente consapevolezza e attenzione del rilievo delle tematiche in oggetto; non solo perché la norma esige che di ciò l'impresa dia informazione, ma anche perché la considerazione delle tematiche oggetto dell'informazione non finanziaria rileva (o dovrebbe rilevare) ai fini dell'esercizio di una diligente gestione dell'impresa sotto vari profili.

L'evoluzione delle regole sull'informazione non finanziaria, in realtà, nel volgere di poco tempo – e sulla spinta della rilevanza delle istanze di cui si fa portatrice (e in particolare con riferimento alle tematiche climatico-ambientali, ma riferendosi anche al più ampio suo oggetto) – pur mantenendo formale ossequio alla sua funzione informativa del mercato ha assunto un rilievo oggettivo e una complessità di contenuto di rilevante portata, destinato ad esser ulteriormente esteso se e quando giungerà al termine l'iter di approvazione della proposta di modifica alla direttiva in corso di discussione.

Ed è proprio a queste regole che si rivolgono queste brevi riflessioni, proprio perché, ben può dirsi, da esse è nato ed è cresciuto un quadro normativo che sulla base di

fonti diverse già ora ha assunto un carattere di complessità rilevante e che ha superato lo stadio di *soft law* (almeno per quel che riguarda gli oneri informativi) e che si appresta, se la proposta di modifica sarà approvata, a rendere l'informazione non finanziaria – anzi, secondo la nuova definizione della proposta di modifica, l'informazione sulla sostenibilità – fonte di più stringenti e puntuali oneri per le imprese alle quali si applica.

Può esser dunque utile, in queste note, soffermarsi prima sull'evoluzione della disciplina dalla direttiva ad oggi e così in particolare su alcune comunicazioni della Commissione *medio tempore* intervenute dopo l'approvazione della direttiva, e poi analizzare le principali modifiche attualmente in discussione.

2. *Regole e sostenibilità. L'informazione non finanziaria e la sua evoluzione sino alla proposta di direttiva del 21 aprile 2021.* – Se non esiste un “testo unico” delle regole sulla “sostenibilità” nell'esercizio dell'impresa e se molti sono i luoghi in cui la “sostenibilità” si candida a svolgere il ruolo di ispiratrice o ragione di determinati provvedimenti normativi nazionali, ovvero di raccomandazioni od obiettivi di organizzazioni internazionali, comunitarie o italiane, la principale “fonte” normativa in materia nel nostro ordinamento è rappresentata certamente dalle regole sull'informazione non finanziaria comunitarie tradotti poi, nel nostro ordinamento, nel d.lgs. 254/2016, con particolare riferimento all'art. 3.

Nell'ambito delle regole comunitarie, i testi a carattere normativo che vengono principalmente in considerazione sono la direttiva 2014/95; la comunicazione CE 2017/C 215/01, e la comunicazione CE/2019/C 209/01. Per quanto la loro forza normativa sia ovviamente diversa, la loro lettura in progressione rivela con chiarezza il crescente riferimento alla “sostenibilità” dell'attività di impresa, nel senso più ampio del termine: si può dire che la “sostenibilità” dell'esercizio dell'attività di impresa rappresenta il filo rosso delle regole e degli orientamenti rivolti alle imprese affinché adempiano in modo “rilevante, utile, coerente e comparabile”<sup>2</sup> alla comunicazione delle informazioni non finanziarie.

In particolare merita di essere segnalata l'evoluzione che nel breve volgere di pochi anni ha conosciuto la regolamentazione comunitaria, anche per comprendere in quale direzione essa si sia mossa con riguardo al tema della sostenibilità.

Partiamo dalla direttiva 2014/95.

Essa, sin dall'inizio dei considerando, indica quale suo antecedente diretto le risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla «Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile» e sulla «Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva». Dunque, si conferma che la CSR è la fonte ispiratrice della direttiva. E tale conferma si trae con chiarezza nuovamente dai considerando, nei quali già compare il riferimento alla *sostenibilità*. Pur se nella parte dispositiva della direttiva manca un riferimento alla sostenibilità o allo sviluppo sostenibile la direttiva sottolinea “l'importanza della comunicazione, da parte delle imprese, di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti ad esempio i fattori sociali e ambientali, al fine di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consuma-

---

<sup>2</sup>Per usare le parole della “nota importante” della Comunicazione CE/2019/C 209/01.

tori”. L’informativa diventa strumento per gestire la transizione verso “*un’economia globale sostenibile*”: economia che dovrebbe caratterizzarsi “coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell’ambiente”. In tale contesto, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario ha il fine di contribuire a misurare, monitorare e gestire i comportamenti delle imprese e il relativo impatto sociale. Ancora si sottolinea che l’informazione “dovrebbe comprendere la descrizione delle politiche applicate in materia, dei risultati conseguiti e dei rischi connessi”<sup>3</sup> in relazione ai diversi temi individuati dalla direttiva e poi trasposti nelle varie leggi nazionali che l’hanno adottata. La direttiva appare così ispirata ad una visione della CSR (nel cui ambito colloca la sostenibilità) intesa come sollecitazione alle grandi imprese di perseguire il fine di una economia sostenibile e di evitare che l’esercizio dell’attività di impresa possa avere un impatto pregiudizievole sugli *stakeholders*, in relazione ai vari ambiti in essa indicati.

La direttiva, peraltro, non è stata letta – né voleva esserlo – come un espresso obbligo di legge, su base comunitaria, di tener conto degli interessi degli *stakeholders*. I doveri si collocano sul piano informativo: le grandi imprese dovranno dotarsi di assetti organizzativi e di professionalità adeguate specifiche per poter fornire una informativa non finanziaria veritiera, corretta e completa, coerente con le indicazioni che la normativa o i migliori standard prevedono<sup>4</sup>. E dunque un dovere di dar conto al lettore dell’informativa di quanto “sostenibile” sia l’esercizio dell’attività di impresa.

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

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

<sup>3</sup> Si legge altresì nei considerando che la dichiarazione di carattere non finanziario dovrebbe altresì “contenere informazioni sulle procedure in materia di dovuta diligenza applicate dall’impresa, tra l’altro per quanto riguarda le catene di fornitura e subappalto delle imprese, ove opportuno e proporzionato, onde individuare, prevenire e attenuare le ripercussioni negative esistenti e potenziali”. Un riferimento, può rilevarsi, meno stringente rispetto all’intervento incisivo della legge francese di cui si è già detto in tema di *supply chain*.

<sup>4</sup> Sul tema degli indicatori di prestazione e sugli standard di misurazione adottabili per valutare se una società può dirsi *compliant* si dirà più avanti.

l'informativa non finanziaria su questi temi, e così anche della sostenibilità dell'attività di impresa<sup>5</sup>.

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

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

Il secondo profilo riguarda il significato che la Comunicazione 2017 attribuisce al tema dei rischi della loro gestione. Essa in coerenza con la direttiva, chiede alle imprese di informare dei rischi principali che possono derivare dall'attività di impresa, e di indicare i modi della loro gestione. Il rischio, in tale ambito, può assumere due accezioni. La prima – che era quella più immediatamente risultante dalla direttiva – riguarda la gestione del rischio delle ripercussioni negative che l'impatto dell'attività di impresa poteva provocare agli *stakeholders*. La seconda riguarda l'invito alle imprese a spiegare come i “rischi principali possono influenzare il loro modello aziendale, le loro operazioni, i loro risultati finanziari e l'impatto delle loro attività”. L'informativa non finanziaria diviene, in questo significato, un elemento di valutazione della gestione dei rischi da parte dell'impresa, e non solo di come l'impresa tiene conto degli interessi degli *stakeholders*.

Questa impostazione si manifesta in modo assai più netto nella Comunicazione 2019 sul clima. Nel quadro più generale degli Accordi di Parigi e del piano di azione comunitario per finanziare la *crescita sostenibile*, l'informazione non finanziaria diventa un elemento centrale per raggiungere l'obiettivo di “riorientare i capitali” verso *inve-*

---

<sup>5</sup> Si pensi, p.es., all'esempio della tutela dei diritti umani dei lavoratori nell'ambito di una *supply chain*: la comunicazione indica, in sede di politiche di gestione, che “l'impresa può prendere in considerazione la divulgazione di informazioni rilevanti sui rischi di danno legati ai diritti umani e alla tutela del lavoro e dell'ambiente nella sua catena di fornitura e subappalto, nonché sulle modalità adottate dall'impresa per gestire e attenuare le potenziali ripercussioni negative” (Nota sul punto e 17 ss. della comunicazione). Ebbene: voler rendere in modo corretto una informazione non finanziaria di questo tipo implica una struttura organizzativa tale da poter effettivamente verificare i comportamenti dei fornitori o subappaltatori nei luoghi ove essi operano, in relazione alla quale si illustrano ai lettori dell'informazione non finanziaria le politiche adottate al riguardo e alla effettiva capacità di farle concretamente applicare.

*stimenti sostenibili* e “gestire i rischi finanziari indotti dai cambiamenti climatici e da altri problemi ambientali e sociali” per promuovere una “visione a lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche”.

La Comunicazione 2019 richiama quanto già emergeva dalla Comunicazione 2017, con affermazioni ancor più nette. L’impatto dell’attività di impresa, e così la sua sostenibilità “climatico-ambientale”, assume così una doppia rilevanza:

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

– la seconda, legata all’impatto dell’attività dell’impresa, attiene alla rilevanza ambientale e sociale, e dunque è rivolta ai cittadini, ai consumatori, i dipendenti, i *partner* commerciali, le comunità e le organizzazioni della società civile. Ma, sottolinea la Comunicazione 2019, gli investitori, nel compiere le scelte di investimento, sono pure interessati a valutare l’incidenza del fattore climatico.

Ciò si traduce in due tipi di rischi a cui si espone l’impresa, quelli di ripercussioni negative sul clima e quello di ripercussioni negative sull’impresa. Questi ultimi rischi – definiti fisici o di transizione – sono appunto quelli che toccano i risultati finanziari e il valore dell’impresa<sup>6</sup>.

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

Dunque, così come gli amministratori, anche nell’esercizio dell’attività di *compliance*, devono verificare se la società è, sotto il profilo organizzativo, adeguatamente strutturata per identificare, prevenire e mitigare i rischi classici legati alla specifica attività di impresa e verificare la conformità dell’operato degli amministratori e del *management* alle regole fissate dalla normativa rilevante, allo stesso modo dovranno adottare le misure necessarie per identificare, prevenire e mitigare i rischi patrimoniali e finanziari legati alle tematiche dello sviluppo sostenibile<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Lungo è l’elenco dei rischi di transizione e fisici che la Comunicazione 2019 individua per le imprese che non perseguono politiche volte a contenere l’impatto negativo dell’attività di impresa sul clima, fra cui anche quello reputazionale.

<sup>7</sup> Per un esempio: l’all. 1 dedicato agli orientamenti complementari per le banche e le imprese di assicurazione la Comunicazione 2009 infatti non solo indica – con ampiezza di dettaglio – le informazioni non finanziarie relative al fattore climatico che le imprese bancarie e assicurative debbono dare con riferimento all’esercizio della loro specifica attività di impresa (che attengono alle politiche e alla procedure di dovuta diligenza), ma inserisce nel contenuto dell’informativa non finanziaria, p.es., se e in che modo l’ente prende in considerazione il fatto che le controparti contrattuali tengano in conto rischi e opportunità legate al clima. Il che si lega alle indicazioni della Comunicazione sulla gestione dei rischi, con l’esplicito riferimento di come il rischio climatico sia preso in considerazione nella gestione dei rischi, sia in ambito reputazionale, sia in relazione alle attività di prestito, di investimento e assicurativa. Dunque, in questa prospettiva, è evidente che per esser realmente *compliant* non solo a una corretta informazione non finanziaria ma a una corretta gestione del rischio tipico di impresa le politiche climatiche si risolvono non solo e non tanto nel fatto, p.es., che la banca, investitori e assicuratori adottino politiche di consumo di energia virtuose, ma la gestio-

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

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

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

3. *La proposta di modifica della direttiva: l'informazione societaria sulla sostenibilità. Un cenno al profilo dei controlli.* – In questo quadro di riferimento si colloca la proposta di modifica della direttiva. Si tratta di un intervento rilevante che mira a rafforzare il ruolo dell'informazione quale strumento di governo dei temi della sostenibilità dell'esercizio dell'attività di impresa, nelle già ricordate sue varie declinazioni: e su questi temi ci si soffermerà subito. Prima però merita di esser subito notato – sia pur in termini essenziali – che la proposta di modifica della direttiva dedica una significativa attenzione al profilo dei controlli in merito all'informazione societaria sulla sostenibilità. La proposta di modifica, infatti, interviene in modo rilevante sulla direttiva della revisione legale dei conti per delineare un modello specifico di certificazione della conformità ai principi sulla informativa societaria annuale e consolidata sulla sostenibilità. In particolare, la proposta di direttiva introduce regole precise volte ad assicurare la professionalità del soggetto che svolge la certificazione della conformità alla legge dell'informativa sulla sostenibilità. Ciò sottolinea l'autonomia dell'informazione sulla sostenibilità sotto il profilo della competenza necessaria non solo in sede di sua redazione, ma anche nella fase del controllo rispetto all'informativa finanziaria e l'insufficienza – in astratto – delle competenze in materia finanziario-contabile a svolgere un controllo adeguato sul “bilancio” di sostenibilità.

Sotto il profilo sistematico, la proposta di modifica della direttiva in materia si col-

---

ne di questo rischio richiede anche l'analisi dei comportamenti e delle situazioni in cui si trovano le imprese finanziate o assicurate, ovvero agli emittenti di strumenti finanziari in cui si intende investire i patrimoni gestiti o assicurati.



loca all'interno della direttiva sulla revisione legale dei conti, all'art. 26 *bis*, e così all'interno della direttiva che disciplina i principi dell'informazione finanziaria; inoltre e in coerenza con tale scelta, affida alla commissione il compito di adottare, con regolamento delegato, i "principi di certificazione della conformità dell'informativa della sostenibilità" secondo i canoni, anche lessicali, che normalmente si ricollegano alla certificazione legale dei conti, ma che certamente mutano in ragione del mutare dell'oggetto della certificazione. Così la proposta di modifica della direttiva sostituisce all'art. 39, par. 6, le lettere da *a*) a *d*) per integrare le regole sul controllo contabile con i vari compiti cui il revisore è tenuto per ben adempiere alla certificazione della conformità dell'informativa sulla sostenibilità.

Più in generale, si può dire che la proposta di direttiva con riguardo all'implementazione della certificazione di sostenibilità mira a replicare – pur nella diversità dell'oggetto – il modello del controllo legale dei conti. In linea di principio la proposta muove dall'adozione nel modello di revisione di *limited assurance*, ma nel contempo ha lasciato la porta aperta ad una implementazione del modello della *reasonable assurance* a riprova del fatto che la equiparazione, sul piano della certificazione, dell'informazione finanziaria e quella di sostenibilità sono destinate ad allinearsi. Il che, se da un lato ciò contribuisce a creare un modello certificativo che tende a equiparare l'importanza della certificazione di sostenibilità a quella finanziaria, dall'altro apre anche ad una lettura sinergica delle due certificazioni così e nuovamente indirizzandole su un piano di pari dignità e di pari rilievo nella funzione informativa al mercato e ai soggetti interessati. Rafforza questo convincimento il già richiamato riferimento all'art. 39, par. 6 della proposta di modifica di direttiva, nella quale, *p.es.*, con chiarezza si chiede al revisore di spiegare agli organi di gestione e controllo come, sia la revisione legale dei conti, sia l'attività di certificazione dell'informativa sulla sostenibilità, abbiano contribuito all'integrità dell'informativa finanziaria e di quella della sostenibilità. Insomma: adempimento delle regole sull'informazione finanziaria e sull'informazione sulla sostenibilità e loro certificazione non sono mondi separati, ma compongono un sistema nel quale l'informazione sulla sostenibilità assume pari dignità e implica pari attenzione a carico dei gestori: e la proposta di direttiva si muove con chiarezza su questa linea.

4. *L'ambito di applicazione.* – Il cuore della proposta di direttiva è costituito proprio dal diverso approccio alla regolamentazione della informativa sulla sostenibilità.

I considerando della proposta di direttiva sottolineano che alcune caratteristiche della normativa vigente si sono rivelate inadeguate ad assicurare gli obiettivi affidati all'informazione non finanziaria.

Gli obiettivi e le correlate aspettative sono ambiziosi: alla riforma dell'informazione non finanziaria infatti viene attribuita la capacità di contribuire a rafforzare l'economia sociale di mercato, generando "stabilità, posti di lavoro, crescita e investimenti" e una ripresa dalla pandemia "sostenibile, inclusiva e equa".

I fini sono nobili, e allo stesso tempo le aspettative appaiono rilevanti, e, forse, sovrastimate.

Conviene dunque cercare di individuare quale sia la direzione che si intende percorrere in sede comunitaria per coniugare l'attività di impresa e la sua sostenibilità, nell'accezione molto allargata che nel tempo si è andata sviluppando.

Guida preziosa in questa prima ricognizione sono ancora sia i “motivi” e gli “obiettivi” della proposta, sia i molti “considerando” che precedono le concrete proposte di modifica della direttiva. In questa breve riflessione sulle possibili evoluzioni dell’informazione non finanziaria, si cercherà di compiere, più che un’analisi specifica della proposta di direttiva, una traccia delle sue linee portanti.

La proposta segna anzitutto la volontà di estendere la platea dei soggetti sottoposti all’obbligo dell’informazione sulla sostenibilità: sia pur con previsioni volte a rendere meno costoso l’assoggettamento all’obbligo informativo e, per alcuni casi, a concedere un significativo differimento dell’entrata in vigore delle modifiche, la volontà del legislatore europeo di allargare l’ambito di applicazione della disciplina appare chiara e non revocabile.

Le linee di intervento volte ad estendere l’ambito di applicazione dell’informativa di sostenibilità si rivolgono – sul piano dell’attività svolta dalle imprese – all’applicazione delle regole alle imprese assicurative e agli enti creditizi che abbiano determinati requisiti dimensionali, sganciandosi quindi dai criteri previsti per le altre imprese e in particolare dal requisito della quotazione sul mercato. Tale scelta si ricollega a quanto già in precedenza le comunicazioni e raccomandazioni in sede comunitaria avevano rilevato. E cioè che le banche e le assicurazioni si collocano in pieno nell’ambito del c.d. principio di doppia rilevanza dell’informazione sulla sostenibilità, essendo non solo destinatari dell’obbligo informativo, ma e forse con maggior rilievo, come soggetti “passivi” e qualificati fruitori dell’informativa di sostenibilità sul piano dei rischi che le imprese finanziate o assicurate possano correre trascurando i temi della sostenibilità di impresa. Il che rende la loro informazione particolarmente rilevante per i loro utilizzatori, appunto per valutare sia l’impatto di tali imprese sulla società e sull’ambiente sia i rischi che affrontano in relazione alle questioni di sostenibilità.

Nel contempo la proposta, su un piano “quantitativo”, reputa insufficiente il novero delle imprese che, in base ai criteri attuali, è soggetto all’informativa non finanziaria: la scelta di allargare il novero delle imprese sottoposte alla informativa sulla sostenibilità è, nella prospettiva della proposta di direttiva, volta a tutelare principalmente l’interesse del fruitore dell’informativa, nel cui novero, come rilevato, sono ricompresi gli investitori.

Al riguardo, è interessante notare come l’esito dei commenti alla proposta di modifica della direttiva abbia visto le principali associazioni di imprese contrarie a tale estensione, là dove la maggioranza delle organizzazioni sindacali e della società civile hanno manifestato la loro propensione ad un ampliamento dell’ambito di applicazione della direttiva comprensivo delle PMI e delle imprese di grandi dimensioni non quotate. Ma è altrettanto significativo rilevare che – a testimonianza della evoluzione della disciplina dell’informazione sulla sostenibilità come tassello importante delle scelte di investimento nelle imprese – sia stata avanzata una richiesta di introduzione di obblighi di informativa sulla sostenibilità anche per le PMI, pur proporzionati alle dimensioni dell’impresa, specie se quotate in borsa.

L’esito della proposta di direttiva sul punto è quello di modificare l’ambito di applicazione soggettivo degli obblighi informativi estendendolo a tutte le imprese di grandi dimensioni e a tutte le imprese con valori mobiliari quotate nei mercati regolamentati dall’UE ad eccezione delle microimprese. Si tratta di una scelta di compromesso tra le citate istanze provenienti dai diversi soggetti interessati. Indubbiamente però la scelta

della proposta di direttiva è coerente con un rafforzamento del ruolo dell'informazione sulla sostenibilità ed era – se così può dirsi – annunciata dalla significativa implementazione sul piano regolamentare del concreto contenuto dell'informazione non finanziaria. Se la proposta fosse approvata integralmente si stima che il numero delle imprese soggette alla informazione sulla sostenibilità quadruplicherebbe<sup>8</sup>.

Il tempo dirà se queste scelte siano prodromiche di ulteriori, future espansioni del novero delle imprese assoggettabili alla informativa sulla sostenibilità: è, ovviamente, una questione di costi e di proporzionalità a fronte di imprese di limitate dimensioni. E tuttavia l'insistito richiamo all'importanza dell'informazione non finanziaria nell'ambito dell'obiettivo della sostenibilità di impresa sembra propendere per un ulteriore rafforzamento della disciplina anche sul piano dell'allargamento dell'ambito soggettivo di applicazione.

Al riguardo, può anche segnalarsi l'opportunità di meglio specificare la portata "traseuropea in relazione a imprese che siano allocate al di fuori della UE". L'informazione non finanziaria di gruppo rappresenta una risposta all'esigenza ora tratteggiata: tuttavia la globalizzazione dell'esercizio dell'attività di impresa richiede sul punto attenzione particolare se non si vuol vanificare il fine dell'informazione sulla sostenibilità dietro schermi societari o contratti "lontani".

5. *Cenni sul contenuto della informazione sulla sostenibilità nella proposta di direttiva.* – La proposta di direttiva dedica parte significativa delle modifiche all'attuale disciplina dell'informazione sulla sostenibilità e in particolare del contenuto di tale informazione. Lasciamo da parte il mutamento lessicale che ribattezza l'informazione non finanziaria quale "*informativa sulla sostenibilità*", contenitore capace di riferirsi alle varie istanze legate ai temi qui affrontati, e così l'indubbio ruolo evocativo della parola. Alla fine di tutto resta la norma, le sue evoluzioni sul piano precettivo, e le sue interpretazioni.

Il primo dato che val la pena di sottolineare nella proposta di modifica della direttiva in materia è, se non si va errati, un significativo cambio di prospettiva.

Infatti – e ciò è particolarmente sottolineato nei considerando 31 e 32 – la proposta di modifica intende abbandonare l'attuale principio per cui le imprese in forza degli artt. 19 *bis*, par. 1 e 29 *bis*, par. 1 della direttiva 2013/34/UE, possono non applicare politiche di sostenibilità, purché indichino una spiegazione chiara e articolata della scelta. Questa impostazione, sottolinea il considerando 31, ha portato in concreto "confusione" tra le imprese nell'attuazione dell'informativa non finanziaria, nel senso che ha reso meno chiara l'informazione e così non ha migliorato la qualità dell'informazione non finanziaria.

La scelta normativa che si profila nella proposta di direttiva è quella di superare questa opzione informativa. L'esito è che il contenuto dell'informativa sulla sostenibilità sarà, in modo tendenzialmente esaustivo, fissato in positivo dai principi di informativa sulla sostenibilità (artt. 19 *ter*, 19 *quater*, e *quinquies*) e, ancor più specificamente, dai regolamenti da adottarsi nei tempi previsti dall'art. 19 *ter*, co. 1, in generale e per le

---

<sup>8</sup> DI SARLI, *Una proposta di direttiva della Commissione UE in materia di Corporate Sustainability Reporting*, in NDS, 2021.

PMI dall'art. 19 *quater*. L'informativa sulla sostenibilità, dunque, nella proposta di direttiva assumerà un carattere più rigido, predeterminato e maggiormente standardizzato. I margini di flessibilità delle parti in merito al contenuto dell'informazione da rendere dovrebbero ridursi significativamente.

Particolarmente rilevante al riguardo è il considerando 32 della proposta. Viene meno, infatti, in caso di approvazione della direttiva il principio che consentiva alle imprese di utilizzare – per adempiere all'obbligo di informativa – *standard* diversi da quelli indicati o raccomandati nella disciplina attuativa dell'informazione non finanziaria. Tale libertà, afferma la proposta di direttiva, si è rivelata inefficace con riguardo alla qualità dell'informazione: in particolare, la “libertà” di modellare l'informazione ha portato alla difficile comparabilità delle informazioni ricevute oltre che alla non agevole fruibilità delle informazioni stesse. La scelta che si intende seguire con la proposta di direttiva è dunque l'abbandono della libertà del modello informativo, in favore di “principi comuni obbligatori”.

Va sottolineato che questa scelta (del resto riconosciuta nel citato considerando) segna un (ma non unico) elemento di evidente volontà di equiparare nella struttura e nella forma l'informazione sulla sostenibilità a quella della informazione finanziaria. E tale scelta è ancor più chiara se si considera quanto già detto in merito alle norme introdotte in tema di certificazione dell'informazione sulla sostenibilità che vede la sua disciplina entrare a far parte delle regole dettate nella direttiva sulla certificazione legale dei conti, con una scelta anche “topografica” che ne segna la stretta vicinanza “formale” alla certificazione del bilancio “tradizionale”.

Non è questa la sede in cui ripercorrere analiticamente il concreto contenuto della informazione di sostenibilità, significativamente arricchito rispetto all'originario testo normativo, ma già per larga parte indicato nelle comunicazioni e raccomandazioni precedenti alla proposta di direttiva: alcune linee portanti peraltro sono evidenti, e su un piano generale, la proposta di direttiva ribadisce e rafforza una serie di principi che nel tempo si erano consolidati negli interventi successivi alla direttiva 2014/95 UE.

Il primo principio riguarda la conferma e la accentuata attenzione alla cosiddetta doppia rilevanza che caratterizza l'informazione sulla sostenibilità.

Tale principio rileva al fine del corretto adempimento dell'obbligo informativo, e consiste – come si legge nella proposta di direttiva<sup>9</sup> – in ciò che le imprese (senza ambiguità, tiene a precisare il testo richiamato) debbono comunicare sia “le informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sulla loro attività, sia le informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto delle imprese sulle persone e sull'ambiente”.

Tale richiamo si ricollega direttamente ai doveri degli amministratori delle società tenute all'informazione: infatti l'informazione sulla sostenibilità è diretta, come ricorda ancora l'illustrazione della proposta della direttiva, ad una pluralità di fruitori e di soggetti interessati esterni all'impresa, sia all'impresa stessa e in special modo con riguardo ai rischi di sostenibilità e alla loro gestione.

I due profili della funzione dell'informazione sulla sostenibilità sono all'evidenza connessi nella visione della proposta di direttiva e nelle possibili conseguenze delle scelte degli amministratori.

<sup>9</sup> In particolare alla p. 15 della versione italiana del testo ufficiale della proposta.

La sanzione amministrativa che può derivare dalla inosservanza del dovere di rendere una informativa sulla sostenibilità conforme alle regole, infatti, è solo una – e neppure la più importante – delle conseguenze indicate dalla normativa (pur se naturalmente tali rischi sanzionatori crescono in ragione della complessità del contenuto dell’informazione).

In realtà, una volta posto l’obbligo di informativa sulla sostenibilità, quest’ultima si ritrova ad essere un tassello del sistema di gestione e controllo dell’impresa, variabile non solo in ragione dell’evoluzione normativa ma anche in ragione dei plurimi profili che si ricollegano alla gestione dell’impresa.

Come già rilevato, infatti, una corretta e adeguata informativa sulla sostenibilità è in primo luogo, elemento centrale di corretta valutazione interna dalle scelte gestorie. In particolare ciò rileva:

a) nella gestione dei rischi ricollegati alle conseguenze dell’attività di impresa svolta in modo non sostenibile e al correlato impatto sui vari temi rientranti nella sostenibilità, sia in termini di esposizione a rischi risarcitori verso terzi, sia in termini di perdite di opportunità di crescita e di accesso alle risorse messe in campo su scala nazionale o sovranazionale in favore dell’esercizio di attività di impresa sostenibile, sia sul piano reputazionale;

b) nella gestione dei rischi che si ricollegano all’esercizio dell’attività di impresa da parte di soggetti che sono esposti a subirli e derivanti dalla non sostenibilità della loro attività. Il già citato caso, p. es., dei rischi per le imprese bancarie e assicurative derivanti dall’impatto ambientale o climatico (ma non solo) da parte delle imprese finanziate o assicurate;

c) nella gestione del rischio di una inefficiente capacità di acquisire risorse finanziarie sul mercato dei capitali in ragione, p. es., dell’assenza dei requisiti di sostenibilità richiesti dal mercato e relativi appunto all’emissione di titoli “sostenibili” ovvero, in modo ancor più rilevante, a fronte dei segnali (pur non univoci e da molti ritenuti in odore di *windows dressing*) degli investitori istituzionali di non indirizzare i loro investimenti verso imprese che non abbiano un “rating” elevato di sostenibilità.

Il secondo principio che merita di esser sottolineato in punto di informazione sulla sostenibilità, riguarda il fatto che la proposta di direttiva segna anche una maggior attenzione – con correlativi obblighi – ai profili riguardanti la strategia, gli obiettivi, il ruolo del consiglio di amministrazione e dei *manager* con riferimento alle tematiche in questione, con essi il ruolo degli organi di controllo esterno e interno dell’impresa. Ciò, in particolare, proprio con riguardo al contenuto dell’informazione sulla sostenibilità: la proposta cioè rafforza l’informativa sul modo in cui, all’interno della società, si sia affrontata la tematica della sostenibilità dell’impresa. Dunque, e per usare una locuzione sintetica, quali assetti e quale *governance* applica la società nella ricerca, prima, e nella comunicazione, poi, dell’informazione sulla sostenibilità.

Il terzo dato rilevante nelle scelte in tema di informazione sulla sostenibilità sta nel richiamo a una informazione caratterizzata dalla valorizzazione di analisi e dati prospettici e retrospettivi, con informazioni che spazino dal breve al lungo periodo là dove sia ragionevole richiederle. Dunque non una informazione “statica” ma che, al pari dell’informazione finanziaria, sia caratterizzata in modo tale sia in grado di monitorare le tematiche non finanziarie e di trarne una visione di insieme che guidi le scelte di tipo gestorio.

Infine, segno importante dell'appartenenza dell'informativa sulla sostenibilità a pieno titolo nella informazione finanziaria e gestionale della società sta in ciò: è fatto obbligo per le imprese di comunicare le informazioni sulla sostenibilità in uno con la relazione di gestione. Un segno formale, ma chiaro di unitarietà del sistema dell'informazione societaria che dovrebbe far superare ogni residua lettura dell'informazione sulla sostenibilità come una appendice eterodossa della "contabilità" di impresa.

6. *Una breve chiusa: chi misura e come la "sostenibilità"*. – Queste sintetiche notazioni dell'evoluzione dell'informazione di sostenibilità o non finanziaria rendono chiare la complessità e l'importanza del tema qui tratteggiato.

In realtà, il tema forse più rilevante della disciplina dell'informazione sulla sostenibilità e della sua progressiva costruzione di un sistema di regole non meramente "informativo", riguarda i criteri di misurazione della sostenibilità delle imprese e, soprattutto, la loro armonizzazione.

Anche questo aspetto trova spazio nella proposta di direttiva nell'ambito del processo di individuazione dei nuovi standard obbligatori da applicare in sede di informativa di sostenibilità. Un ruolo importante è infatti riservato all'EFRAG che si pone in prima linea nell'individuazione ed elaborazione degli standard informativi, secondo una tabella di marcia che dovrebbe anche introdurre una specificazione degli standard in relazione all'oggetto e alle caratteristiche dell'attività d'impresa: dato questo centrale affinché l'informativa sulla sostenibilità non si traduca nell'elencazione di informazioni astratte o generiche e siano, invece, tarate proprio sui profili di sostenibilità dell'attività rilevanti per la specifica impresa o, più opportunamente, per categorie di impresa. E al riguardo gli standard che verranno individuati dovranno anche tener conto della Taxonomy Regulation che appunto classifica – anche a questi fini – le attività economiche al fine di rendere gli standard non solo appropriati ma anche coerenti. Pure va sottolineato come l'informativa sulla sostenibilità e i relativi standard sono pensati, in sede comunitaria, in stretto collegamento con le regole in tema di *reporting* previsti per gli operatori del mercato finanziario che collocano o consigliano strumenti finanziari sostenibili.

Va, peraltro, considerato che tale processo ha già portato, e in modo che può dirsi ormai maturo, al sorgere di "agenzie" che offrono alle imprese sia consulenza sull'informazione di sostenibilità, sia – soprattutto – la "misurazione" della sostenibilità dell'impresa che dovrebbe poi trovare la sua comunicazione sul mercato a mezzo dell'informativa periodica al riguardo. E del resto e come si è già detto ciò aveva portato la UE, nelle sopra indicate Comunicazioni successive all'introduzione della informativa non finanziaria, a indicare alle imprese una serie di "agenzie" al fine di misurare (e non solo descrivere in termini generici) il contenuto e la rilevanza dell'informazione non finanziaria; e questa linea non è certo venuta meno.

Va al riguardo osservato che la "misurazione" e la correlata informazione sulla sostenibilità ha un tasso del tutto peculiare di eterogeneità di ambiti di incidenza e, dunque, dei modelli e dei correlati indici di misurazione: e ciò ne rende particolarmente delicata la regolamentazione. Sotto il profilo finanziario sono già sul mercato fondi che indirizzano i loro investimenti verso imprese che godano di un particolare ranking di sostenibilità desumibile, appunto, dalle valutazioni di tali agenzie. Ma se dovesse farsi

strada, come appare, la tesi che l'informativa sulla sostenibilità sia chiamata a rivestire un ruolo importante anche in merito alla valutazione della corretta e diligente gestione delle società, nei termini che si sono in precedenza tratteggiati – e che la proposta certamente esalta, anche sotto il profilo della governance delle società, specie di grandi dimensioni – il ruolo di queste agenzie e dei parametri di misurazione della corretta informazione sulla sostenibilità si rivelerebbe di estrema rilevanza. E così se volessimo paragonare, sotto questo profilo, l'informazione finanziaria all'informazione sulla sostenibilità, avremmo che la prima si muove su un terreno ben arato di regole normative e contabili, assetti organizzativi e di controllo, almeno in astratto, ben delineati, e pensati per il perseguimento del fine tipico dell'impresa, il profitto e la massimizzazione del valore della partecipazione, nel quadro di regole pensate per conflitti di interessi sì molteplici ma coerenti. La seconda, invece, si vede chiamata a costruire, muovendosi su terreni incerti, doveri informativi e correlate regole di condotta con il fine di ottenere dalle società l'adozione di un modello di esercizio dell'impresa sostenibile che, senza sacrificare il profitto, tenga però conto dei vari, eterogenei interessi dei vari *stakeholders*. Tra scetticismo, debolezza e lacrime della politica – alla quale dovrebbe spettare il compito di porre i limiti all'esercizio dell'attività di impresa ove urtino contro beni primari a livello addirittura mondiale – la strada scelta dal diritto dell'unione Europea sembra volersi indirizzare verso una “spinta gentile”, ma ferma, all'esercizio di un'impresa sostenibile. Gli obiettivi perseguiti con l'informazione sulla sostenibilità meritano che ci si muova su questa strada, e che anzi si debba e si possa per i temi di maggior urgenza (penso sempre in primo luogo ai diritti umani dei più deboli, schiavi o lavoratori sottopagati al fondo delle *supply chain*) adottare regole più severe di comportamento a carico delle imprese per contrastare tali fenomeni, come già alcuni paesi hanno fatto. L'informazione sulla sostenibilità non può certo essere la soluzione ai grandi problemi che si vorrebbe affidarle: è piuttosto un tassello di un complicato mosaico attorno al quale gli interessi in gioco sono molteplici e non tutti vanno nella stessa direzione.

# SOSTENIBILITÀ ED ECONOMICITÀ DELL'IMPRESA: PRIME RIFLESSIONI

di *Elisabetta Loffredo*

SOMMARIO: 1. L'autonomia della questione della sostenibilità. – 2. Responsabilità, sostenibilità e società azionarie: i temi e la sintesi del dibattito. – 3. Dall'esperienza delle società alla sostenibilità dell'impresa: ragioni e angolatura di un arretramento nell'oggetto dell'analisi. – 4. Problemi particolari della sostenibilità nelle imprese di minore dimensione. – 5. La sostenibilità dell'attività d'impresa e gli strumenti competitivi fondati sulla comunicazione. – 6. Sostenibilità ed economicità dell'impresa tra vincoli e incentivi. – 7. Le potenzialità propulsive della sostenibilità spontanea e dell'innovazione sostenibile.

1. *L'autonomia della questione della sostenibilità.* – L'urgenza sempre più pressante della questione ambientale e della giustizia sociale negli ultimi anni ha messo in luce l'indifferibilità di radicali cambiamenti nei modelli della produzione e del consumo, alla quale le Comunità degli Stati, le Organizzazioni internazionali e le Istituzioni di ogni livello hanno risposto con un'accelerazione nel ritmo della loro mobilitazione e un cambiamento di registro degli interventi diretti a darvi impulso.

Da tempo la sostenibilità identifica uno degli assi portanti dello sviluppo dell'Europa, codificati nell'art. 3, par. 3, del Trattato sull'UE, ed era già stata integrata nelle strategie di azione adottate nel 2010 per il successivo decennio; essa risultava inoltre inclusa tra le espressioni della responsabilità sociale delle imprese<sup>1</sup> nel contesto delle iniziative con le quali gli attori internazionali da più di due decenni ne hanno promosso l'adozione. Tuttavia, è solo dal 2015 che la *sustainability* ha assunto la dimensione di una questione autonoma, da affrontare secondo una direttrice di intervento specifica, e rilevanza anche in termini di diritto positivo.

Di questo movimento globale verso la sostenibilità, perseguita con una certa retorica nel contesto europeo, sono tratti evidenti la nascita e il consolidarsi di una fraseolo-

---

<sup>1</sup> Per non citare che alcune tra le numerose tappe del percorso per la responsabilizzazione delle imprese, è sufficiente qui richiamare il programma *Global Compact* delle Nazioni Unite, presentato nell'ambito del World Economic Forum di Davos del 1999, e approvato dal Comitato economico e sociale nel 2000, che definiva il decalogo dei principi sulla tutela del lavoro, dell'ambiente e dei diritti umani; gli strumenti varati dall'OCSE per le multinazionali (*Guidelines for Multinational Enterprises*, OECD 2011 Edition), che raccomandano, pur senza fissare degli standard, la rendicontazione degli impatti sociali e, rispetto agli effetti sull'ambiente, dichiarazioni adeguate, misurabili e ove possibile verificabili. A queste si è aggiunta poi la OECD (2018), *Guida dell'OCSE sul dovere di diligenza per la condotta d'impresa responsabile*, che supporta le imprese nel processo di attuazione del dovere di diligenza previsto dalle precedenti Linee guida, implementando la *Responsible Business Conduct* "nelle politiche imprenditoriali e nei sistemi di gestione dell'impresa". Quanto al percorso dell'Unione europea se ne può leggere la ricostruzione nel documento della Commissione Europea, *Corporate Social Responsibility, Responsible Business Conduct, and Business & Human Rights. Overview of Progress*, marzo 2019.



gia della sostenibilità, che nella lingua italiana si sviluppa nelle locuzioni “economia sostenibile”, “sviluppo sostenibile”, “crescita sostenibile”, “consumo e produzione sostenibili”, “capitalismo sostenibile”, “uso sostenibile”, e nelle declinazioni tematiche (eco-sostenibilità, sostenibilità ambientale, sostenibilità sociale) e settoriali del concetto (finanza sostenibile, agricoltura sostenibile, mobilità sostenibile, turismo sostenibile, e così via). Essa contrassegna, oltre a nuove denominazioni di enti, organismi pubblici e articolazioni delle istituzioni<sup>2</sup>, il nutrito e variegato corpo di documenti e strumenti – nei quali effettivamente persiste un certo tasso di vaghezza<sup>3</sup>, forse più che del termine dell’uso enfatico che se ne fa –, con la quale si mira non più solo a diffondere e promuovere una generica sensibilità e attenzione per il tema<sup>4</sup>, ma a rendere effettiva la presa in carico dei problemi e a far sì che vi si dia risposta con soluzioni innovative capaci di concreta attuazione.

Se, infatti, come chiave di lettura del concetto si adopera quella della *compatibilità* durevole tra sviluppo e rispetto delle condizioni e delle tutele sociali e ambientali, economiche, di equità, così enucleandolo all’interno di quello più generale di responsabili-

---

<sup>2</sup>Basti pensare, in ambito europeo, all’Osservatorio sullo sviluppo sostenibile creato presso il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE), o nel contesto nazionale al cambiamento di significato dell’acronimo identificativo dell’Enea, ora Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l’energia e lo sviluppo economico sostenibile, o all’istituzione della Direzione generale per la crescita sostenibile e la qualità dello sviluppo, dell’attuale Ministero della Transizione Ecologica (MITE).

<sup>3</sup>Per la messa a nudo della vaghezza dell’espressione alla quale corrisponde l’enfasi con cui si è propalata negli atti e nei documenti di istituzioni, cfr. M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 21 ss.

<sup>4</sup>A seguire l’input delle Nazioni Unite rappresentato dall’Agenda 2030 adottata nel settembre 2015, gli indirizzi e le prospettive di attuazione della Unione europea, che già dal 2010 aveva integrato la crescita sostenibile nella strategia Europa 2020 (COM(2010) 2020 def), e aveva preso in carico la crescita sostenibile con le Risoluzioni del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013, *Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile* 2012/2098 (INI) e *Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva* (2012/2097(INI)), trovano poi espressione operativa in una nutrita serie di documenti e atti successivi della Commissione Europea. Il quadro di riferimento, senza pretesa di completezza, comprende gli interventi avviati con la Com. *Il futuro sostenibile dell’Europa: prossime tappe L’azione europea a favore della sostenibilità*, COM(2016) 739 final, del 22.11. 2016, seguita dal *Documento di riflessione. Verso un’Europa sostenibile entro il 2030*, COM(2019) 22 final, del 30.1.2019, al quale fanno seguito l’iniziativa del *Green Deal* europeo varata dalla Commissione con la com. COM(2019) 640 final, del 11.12.2019, nel quale la sostenibilità nelle sue diverse accezioni è messa al centro dell’azione politica, e la contemporanea adozione della *Strategia annuale di crescita sostenibile 2020* (COM(2019) 650 final, del 17 dicembre 2019). Dalle direttrici del *Green Deal europeo*, sono poi derivate le diverse comunicazioni della Commissione in materia di economia: quelle del marzo 2020: COM(2020)102 final, *Una nuova strategia industriale per l’Europa*; COM(2020) 103 final, *Una strategia per le PMI per un’Europa sostenibile e digitale*; COM(2020) 98 final, *Un nuovo piano d’azione per l’economia circolare. Per un’Europa più pulita e più competitiva* – a base anche della successiva Risoluzione del PE del 10 febbraio 2021, *Nuovo piano d’azione per l’economia circolare* (2020/2077(INI)). Settorialmente vanno inoltre ricordate, nel settore climatico-ambientale, la comunicazione sul pacchetto *Pronti per il 55%: realizzare l’obiettivo climatico dell’UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica* ((COM(2021) 550 final); in ambito alimentare, la com. *Una strategia “Dal produttore al consumatore” per un sistema alimentare equo, sano e rispettoso dell’ambiente* ((COM(2020) 381 final)), e in ambito finanziario l’*Action Plan: Financing Sustainable Growth* (COM (2018) 97 fin, dell’8 marzo 2018), cui ha fatto seguito il Reg. (UE) 2020/852, del 18 giugno 2020, relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, e da ultimo la COM(2021) 188 final, *Tassonomia dell’UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, del 21.4.2021, ai quali si farà riferimento più specificamente nel testo. Per una ricostruzione delle fonti di diverso livello si rinvia a M.C. CATAUDELLA, *Il sostegno del legislatore internazionale e nazionale allo sviluppo sostenibile*, in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. MASSA, Torino, 2019, 35 ss.

tà sociale<sup>5</sup>, esso si precisa nella valenza di un segnale che tende a incanalare l'intero sistema di produzione e consumo, finanza, alimentazione, mobilità, sfruttamento delle risorse (naturali, energetiche e di diverso genere) sul corrispondente percorso.

Ma l'obiettivo di una *reale* sostenibilità dell'economia e dello sviluppo sembra richiedere in più lo slittamento netto dell'impegno degli operatori economici dal piano delle dichiarazioni d'intenti e dell'adesione di facciata a principi e manifesti, alla dimensione dell'azione effettiva.

Pare questa l'idea che fonda le iniziative che, nel contesto degli obiettivi prioritari delle istituzioni europee, segnano l'avvio di un duplice cambiamento di approccio.

Il primo, decisamente radicale, attiene al passaggio dal volontarismo, indotto da azioni di *moral suasion* e di misure premiali, alle regole prescrittive, la cui prima espressione è stata quella sulla rendicontazione non finanziaria, di cui alla Direttiva (UE) 2014/95, attuata in Italia con il d.lgs. n. 254, del 30 dicembre 2016, e ora in fase di revisione, con significative estensioni dei destinatari degli obblighi e delle "questioni di sostenibilità" da rendicontare<sup>6</sup>.

È tuttavia con la Risoluzione approvata dal Parlamento europeo sulla diligenza e la responsabilità delle imprese, e con le raccomandazioni sull'adozione della proposta di direttiva che l'accompagna<sup>7</sup>, che la trasformazione di visuale trova una manifestazione «estrema»<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Non diverso, se non interpreto male, il senso della considerazione di N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici*, cit., 82.

<sup>6</sup> Sui limiti della direttiva, *ex multis*, v. S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss. Modifiche migliorative del reporting di sostenibilità, programmate dalla Commissione nel *Green Deal europeo* e nel proprio programma di lavoro 2020, sono ora delineate nella proposta di direttiva del 21 aprile 2021 (COM(2021)189 final, 2021/0104 (COD)), sul quale si è espresso favorevolmente il Comitato economico e sociale Europeo, con parere adottato il 22 settembre 2021 (2021/C 517/07), apprezzando l'estensione delle disposizioni alle PMI quotate, con semplificazioni, le previsioni sulla comunicazione volontaria delle informazioni per le PMI non quotate, e l'approccio inclusivo degli obblighi di comunicazione all'intera catena del valore delle entità che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva, pur ritenendo necessari, per tale ultimo aspetto, la specificazione di criteri più chiari e dettagliati. Gli indicatori da divulgare vengono correlati alla ecosostenibilità dell'attività economica, classificata secondo criteri uniformi definiti nel c.d. Regolamento tassonomia (Reg. (UE) 2020/852, del 18 giugno 2020). Le programmate modifiche, peraltro, risultano ancora inquadrate nel contesto della finanza sostenibile, e lasciano scoperta l'area degli operatori di settori produttivi anche a maggiore impatto ambientale, e specificamente di quelli che agiscono in settori speciali (acqua, energia, gas, telefonia, trasporti): cfr. L. PAPI, *Crisi del sistema volontaristico e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d'impresa.*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 12 dell'estratto dalla banca dati della Rivista. Per la ricostruzione, anche cronologica, delle iniziative europee in materia di finanza sostenibile, v. il quaderno n. 1 della collana Finanza sostenibile di Consob, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, 2021.

<sup>7</sup> Della Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021, che approva la direttiva sul *Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese*, diversi contributi recenti pubblicati sul fascicolo in larga misura tematico di *Riv. soc.*, 2021, n. 2/3, sviluppano l'analisi dei differenti profili coinvolti e delle criticità che il documento ingenera: F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo shortermism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, 297; L. ENRIQUEZ, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, 319; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva Ue su "dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, 325; P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, 336; F.M. MUCCIARELLI, *Ricomporre il nesso spezzato: giurisdizione e legge applicabile alle imprese multinazionali*, 349; G. STRAMPPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, 365; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e*

L'invito del Parlamento europeo è stato raccolto dalla Commissione, che il 23 febbraio 2022 ha varato la "Proposta di direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937" (COM(2022) 71 final; 2022/0051(COD))<sup>9</sup>. Destinata programmaticamente a integrare e aggiornare misure sulla sostenibilità già in vigore o pianificate in ambiti settoriali o specifici – servizi finanziari, informazione non finanziaria, diritti umani, protezione dell'ambiente –, la proposta della Commissione si discosta tuttavia sensibilmente, per aspetti non trascurabili, dagli indirizzi espressi dal Parlamento europeo, in particolare rispetto al (mancato) coinvolgimento diretto delle PMI nei doveri di sostenibilità.

Il secondo mutamento di ottica, anch'esso di non trascurabile rilievo, attiene al passaggio con il quale il concetto generico di sostenibilità ha acquisito un contenuto specifico, almeno per ciò che riguarda il piano ambientale. Alla tassonomia verde delle attività economiche, con la quale la Commissione europea ne ha sviluppato la classificazione secondo criteri tecnici basati sul contributo sostanziale che danno a uno specifico obiettivo, può riconoscersi, infatti, un valore che supera il contesto della finanza sostenibile nel quale essa è stata elaborata<sup>10</sup>. Finalizzata a creare un sistema fondato su parametri chiari e comparabili, la classificazione permette di canalizzare correttamente flussi di capitale di rischio<sup>11</sup> e, tramite la leva finanziaria, di agire indirettamente sul primo livello, indirizzando l'iniziativa economica verso produzioni realmente sostenibili, e dissipando allo stesso tempo ogni astrattezza del concetto.

## 2. Responsabilità, sostenibilità e società azionarie: i temi e la sintesi del dibattito. –

Dalle diverse dimensioni nelle quali la sostenibilità assume rilevanza si sono dipartite differenti e numerose linee di indagine<sup>12</sup>, tra le quali la più partecipata e problematica nel diritto commerciale è quella che si lega alle prime iniziative di orientamento verso la *Corporate Social Responsibility*<sup>13</sup>. La prospettiva si è alimentata con i successivi indirizzi europei sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e di società sostenibili<sup>14</sup>, e ha trovato un ulteriore innesco nelle posizioni del Parlamento e

---

*Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, 375; M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due diligence*, 380, accompagnati dalla pubblicazione del Rapporto Assonime 2021, *Doveri degli amministratori e responsabilità*.

<sup>8</sup> Il giudizio è quello di M. LIBERTINI, *Sulla proposta*, cit.

<sup>9</sup> Per una prima, accurata analisi della proposta adottata dalla Commissione v. G. RACUGNO-D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*

<sup>10</sup> Cfr. Regolamento tassonomia (Reg. (UE) 2020/852, del 18 giugno 2020)), e Comunicazione Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo, COM(2021) 188 final.

<sup>11</sup> V. Commissione Europea, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, cit., e Reg. (UE) 2020/852, cit.

<sup>12</sup> Per alcune delle prospettive di analisi, mi limito per ora al rinvio ai volumi di taglio multidisciplinare *Sostenibilità. Profili giuridici*, cit., e *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. Caterino – I. Ingravallo, Lecce, 2020.

<sup>13</sup> Tra i primi inquadramenti, in una prospettiva anche storico-sistematica, v. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 s.

<sup>14</sup> Le azioni avviate dalla Commissione Europea si riconducono già alla comunicazione della Commissione, *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*, cit., 12 (Priorità 5. *Un'Unione economica e monetaria più profonda e più equa*) e in termini più specifici al Pia-

della Commissione europea sull'obbligatorietà di misure di diligenza e responsabilità delle imprese alle quali si è fatto sopra riferimento.

Il dibattito, che ruota intorno al fulcro della grande impresa azionaria, si è fatto ora particolarmente acceso. In termini molto semplificativi, esso si incentra sulla contaminazione che l'ingresso di criteri sostenibili, identificati rispetto a più temi – e anche per questo sfuggenti nel loro concreto significato e nella loro portata<sup>15</sup> –, provoca nei caratteri e nei fini dell'impresa societaria capitalistica<sup>16</sup>.

Dall'impronta in senso responsabile, che introduce nella società logiche valoriali oltre il profitto, eventualmente per effetto dell'inserimento di «clausole etiche» negli statuti<sup>17</sup>, derivano infatti inevitabili tensioni tra interessi immediati ai quali essa risponde<sup>18</sup> e interessi “sostenibili”, la composizione delle quali sembra passare di necessità

---

*no d'azione su diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, in particolare per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti, che hanno avuto seguito nella Direttiva (UE) 2017/828 del 17 maggio 2017, c.d. *Shareholder Rights Directive 2* (SHRD II), attuata in Italia con il D. lgs. 10 maggio 2019, n. 49, e con le delibere CONSOB del 10 dicembre 2020 di modifica al *Regolamento sulle operazioni con parti correlate* (OPC), al *Regolamento emittenti* e al *Regolamento mercati*. Sul tema incide, inoltre, nel sistema italiano, la taratura sul “successo sostenibile” degli obiettivi di gestione delle società quotate nel loro nuovo Codice di autodisciplina, sul quale v. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 s.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss.

<sup>15</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., 22 s.

<sup>16</sup> Il mutamento di finalità viene espresso in termini che ruotano, con diverse variazioni lessicali in lingua italiana e inglese, sui concetti di *corporate governance allargata*, oppure di perseguimento di obiettivi di *condivisione di valore per tutti gli stakeholders*, in contrapposizione con quelli di *creazione di valore per gli azionisti* propri dell'impresa capitalistica. Per la più recente ricostruzione critica del dibattito, del suo portato e della progressione futura di questa prospettiva v. M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva Ue*, cit., 325 ss., cui *adde*, per l'aggiornamento della questione anche rispetto alla più recente proposta della Commissione europea, E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 1 ss.

<sup>17</sup> I limiti di ammissibilità della declinazione degli statuti con clausole a connotazione etico-sostenibile – che possono svilupparsi rispetto a oggetto, struttura proprietaria, forme di consultazione degli stakeholders, gestione, ecc., – sono analizzati da M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 475 ss., spec. 479 ss.

<sup>18</sup> Il tema dell'interesse sociale, a seguirne l'identificazione e l'evoluzione negli studi di P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, e Id., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss., ha conosciuto nuova vitalità proprio nella prospettiva della CSR, testimoniata dall'elevatissimo numero di contributi che non è possibile qui richiamare, salvo alcune indicazioni nelle note successive. Mi limito perciò a ricordare, in doveroso riconoscimento dell'apporto conoscitivo e critico dato dagli studi di Colui che si onora in questo volume, alcuni di taglio più ampio e altri dedicati a prospettive più delimitate in senso tematico, quali: P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli Stakeholders*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 81 ss., 1 ss.; *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, 2015, 507 ss. e da ultimo, dalla riflessione più conclusivamente e sistematicamente dedicata al tema, per il quale si evidenziano ragioni e linee di ripensamento e attualizzazione, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss. Al quadro lì ricostruito vanno ora aggiunti i nuovi spunti della proposta di direttiva due diligence, evidenziati in quasi tutti i contributi pubblicati nel citato fascicolo n. 2/3 di *Riv. soc.*, 2021, tra i quali richiamo, esemplificativamente, quello di U. TOMBARI, *La Proposta*, cit., 378, per la sottolineatura dell'esigenza che venga risolta a monte la questione dello scopo della società e dei doveri degli amministratori, e dello stesso A., “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, e Id., *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.

per l'adozione di prospettive di lungo periodo, o almeno per la conciliazione di orizzonti di azione di differente ampiezza temporale<sup>19</sup>.

Delle questioni aperte da questo scenario, che rilevano significativamente come presupposti interpretativi anche nella logica qui adottata, in questa sede è possibile presentare solo una schematica sintesi, con riferimento ai loro principali approdi, rappresentati da: i) l'irriducibilità a un'unica, comune prospettiva degli interessi che convergono verso l'impresa societaria: sia di quelli dei soci investitori – la cui varietà tipologica riflette i loro possibili differenti approcci –, sia di quelli che rispondono alla responsabilità/sostenibilità per gli *stakeholders* e la comunità sociale, a loro volta variegati per natura e logiche; ii) la mancanza di univocità anche dei concetti breve/lungo termine e l'esigenza di una composizione delle logiche che essi richiamano<sup>20</sup>; iii) la necessità, condivisa nelle diverse impostazioni, di identificare tanto i limiti di disponibilità dello scopo sociale, quanto una nuova chiave di lettura di scopo e interesse sociale, che tenga conto del loro intreccio con i temi della *Corporate Social Responsibility*<sup>21</sup>.

3. *Dall'esperienza delle società alla sostenibilità dell'impresa: ragioni e angolatura di un arretramento nell'oggetto dell'analisi.* – L'indubitabile centralità di questi temi rispetto al diritto societario, e in specie azionario, tuttavia, non pare escludere la correttezza di un possibile arretramento della visuale di osservazione, che la focalizzi sul concetto “primario” dell'attività d'impresa<sup>22</sup> e sul suo rapporto con la sostenibilità, piuttosto che sulle forme organizzative del soggetto e sui vincoli causali e funzionali che ne discendono; anzi, ne lascia scorgere profili di utilità.

Nel complesso delle prospettive nelle quali la sostenibilità trova sviluppo nelle analisi e negli studi attuali, sommarariamente richiamati sopra, l'impatto della sostenibilità sull'impresa non trova in genere esplicito sviluppo, nonostante sia questa dimensione a costituire il presupposto implicito di ogni questione dibattuta in tema di CSR: dalla causa della società all'interesse sociale, dalla coppia oppositiva *short-termism/long-*

<sup>19</sup> V, ancora, per tutti, M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., ove, a 49 s. anche la prospettazione di esigenze e di ragioni di coesistenza tra i due orizzonti di azione.

<sup>20</sup> Cfr., in particolare, gli studi di F. DENOZZA, tra i quali, specificamente, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2019, 616; *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, ivi, 1/2021, 32; ID., *Incertezza*, cit., 297, e, infine, *Due concetti di stakeholderism*, ivi, 1/2022, 37 ss.

<sup>21</sup> Intreccio che, già colto in questi termini da P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., spec. p. 315 s., si è fatto ora più intricato e complesso da sbrogliare, come si evidenzia nei saggi sopra citati sulla nuova proposta in tema di *due diligence*.

<sup>22</sup> A questo richiama l'insegnamento di Giorgio Oppo, che mantiene immutata la propria forza anche nella realtà economica oggi profondamente trasformata, dell'impresa come “nozione originaria e nozione primaria rispetto a quella di imprenditore”, anche nelle forme della sua “spersonalizzazione” proprie della grande impresa azionaria (ID., *L'impresa come fattispecie*, che cito dalla sua pubblicazione negli *Scritti giuridici, I, Diritto dell'impresa*, Padova, 1922, 240 s. e, con maggiore articolazione in *Impresa e imprenditore*, nello stesso volume, ove, rispettivamente, a p. 263, e 297 le espressioni testualmente citate). In direzione non diversa mi pare indirizzi la riproposizione da parte di S.A. CERRATO, in S.A. CERRATO-G. PEIRA, *RisikoGesellschaft e Corporate governance. Prolegomeni sulla costruzione degli assetti organizzativi per la prevenzione dei rischi. Il caso delle imprese agroalimentari*, in *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di S.A. CERRATO, Torino, 2019, 82, dell'invito di P. FERRO-LUZZI a “non trascurare ciò che sta «dietro» al fenomeno giuridico della società, vale a dire l'esercizio di un'attività economica”.

*termism* ai doveri fiduciari e alla discrezionalità degli amministratori. Sinora questa visuale è restata sostanzialmente sullo sfondo del sottinteso e del non detto, con qualche irregolare affioramento.

La dimensione dell'impresa, valorizzata ad esempio in un ambito che con la sostenibilità si interseca, qual è quello della "sostenibilità" dell'impresa nell'economia dell'emergenza sanitaria Covid-19<sup>23</sup>, solo da ultimo è stata infatti messa in campo in termini più netti, ragionandosi distintamente sul significato della sostenibilità rispetto «alle società e alle relative imprese»<sup>24</sup> e sulla compatibilità tra i due piani.

È su questo terreno che si vuole avviare una prima riflessione, indirizzata a quelle aree del tema ancora non del tutto esplorate o sistematizzate, che paiono meritare attenzione, anche raccogliendo spunti emersi in altri contesti, come quello relativo alla comunicazione commerciale e ai segni distintivi nel confronto con le tutele ambientali.

Si tratta, del resto, del piano sul quale, nel confronto con l'attività produttiva, come si è anticipato sopra, la sostenibilità acquista anche materialità e consistenza, perdendo quel tratto indeterminato che solleva le più rilevanti incertezze nel suo innesto nel diritto delle società capitalistiche. È con l'attività produttiva, infatti, che la sostenibilità instaura la più immediata correlazione, perché attiene al «cosa e al come» si produce<sup>25</sup>, e talvolta anche al quanto e con quali obiettivi, incidendo sulle caratteristiche o sulla misura dei prodotti o dei servizi prestati, ovvero sui processi e metodi produttivi adoperati, e in fondo sull'intero ciclo della produzione (condizioni di approvvigionamento, modalità del collocamento dei risultati sul mercato, smaltimento di prodotti, scorie, scarti, residui e rifiuti di lavorazione).

Secondo quest'ottica la sostenibilità si confronta con attività e metodo dell'impresa, quali assunti nell'art. 2082 c.c. tra gli elementi costitutivi della fattispecie normativa, che richiedono pianificazione del programma di attività, al suo minimo, verso l'equilibrio e la continuità aziendale.

Tale confronto richiede quindi di verificare anzitutto se quanto il requisito di economicità prescrive per l'impresa precluda in via assoluta l'ingresso di obiettivi o metodi sostenibili in senso ambientale o sociale (di una sostenibilità che è stata condivisibilmente qualificata «esterna») non coerenti o incompatibili non solo con le logiche di profitto insite causalmente nelle società lucrative, ma già con il rispetto del metodo economico di gestione, quale limite di sostenibilità «interna»<sup>26</sup> dell'iniziativa. Induce, poi, a valutare a quali condizioni e secondo quali meccanismi, obiettivi e metodi sostenibili che causino disvalore economico risultino comunque ammissibili, perché metabolizzati nella logica complessiva della programmazione dell'attività volta a rigenerare

---

<sup>23</sup> V. G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post-COVID-19 (con uno sguardo all'art. 41 della Costituzione)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 18 ss., sul recupero del valore "del fenomeno produttivo nella sua essenza, depurato dalle sovrastrutture che nel tempo hanno finito col celarne l'insostituibile centralità ai fini dello sviluppo economico" (25).

<sup>24</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, spec. 29, ss., che orienta nettamente la questione della sostenibilità nella prospettiva dell'impresa; spunti nella stessa direzione in N. CIOCCA, *op. cit.*, 81.

<sup>25</sup> Nella logica del rapporto tra sostenibilità dell'attività e oggetto sociale v. ancora M. CIAN, *Clausole*, *cit.*, 488 ss.

<sup>26</sup> Le qualificazioni della sostenibilità in termini di esterna e interna riportate nel testo sono di M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, *cit.*

le risorse impiegate, e infine a considerare se essi stessi non possano venire apprezzati come strumenti di creazione di valore e di opportunità economiche, sintonici non solo con la logica dell'economicità, ma anche con quella della lucratività sostenibile, offrendo allora qualche spunto rilevante anche nella prospettiva della sostenibilità societaria.

A questo spostamento di visuale consegue anzitutto l'allargamento del campo coinvolto nel tema, che ricomprende l'impresa quale fenomeno giuridico (fattispecie) incentrato sull'attività economico-produttiva, indipendentemente dallo schema organizzativo entro il quale viene svolta. Da esso sembra potersi muovere per individuare elementi significativi del rapporto della sostenibilità *anche* con il soggetto e con la sua connotazione in senso causale e funzionale, quale essa sia.

La dimensione interessata da questa prospettiva coinvolge, perciò, l'intero catalogo delle forme organizzative dell'impresa: le società lucrative – sia quelle azionarie, sia quelle più elementari per forma organizzativa o minori per assetto e dimensione<sup>27</sup>, con specifico rilievo della connotazione *start up* innovativa, ove l'innovazione definita nel suo oggetto si indirizzi a obiettivi di sostenibilità ambientale o sociale o si avvalga di privative concernenti la sostenibilità –, e quelle nella veste ibrida di società benefit<sup>28</sup>. Rilevano allo stesso modo i modelli organizzativi più specificamente conformati sul canone della responsabilità/sostenibilità e della rilevanza sociale dell'attività, rappresentati dalle imprese sociali, rinnovate con il d.lgs. n. 112/2017, nella precisazione del rapporto tra attività di interesse generale e sostenibilità ambientale e sociale (art. 2, lett. e) e lett. o)<sup>29</sup>, nelle loro diverse conformazioni (dalle cooperative sociali alle società a lucratività attenuata), la variante a vocazione sociale della *start up* innovativa (art. 25, comma 4, d.l. n. 18 ottobre 2012, n. 179), le imprese mutualistiche in forma consortile e cooperativa, espressive di associazionismo imprenditoriale, quelle degli enti senza

<sup>27</sup> In tutte, infatti, l'ingresso di obiettivi di sostenibilità pone gli stessi problemi di deviazione dalle finalità lucrative, ma li mette in gioco con una diversa curvatura nei diversi modelli, giustificando l'attenzione rivolta dalle analisi di CSR/sostenibilità alle sole società azionarie. Nelle società di persone, la tendenziale coincidenza di amministratori e soci fa sì che le scelte gestorie degli uni siano *anche* dei soci, e la distanza tra amministratori e soci nelle piccole s.r.l., e persino nelle s.p.a. piccole e chiuse, ad esempio a conformazione familiare, e massimamente nelle unipersonali, può ridursi e anche annullarsi. Sull'uso della s.p.a. per l'esercizio delle imprese minori, anticipando la prospettiva legislativa di specifica attenzione alle società PMI in vista della loro capitalizzazione, introdotta ad opera dell'art. 57, del d.l. n. 50/2017, v. in particolare G.C.M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1274.

<sup>28</sup> Sulla quale si rinvia, da ultimo, anche per un diretto confronto con l'ordinamento statunitense, a A. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interesse dei terzi: il ruolo degli amministratori e i profili di responsabilità in Italia e negli Stati Uniti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 40 ss. Per spunti anche nettamente critici sul modello italiano della *benefit* nella prospettiva della sostenibilità, cfr. L. MARCHEGIANI, *Shifting the SME Corporate Model Towards Sustainability: Suggestions from Italian Company Law*, in *The Italian Law Journal*, 2021, 356 ss., F. MASSA, *Società benefit ed esternalizzazione della vocazione alla sostenibilità, in Sostenibilità. Profili giuridici*, cit., 107 ss., nonché, sviluppando posizioni che aveva già espresso in precedenti studi specificamente dedicati al tema, v. da ultimo M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., e infine l'articolata analisi di M. CIAN, *Clausole statutarie*, cit.

<sup>29</sup> Per la ricostruzione v. G. MARASÀ, *Una sintesi su modelli organizzativi e Corporate Social Responsibility (CSR) nelle recenti riforme italiane: Enti del Terzo settore e società benefit*, in G. MARASÀ, *Imprese sociali, altri enti del Terzo settore, società benefit*, Torino, 2019, 103 ss.; per precisazioni sul sistema di benefici per le diverse forme dell'impresa sociale, mi permetto di rinviare, anche per i riferimenti bibliografici, a E. LOFFREDO, *L'impresa sociale in forma capitalistica: caratteri e potenzialità di impiego nel contesto delle tutele delle persone anziane*, in *I soggetti vulnerabili nell'economia, nel diritto e nelle Istituzioni*, a cura di P.E. CORRIAS-E. PIRAS, Napoli, 2021, spec. p. 176 s.

scopo lucro anche diversi dagli Enti del Terzo settore, e le imprese pubbliche non societarie.

Essa prescinde, altresì, dalle dimensioni dell'impresa e dal settore di attività, permettendo per questi profili di superare gli approcci riduttivi del diritto unionale attuale e in fieri, quale quello che limita per categorie e dimensione dell'impresa l'informazione non finanziaria e il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità, e di considerare tutti gli operatori coinvolti, in forma diretta o indiretta, nella questione.

4. *Problemi particolari della sostenibilità nelle imprese di minore dimensione.* – La riflessione con la quale si avvia qui una prima messa a fuoco di questo rapporto e il tentativo di comprensione della sua valenza giuridica, incorpora in sé elementi che provengono dalla legislazione e dalla pianificazione politico-legislativa, nonché da alcune analisi extra-giuridiche di contesto, economico-aziendalistiche o ambientali. Si tratta di aspetti ai confini del diritto commerciale, ma che contribuiscono a costruire uno di quei «ponti sistematici»<sup>30</sup> utili, in questo caso, a definire il quadro di riferimento e che paiono quindi da tenere in conto, almeno come input o suoi dati di base.

Problematizzate sul terreno del diritto dell'impresa, le questioni sollevate dal tema della sostenibilità, anzitutto, comportano un ampliamento della considerazione a situazioni che nella realtà economica possono risultare marginali o essere realmente marginalizzate, e rispetto alle quali, tuttavia, la sostenibilità presenta particolarità di interesse.

In questo senso il tema, svincolandosi dall'ottica delle società lucrative e in specie delle grandi imprese azionarie, anche seguendo la visione unionale del *pensare in piccolo*<sup>31</sup>, riguarda, come si è anticipato, pure le attività svolte nelle forme dell'impresa individuale, del piccolo imprenditore codicistico – nell'agricoltura e nei settori ad essa equiparati, come la pesca, nel commercio o nella produzione artigianale, eventualmente con assetti societari –, dell'impresa minore definita nel Codice della crisi e dell'insolvenza; attraversa tutte le strutture di azione con finalità non lucrative, o non esclusivamente o non prevalentemente lucrative. Esso coinvolge in modo particolare le imprese consortili e di rete, alle quali va riconosciuto un rinnovato e potenziato ruolo nell'ausilio e nell'integrazione del ciclo produttivo dei consorziati in funzione del conseguimento di obiettivi di sostenibilità, in termini di efficacia e di economicità della loro azione, specie ove l'organizzazione comune diventi strumento per garantire, nelle imprese incentrate sulla persona in essa associate, sostenibilità esterna e, insieme, reddito ai partecipanti<sup>32</sup>.

Se si guarda alle realtà minori e minime, più che frequenti anche per le caratteristiche del tessuto produttivo dell'economia italiana ed europea, risulta chiaro che alle dimensioni più che modeste del singolo operatore e allo scarso o nullo potere di mercato non corrisponde necessariamente anche un peso minore nella questione di sostenibilità messa in gioco.

---

<sup>30</sup> L'incisiva espressione è quella di P. MONTALENTI, *Introduzione*, in *Impresa e rischio*, cit.

<sup>31</sup> Prospettiva che notoriamente caratterizza da tempo l'approccio europeo e richiamata espressamente nel 13 considerando della Dir. 2014/95/UE.

<sup>32</sup> In questo senso v. espressamente il considerando 7 del Reg. (UE) n. 1379/2013, sull'organizzazione comune dei mercati nel settore dei prodotti della pesca e dell'acquacoltura.



Questo può dipendere dal *rischio* che caratterizza il settore di appartenenza, nel lessico della proposta di direttiva sulla *due diligence* raccomandata dal Parlamento europeo con la *Risoluzione* citata, che, per tale ragione, include nel perimetro dei soggetti gravati dai doveri di diligenza e di monitoraggio anche le PMI, in funzione, tra gli altri, del «rischio alto», pur prevedendo per esse una graduazione degli obblighi, che pare perlomeno opportuna (v. *Risoluzione*, cit., considerando AA, punto 11). L'opzione adottata dalla Commissione a questo riguardo, invece, prevede in linea di principio l'esonero dagli obblighi di diligenza di micro, piccole e medie imprese, secondo logiche di proporzionalità<sup>33</sup>, assoggettando tuttavia quelle più piccole ma a media capitalizzazione che operano in settori «ad alto impatto» (considerando 22; art. 2, lett. b) a un dovere di diligenza, ma «più mirato, concentrandosi sugli impatti negativi gravi» (considerando 21), sia effettivi che potenziali. L'esonero delle imprese di minori dimensioni, ovviamente, non esclude affatto la proiezione di effetti indiretti dei doveri di sostenibilità su quelle che intervengono nella catena di valore di società ricomprese nell'ambito di applicazione della direttiva, per smorzare i quali la proposta prefigura meccanismi di sostegno e di orientamento, anche a livello di tutele contrattuali nelle relazioni commerciali con i partner di maggiori dimensioni.

In attesa che maturino le scelte finali dell'Unione europea in ordine ai destinatari, agli obblighi e alle misure ausiliarie alla sostenibilità<sup>34</sup>, resta però che l'incidenza dell'operatore anche minimo sulla sostenibilità complessiva del sistema, non è affatto irrilevante, in ragione dei beni o servizi portati sul mercato, di strumenti, metodi di approvvigionamento e di produzione, dei beni intermedi adoperati, degli scarti e residui di lavorazione, delle energie consumate o dalle emissioni in atmosfera, e infine dei modelli del lavoro. Risulterebbe perciò ingiustificato un livello di attenzione e di intervento – prescrittivo, di orientamento, di stimolo o di supporto – meno forte di quelli che si impongono in settori concentrati, oligopolistici, o caratterizzati dalla presenza di operatori di maggiori dimensioni<sup>35</sup>, o di quelli sinora rivolti alle attività finanziarie, che toccano la sostenibilità solo in linea tangenziale e non tanto per la sua pertinenza all'attività svolta, e in tutti i casi significativi per il rapporto con l'attività d'impresa.

---

<sup>33</sup> Al riguardo va sottolineato che, nell'iter che ha condotto all'adozione della proposta della Commissione COM(2022) 71 final (come può leggersi nel documento, a p. 21), il draft ha ricevuto per due volte parere negativo da parte del Regulatory Scrutiny Board (RSB) (v. anche la Valutazione d'impatto iniziale, il Follow-up to the second opinion of the Regulatory Scrutiny Board, SWD(2022) 39 final; Commission Staff Working Document Impact Assessment, Annexes, SWD(2022) 42 final). In particolare, il secondo parere del RSB evidenzia - a mio avviso fondatamente - alcuni difetti di fondo, di cui la Commissione dà conto (p. 22), e ai quali ha prestato attenzione nella predisposizione del testo definitivo. Non pare, tuttavia, che in quest'ultimo siano stati del tutto colmati i deficit dimostrativi rilevati dal RSB, in particolare, per quanto qui di specifico interesse, quelli relativi all'evidenza dei vantaggi conseguibili e, soprattutto, alla dimostrazione della corretta proporzionalità dell'opzione strategica prescelta (p. 22, punti 3 e 4).

<sup>34</sup> Non è escluso, infatti, che nel percorso successivo diretto all'adozione del provvedimento si recuperino, approcci e previsioni proposti dal Parlamento europeo nella *Risoluzione* citata e nella allegata proposta di direttiva anche in ordine alla posizione delle PMI. Lo rileva, anche se con riguardo al diverso tema della buona governance, E. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 12, nota 23.

<sup>35</sup> Tra le ragioni per le quali la sfera interessata dalla legislazione è stata finora diretta alla grande impresa societaria e alla sua governance, sono state individuate quelle della maggiore forza d'impatto di queste realtà sulla sostenibilità, in termini sia negativi, sia positivi di buone pratiche, che giustificerebbe interventi circoscritti alle società con potere di mercato: in questo senso v. in particolare C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, spec. a p. 17; nella stessa direzione M. CIAN, *Clausole*, cit., 479, ma già in questo senso spunti in E. BELLISARIO, *op. cit.*, 26 s.

Basti qui richiamare l'esempio paradigmatico del comparto agroalimentare, che rappresenta un ambito estremamente sensibile alla sostenibilità e ricompreso, infatti, dalla Proposta della Commissione europea tra quelli ad alto impatto. Al suo interno, la componente del settore primario è fortemente polverizzata e composta da un elevatissimo numero di micro-aziende, spesso assolutamente marginali da un punto di vista produttivo, e, tuttavia, all'insieme costituito dalle imprese agricole, per numerosità e peso percentuale sul totale della filiera agroalimentare<sup>36</sup>, non può disconoscersi una significativa potenza d'urto sulla riduzione degli effetti negativi o sul conseguimento di significative esternalità positive di tipo ambientale o sociale<sup>37</sup>. D'altro canto, il settore agroalimentare è uno di quelli che registra maggiore innovazione organizzativa e produttiva nel senso della sostenibilità, con «l'affiancamento e in parte la sostituzione di imprese con cicli produttivi e forme “industriali” a modelli di agricoltori rispettosi di cicli naturali e tecnicamente meno organizzati»<sup>38</sup>, e funzionale anche a garantire gli standard di sicurezza richiesti ai beni prodotti e portati sul mercato.

Sotto altro profilo, a prescindere dall'ambito di attività, sono la dimensione piccola, piccolissima e di microimpresa, le forme organizzative elementari adoperate per l'esercizio, la debolissima capitalizzazione, i costi della *compliance*, sia necessaria, sia volontaria, a costituire fattori a elevata criticità nella dimensione della sostenibilità “interna”, dato che per queste entità produttive l'adeguamento ai mutati contesti normativi e/o la transizione verso la sostenibilità dei prodotti e dei processi e l'innovazione sono in genere più difficilmente sostenibili dal punto di vista economico.

In queste realtà il bilanciamento “sostenibilità ambientale-sociale/sostenibilità economica” può risultare più problematico da raggiungere con risorse interne, con l'erosione di margini di struttura o margini operativi, già normalmente ridotti, e per le difficoltà di accesso a finanziamenti esterni. Il rischio è che in esse, che spesso si trovano al limite dell'equilibrio, venga compromessa, ancora prima della continuità aziendale e della sopravvivenza dell'impresa, la sopravvivenza dell'imprenditore e della comunità familiare coinvolta nell'iniziativa, nella logica propria della piccola impresa, quando i costi della sostenibilità assorbano la remunerazione del loro lavoro o quello dell'apporto «di lavoro personale, anche manuale» al processo produttivo richiesto alla mag-

---

<sup>36</sup> Si v. sul punto i dati presentati in A. CIRIANNI-R. FANFANI-R. GISMONDI, *Struttura produttiva e performance economica della filiera agroalimentare italiana*, in *Istat Working Papers*, Roma, 2021, 10-11, e tavola 3, dai quali emerge il preponderante peso percentuale del comparto primario e il ruolo rilevantissimo delle imprese agricole il cui numero raggiunge 1,4 milioni (dati riferiti all'ultima indagine strutturale di settore, del 2016).

<sup>37</sup> In questo contesto vengono normalmente richiamate, come esternalità ambientali positive, la limitazione di pratiche di coltivazione o allevamento intensive o, al contrario, l'adozione di sistemi di produzione estensivi che aumentano la produttività; il contenimento dell'uso di sostanze inquinanti, l'introduzione di pratiche sostenibili e l'adozione di un'ottica di economia circolare. Sul piano della sostenibilità sociale, riduzione degli impatti o benefici possono conseguire al cambiamento dei modelli di lavoro nel contesto dell'agricoltura, al contrasto al lavoro irregolare, allo sfruttamento e al caporalato, sul quale di recente v. I. CANFORA-V. LECCESE, *Lavoro irregolare e agricoltura*, in *Dir. agroalim.*, 2021, 39 ss., nonché al recupero dello scollamento tra imprese e comunità di riferimento. Per quest'ultima prospettiva si v. A. DE NUCCIO, *L'incentivazione economica dei servizi agro-ecosistemici per un nuovo modello di sviluppo nell'ambiente rurale*, in *Riv. quadr. dir. amb.*, n. 2/2020, 97.

<sup>38</sup> In questo senso P. MASI, *Oggetti e relazioni della disciplina agroalimentare nel nuovo secolo, tra scienza e diritto*, in *Riv. dir. alim.*, 2019, n. 4, spec. p. 9.

gioranza dei soci nelle imprese artigiane in forma societaria<sup>39</sup>, o nullifichino ogni risultato utile per i soci d'opera. E del resto non è improbabile che le piccole e micro imprese *non-compliant* vengano escluse dalle catene di approvvigionamento di grandi imprese (per le quali la soluzione può risultare un meccanismo immediatamente utile a mitigare i propri impatti negativi), e stentino a ritrovare un mercato. Rispetto ad esse la questione della sostenibilità assume, quindi, l'ulteriore sfaccettatura di necessità di attenzione alle persone alle quali l'impresa è direttamente riferibile.

Un elemento aggiuntivo che aggrava per tutte imprese di dimensione minore il rischio di compromissione dei risultati aziendali è, infine, la circostanza che la loro debolezza strutturale o organizzativa può impedire un'adeguata conformazione o determinare persino l'assenza di quei presidi organizzativi (che, *ex art.* 2086, comma 2, c.c., sono prescritti alle imprese collettive), la cui esistenza può reputarsi espressiva di un «principio di ordine universale di buona e corretta gestione economica»<sup>40</sup>. In specie, esse possono risultare carenti nella dotazione di sistemi capaci di rilevare e idonei a governare e fronteggiare (strumenti di *risk management*), i rischi più legati alla sostenibilità<sup>41</sup>, anche in funzione della sostenibilità economica.

5. *La sostenibilità dell'attività d'impresa e gli strumenti competitivi fondati sulla comunicazione.* – L'allineamento tra sostenibilità esterna/sostenibilità interna si realizza – è persino superfluo precisarlo – quando i cicli economico-finanziari siano in sé in grado di accogliere al proprio interno i costi della riconduzione, della conformità o dell'innovazione in senso sostenibile dell'attività, assorbendo quindi una gestione economicamente gravata dagli oneri della cura ambientale e sociale senza compromettere la prospettiva di durevolezza dell'impresa o – nel lessico più recente mediato dall'attenzione alla prevenzione della crisi – della continuità aziendale. È peraltro irrilevante il modo in cui questo si realizza: se sulla base di una totale autonomia reddituale e finanziaria dell'impresa o tramite compensazione degli squilibri economici conseguenti alla sostenibilità esterna che si avvalga della programmazione *ex ante* dell'acquisizione di risorse esterne, pubbliche o private. L'economicità dell'attività si apprezza, infatti, sulla base della sua programmazione *ex ante* verso l'equilibrio di bilancio, anche se non interamente autoconseguito, né realmente conseguito nella valutazione *ex post*.

Esorbita dai limiti di questo contributo l'identificazione compiuta di modi e stru-

<sup>39</sup> Al riguardo v. in particolare, P. MASI, «Piccole società» e *statuto dell'imprenditore*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, I, 303 ss.; cui mi permetto di aggiungere E. LOFFREDO, voce *Società artigiane*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, 2007.

<sup>40</sup> Così S.A. CERRATO, in S.A. CERRATO-G. PEIRA, *RisikoGesellschaft*, cit., 114 s.; nello stesso senso R. SACCHI, *Sull'amministrazione nella s.r.l. dopo il Codice della crisi*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, Torino, 2020, 686. Più ampiamente, per la lettura sistematica del nuovo canone di gestione, cfr. V. DI CATALDO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss., ove specifico approfondimento della questione relativa all'applicabilità all'impresa individuale, 73 ss.

<sup>41</sup> Per i criteri di identificazione del rischio secondo logiche di pertinenza e di finalità, e sulle logiche adozione di processi di rilevazione e gestione, anche in rapporto all'adozione di adeguati assetti organizzativi, v. S.A. CERRATO, *op. cit.*, per lo sviluppo settoriale del tema rispetto al sistema della qualità e della sicurezza agroalimentare, v. G. PEIRA, in S.A. CERRATO-G. PEIRA, *RisikoGesellschaft*, cit., rispettivamente a 82 ss., 90 s., e 98 ss.

menti per la programmazione e il conseguimento di tale equilibrio, mentre è possibile, sulla scorta di alcuni esempi, individuare taluni criteri di fondo che presiedono alla composizione dei due piani. Ai fini di quest'ultima non sembra irrilevante la considerazione anche dell'origine del vincolo di sostenibilità, e cioè delle differenze tra situazioni in cui esso non rappresenta un'opzione ma presenta carattere prescrittivo, situazioni in cui l'obiettivo di sostenibilità dipende da norme di orientamento e di promozione alle quali l'imprenditore volontariamente aderisce, e quelle, invece, espressive di scelte del tutto autonome dell'imprenditore, come momenti di manifestazione della libertà di iniziativa economica.

Allo stato attuale<sup>42</sup>, con riferimento all'attività produttiva, la sostenibilità si sviluppa, infatti, in un sistema articolato anzitutto in regole coattive, che, con riguardo alla dimensione ambientale, la traduce in precisi vincoli, settoriali e specifici, che riguardano prodotti e servizi resi, tecniche, processi e cicli della produzione, risorse e energie interessate.

A questa prima tipologia di previsioni si abbinano disposizioni e programmi di diverso contenuto, diretti a creare un terreno di orientamento, incentivazione e di dissuasione, sul quale spingere la transizione verso un'economia sostenibile e la sua crescita<sup>43</sup>. A tale finalità, infatti, così come all'obiettivo di accrescere la sintonia tra azione imprenditoriale e valori sociali, ambientali, e assicurare che essa realizzi benefici comuni, sinora hanno mostrato di atteggiarsi meglio, piuttosto che la dimensione della prescrittività, politiche virtuose e una legislazione economica di indirizzo e orientamento. Quest'ultima è funzionale, nell'ottica del mercato, anche a evitare «i rischi derivanti da un irrigidimento dei mercati che può imbrigliare l'attività imprenditoriale», e a favorire, per contro, un confronto concorrenziale che si rifletta a vantaggio dei consumatori<sup>44</sup>.

In questa direzione, ad esempio, agli strumenti competitivi fondati sulla valorizzazione di sistemi di certificazione ambientale, come da tempo accade nel contesto negli appalti e acquisti verdi<sup>45</sup> o del marchio *Made green in Italy*<sup>46</sup>, si affiancano progetti

---

<sup>42</sup> Indipendentemente, cioè, dalle misure di vantaggio e di ausilio future che il legislatore eurounitario, e i Paesi membri in sede attuativa, introdurranno per garantire l'orientamento e alla sostenibilità dell'intero sistema produttivo e finanziario.

<sup>43</sup> Cfr., in termini generali, i diversi contributi nei volumi di taglio multidisciplinare *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, cit., e *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, cit.

<sup>44</sup> Cfr. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Relazione annuale sull'attività svolta*, 31 marzo 2021, spec. p. 16.

<sup>45</sup> Già il *Libro Verde. Gli appalti pubblici nell'Unione Europea. Spunti di riflessione per il futuro*, COM(96) 583 def, del 27 novembre 1996, aveva messo in luce prospettive di valorizzazione degli aspetti ambientali nel sistema degli appalti, e nelle direttive sugli appalti varate fin dal 2004 si è dato rilievo crescente a sistemi di ecoetichettatura, certificazioni ambientali e a criteri di sostenibilità ambientale, via via divenuti più incisivi, nei meccanismi e parametri di aggiudicazione delle gare. A queste basi si è conformato il codice dei contratti pubblici, nelle sue diverse revisioni, sulle quali ha inciso infine il c.d. Collegato ambientale alla legge di bilancio 2015 (L. n. 221/2015). In tema, da ultimo, v. E. BELLOMO, *Appalti verdi in urbanistica ed edilizia: i criteri ambientali minimi*, in *Riv. giur. urb.*, 2020, II, 143 ss.

<sup>46</sup> Previsto anch'esso dal collegato ambientale, L. n. 221/2015, e attuato con il D. Min. Ambiente n. 56/2018, il segno, affidato in gestione al Ministero dell'ambiente (ora Ministero della Transizione ecologica), attiene all'impronta ambientale di prodotti e servizi, certificata secondo un sistema di misura e comunicazione delle prestazioni ambientali nel corso del ciclo di vita del prodotto, basato sulla Racc. 2013/179/UE e sulle Linee guida europee sul *Product Environmental Footprint* (PEF).

che tendono a modernizzare e settorializzare istituti di promozione esistenti da tempo, quali la programmata variazione in chiave finanziaria del marchio europeo Ecolabel, per la comunicazione relativa ai prodotti finanziari sostenibili (*green bonds*)<sup>47</sup>.

D'altro canto, il perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile non può che passare per il coinvolgimento attivo di tutti gli attori della catena produttiva e del consumo: non solo degli operatori economici e finanziari, ma di consumatori, risparmiatori, finanziatori, cittadini e utenti, che vanno a loro volta responsabilizzati<sup>48</sup> e incentivati all'adozione di comportamenti sostenibili<sup>49</sup>. È loro dovuta, per contro, un'informazione trasparente e veritiera, che li orienti verso scelte di consumo e investimento correttamente indirizzate, e che funzioni da volano per l'accreditamento e la crescita delle quote di mercato delle imprese realmente sostenibili.

Tuttavia, il sistema attuale sembra solo parzialmente capace di garantire tale valorizzazione, e anzi mostra di stentare a fronteggiare diversi aspetti critici, quali gli allettamenti insiti nei fenomeni di verniciatura delle imprese e delle loro azioni – che assumono colorature *social*, *green*, o più di recente, *pink-washing*<sup>50</sup> – che sono andati propagandosi con tattiche di marketing cosmetiche<sup>51</sup>, sfruttando alcuni vuoti normativi in tema di comunicazione ambientale, da tempo invece regolata in sede autodisciplinare<sup>52</sup>. Ma i pericoli attengono non solo ai *claims* e alla comunicazione pubblicitaria, bensì a tutti gli elementi con i quali si gioca la competizione che fa leva sul capitale reputazionale, rispetto a richiami insinceri alla sostenibilità.

Non mancano, nel sistema, i canoni fondamentali su nomi e segni che dovrebbero bastare a garantire il corretto funzionamento di tali indicatori come leva di mercato a vantaggio di operatori e produzioni o servizi sostenibili.

Così deve dirsi per i principi di verità e non decettività che presiedono alla formazione e all'uso del nome dell'imprenditore societario e della ditta; per le condizioni di utilizzo di etichette che valgono a connotare in termini positivi imprese e società rispet-

---

<sup>47</sup> L'iniziativa, prevista nel *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea* (COM(2018) 97 final, dell'8 marzo 2018)), prevede modifiche alle Direttive 2013/34/UE, 2004/109/CE, 2006/43/CE, e al Reg. (UE) n. 537/2014.

<sup>48</sup> La prospettiva è stata opportunamente messa a fuoco da F. VESSIA, *Verso la responsabilità sociale del consumatore*, in *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. CASTELLANETA-F. VESSIA, Napoli, 2019, 157 ss., spec. p. 161 ss.

<sup>49</sup> A titolo di esempio possono richiamarsi le previsioni sulla cessione di "buoni mobilità" ai lavoratori che utilizzano mezzi di trasporto sostenibili, di cui all'art. 5, L. n. 221/2015, o ai meccanismi di riduzione tariffaria diretti a prevenire la produzione dei rifiuti anche rispetto alle utenze domestiche, introdotto dagli art. 36 ss. della medesima legge, e a tutti i bonus e superbonus, più o meno recenti, per la riqualificazione energetica degli edifici.

<sup>50</sup> Sull'impatto di quest'ultimo genere di pratiche cfr., ad esempio, il *case study* analizzato da J.C. LAI, *Hijacking Consumer Trust Systems: Of Self-Declared Watchdogs and Certification Trade Marks*, in *IIC* (2021)52, 34 ss.

<sup>51</sup> Cfr. A. LEONE, *Advertising e tutela del consumatore verde*, in *Dir. ind.*, 2021, 73 ss., anche per la ricostruzione delle regole di etichettatura e informazione settoriale; F. BERTELLI, *I "green claims" tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, 286 ss.

<sup>52</sup> Sull'art. 12 del Codice di autodisciplina della comunicazione commerciale dello IAP, che precisa le condizioni di non ingannevolezza dei messaggi che dichiarino o evochino benefici di carattere ambientale o ecologico, v. P. COTTAFI, *sub artt. 12-12-bis, Codice di autodisciplina della comunicazione commerciale*, in *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*, diretto da L.C. Ubertazzi, VII ed., Milano, 2019; A. LEONE, *op. cit.*, 76 ss.

to al loro impatto sociale o ambientale – come quelle che, ad esempio, richiamano forme artigiane del lavoro e della produzione (art. 5, comma 8, L. n. 443/1985), la natura di società *benefit*, l'appartenenza dell'impresa al sistema del Terzo settore o all'area della finanza sostenibile (in specie in relazione a «fondi sostenibili e responsabili»<sup>53</sup>) – ; e, infine, per il divieto di ingannevolezza che governa creazione, uso e trasferimento dei segni distintivi individuali, e per la “garanzia qualitativa” associata ai segni di uso collettivo o plurimo<sup>54</sup>.

Nonostante questi presidi, tuttavia, rispetto a tutti questi istituti possono crearsi spazi insidiosi quando il loro utilizzo non sia collegato a forme autentiche di sostenibilità, ma allo stesso tempo essi non siano insinceri al punto da intercettare il divieto di non decettività, potendo allora mettere a rischio, insieme al valore competitivo del singolo elemento informativo, l'affidamento del mercato sull'intero sistema della sostenibilità. Ciò vale in particolare per i segni distintivi, che rappresentano il veicolo più rilevante di informazione sulla caratterizzazione sostenibile di prodotti, servizi e, processi e, nel caso di marchi associativi, su quella degli stessi produttori e delle loro organizzazioni comuni.

6. *Sostenibilità ed economicità dell'impresa tra vincoli e incentivi.* – Normalmente la sostenibilità collide con l'economicità quando discende da vincoli normativi e, altrettanto normalmente, in questi casi l'ordinamento provvede a predisporre misure che consentono all'impresa il riequilibrio interno, in modo che l'economicità assorba il costo della sostenibilità coattiva.

Queste situazioni si esprimono in genere nella forma del divieto o del limite che attinge alla produzione in sé, all'uso nei processi produttivi di sostanze o beni intermedi, o all'immissione in commercio di determinati prodotti<sup>55</sup>. Forme prescrittive diverse, ma non dissimili negli effetti, sono quelle che introducono meccanismi di controllo quantitativo dei prodotti immessi sul mercato, preordinati al rispetto di determinate caratteristiche di sostenibilità, come nei regolamenti sul controllo delle emissioni di CO2 nella produzione di veicoli, fondati sull'assegnazione individuale di crediti di emissione, accompagnata da sistemi di incentivazione/disincentivazione<sup>56</sup>. In casi come questi, come si è anticipato, la sostenibilità si traduce per lo più in aggravio dei costi per l'innovazione o la riconversione dei processi o dei risultati della produzione, e il man-

<sup>53</sup> Tutte prospettive evidenziate da D. CATERINO, *Denominazione e labeling della società benefit, tra marketing “reputazionale” e alterazione delle dinamiche concorrenziali*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 787 ss., rispettivamente a p. 790 e a p. 795 ss., 799, alla cui ampia analisi si rinvia.

<sup>54</sup> Cfr. al riguardo M. LIBERTINI, *Marchi collettivi e marchi di certificazione. Funzioni e problemi della disciplina dei segni distintivi di uso collettivo*, in *Riv. dir. ind.*, 2019, I, 466 ss., spec. a p. 473, anche per la specifica considerazione della promozione della dimensione ambientale.

<sup>55</sup> L'espressione più nota è probabilmente, ora, la disciplina relativa ai prodotti di plastica monouso dettata dall'art. 5 della Direttiva (UE) 2019/904, del 5 giugno 2019, c.d. direttiva *Single use plastic*, che vieta l'immissione in commercio delle categorie dei prodotti elencati nell'allegato B alla Direttiva.

<sup>56</sup> Cfr. Reg. (UE) 2019/1242, per i veicoli pesanti, e Reg. (UE) 2019/631 per le autovetture e i veicoli commerciali leggeri, con disincentivi sui crediti di emissione per i produttori e per ogni prodotto che oltrepassi le soglie e incentivi nei casi di produzioni al di sotto del livello assegnato, e incoraggiano l'innovazione ecologica con l'assegnazione di crediti ai produttori per le tecnologie innovative sviluppate e delle quali non sia ancora dimostrato il loro contributo al contenimento delle emissioni.

tenimento dell'equilibrio economico è tipicamente assicurato dall'accesso a fondi pubblici, agevolazioni, sussidi (anch'essi peraltro messi al banco di prova della sostenibilità<sup>57</sup>), da sistemi di sovra-remunerazione o persino di compensazione diretta delle perdite (quale quello previsto, ma in realtà mai attuato, nel contesto del sistema di pagamento dei servizi ecosistemici e ambientali, c.d. PSEA)<sup>58</sup>, da riduzioni tariffarie per servizi, e altri vantaggi consimili. Solo in alcune ipotesi i divieti vengono eccezionalmente temperati da limitate deroghe per il caso di assenza di alternative "economicamente accettabili"<sup>59</sup>, non interferendo, allora, almeno temporaneamente, con la sostenibilità interna.

Diversamente, la veicolazione verso la sostenibilità può avvenire con norme con effetto di incentivazione. Esse anzitutto possono promuovere la costituzione stessa di imprese che valorizzino ricerca scientifica e trasferimento tecnologico in società start up e spin off, nelle quali le misure tipiche previste a loro vantaggio vanno a sommarsi a quelle specifiche per l'innovazione ambientale o sociale<sup>60</sup>. In termini più generali, a orientare l'impresa alla sostenibilità si dispiega l'articolazione tematica dello strumentario tipico della legislazione di incentivazione (finanziamenti, fondi speciali, incentivazione del *venture capital*, garanzie per il credito, sussidi, contributi, sgravi fiscali, eco-tasse, tariffe agevolate per acquisto di servizi, maggiorazione dell'intensità ammissibile di aiuti di Stato<sup>61</sup>, accesso a marchi e segni collettivi e di certificazione). Anche in questo caso, grazie alle misure disponibili, l'impresa indotta a soluzioni volontarie di sostenibilità è in grado di assorbirne anche l'eventuale impatto economico negativo.

In altra forma, le norme di promozione possono esprimersi in termini di deterrenza e colpire la mancata adesione agli indirizzi di sostenibilità, come accade nelle numerose ipotesi di tassazione ambientale (di cui è esempio recente la c.d. plastic tax), che ribalta sul prezzo dei prodotti il loro impatto ambientale, indirizzando produttori e consumatori a riorientare le proprie scelte in senso sostenibile, e/o nell'esclusione dell'impresa dall'accesso a misure pubbliche di promozione o ausilio.

In queste ipotesi l'opzione per la sostenibilità che causi disvalore economico sembra ammissibile come scelta individuale solo nei limiti in cui il sistema di compensazione esterno in concreto accessibile permetta di riprogrammare la gestione dell'impresa verso la sostenibilità interna. A questo possono peraltro concorrere significativa-

---

<sup>57</sup> Mi riferisco al sistema di catalogazione dei sussidi in settori sensibili sotto il profilo ambientale come favorevoli (SAF) o dannosi (SAD) all'ambiente, attualmente disponibile nella 3<sup>a</sup> edizione, riferita al 2018. L'attività, prevista dalla L. n. 221/2015, art. 68, a carico del Ministero dell'ambiente, mira a identificare e riconvertire i sussidi dannosi, orientando risorse già attribuite a uno specifico settore verso soluzioni sostenibili dal punto di vista ambientale.

<sup>58</sup> Cfr. L. n. 221/2015, art. 70, che delegava al governo all'introduzione di sistemi di remunerazione dei servizi ecosistemici (PSEA o PES), sul quale v. A. DE NUCCIO, *op. cit.*, 108, anche per riferimenti.

<sup>59</sup> Un esempio si rinviene nel contesto dei divieti di fabbricazione, d'uso nei processi produttivi e di immissione in commercio di specifiche sostanze inquinanti, di cui al Reg. (UE) 2019/1021, relativo agli inquinanti organici persistenti, che tuttavia considera l'impatto economico del divieto, consentendo limitate deroghe in mancanza di alternative "sicure, efficaci e accettabili economicamente".

<sup>60</sup> Si v., ad esempio, le azioni programmate dal PNRR per la transizione verde (Misura M2C2.5) di specifico sostegno a investimenti in fondi di *Ventur Capital* con focus green, in startups e incubatori/programmi di accelerazione.

<sup>61</sup> Ad es. per le attività di ecoinnovazione, in base alla disciplina (attualmente in fase di revisione) in materia di aiuti di Stato a favore dell'ambiente e dell'energia 2014-2020 (2014/C 200/01).

mente anche strumenti privati, rappresentati dalla standardizzazione di prodotti e di processi che consentano economie di scala<sup>62</sup>, da forme di coordinamento e organizzazione comuni, da accordi di filiera, dalla contribuzione dei partecipanti nelle strutture cooperative e consortili<sup>63</sup>, dalla logica di sostenibilità allargata che coinvolga più società del medesimo gruppo, permettendo la disseminazione su distinte società degli oneri di sostenibilità loro comuni, o li incardini in una di esse a servizio del gruppo, integrandone il ciclo economico con vantaggi compensativi misurabili.

*7. Le potenzialità propulsive della sostenibilità spontanea e dell'innovazione sostenibile.* – È quindi negli ambiti in cui non esistono né vincoli né incentivi, nei quali la sostenibilità risulta espressiva di scelte di autonomia privata – strategiche e gestionali – interamente libere, scelte eventualmente mosse da finalità sociali o invece condizionate solamente da eventuali pressioni competitive, che la sostenibilità esterna parrebbe trovare nella sostenibilità interna un limite ostativo insuperabile, se non a prezzo della sopravvivenza dell'impresa.

Anche in questo contesto, tuttavia, lungi dal rappresentare un mero costo di *compliance* o di sfruttamento di strumenti di agevolazione, la sostenibilità potrebbe esprimere potenzialità propulsive e persino contribuire ad alimentare in termini positivi il ciclo economico, piuttosto che aggravarlo.

Ciò sia nelle forme – peraltro percorribili anche nelle ipotesi di sostenibilità coattiva o orientata –, della riduzione dei costi o dell'aumento della produttività, che caratterizzano, in particolare, i paradigmi propri dell'economia circolare<sup>64</sup>, che supera l'ottica della conservazione delle condizioni, per indirizzarsi alla rigenerazione delle risorse, anche in funzione economica. In questo senso, ancora esemplificando, nel contesto della produzione agricola l'adozione di sistemi di produzione estensivi è capace di generare biomassa agricola e aumentare la produttività in modo naturale<sup>65</sup>, tecniche di agricoltura rigenerativa permettono di limitare o sostituire input esterni e il relativo costo, grazie alla riduzione degli scarti e al riutilizzo produttivo di materiale circolare, anche a fini energetici, mentre l'integrazione tra settori consente di valorizzazione, nel ciclo dell'agricoltura, sottoprodotti di processi industriali (es. depurazione delle acque reflue<sup>66</sup>). Nella stessa direzione l'agricoltura di precisione, la bio-agricoltura, le filiere

<sup>62</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Relazione*, cit., 16.

<sup>63</sup> Per spunti sul rilievo della dimensione consortile nella visuale dell'economicità, v. G. MARASÀ, *Impresa, scopo di lucro ed economicità*, in *AGE*, 2014, 33 ss., spec. p. 43. Quanto all'esperienza concreta possono richiamarsi, ad esempio, consorzi obbligatori, come il Consorzio Nazionale Imballaggi (CONAI), previsto dal D.Lgs. n. 152/2006, che opera a favore di produttori e utilizzatori di imballaggi, e dei consorzi di filiera settoriali che vi si collegano; e analoghi consorzi volontari, come il CONIP, Consorzio nazionale imballaggi plastica, che gestiscono anche marchi collettivi.

<sup>64</sup> V. in particolare, anche per i riferimenti alla letteratura, F. DE LEONARDIS, voce *Economia circolare*, in *Dig. Disc. Pubbl.*, Milano, 2021, nonché i contributi pubblicati in *Studi in tema di economia circolare*, a cura di F. DE LEONARDIS, EUM, Macerata, 2019.

<sup>65</sup> Cfr. Comitato capitale naturale, *Terzo Rapporto sullo stato del Capitale Naturale*, Roma, 2021, 121.

<sup>66</sup> Obiettivi fortemente sostenuti nella *Strategia "Dal produttore al consumatore"* per un sistema alimentare equo, sano e rispettoso dell'ambiente. Per queste e altre indicazioni su stato dell'arte e prospettive v. il terzo *Rapporto sull'economia circolare in Italia*, a cura del Circular Economy Network, 2021, spec. p. 41 ss.



brevi ed altro, possono migliorare insieme produttività, impatto ambientale, competitività e dimensione inclusiva delle imprese.

In questa angolatura è principalmente la sostenibilità innovativa, quella che non si limiti al rispetto degli obblighi o a progressi di rilievo marginale, ma superi lo stato dell'arte e si rivolga a conseguire una privativa industrialistica a impatto positivo su ambiente o tutele dei diritti, a rappresentare al meglio la logica del costo-opportunità rispetto alla sostenibilità interna. Questo genere di privativa non attribuisce, infatti, soltanto un generico vantaggio competitivo in termini di immagine o capitale reputazionale, peraltro di portata limitata e relativa<sup>67</sup>. Le si può riconoscere infatti valore economico diretto, se resa produttiva con il suo impiego nell'organizzazione, anche in quella comune a più imprenditori, e di sviluppo a mezzo di società innovative o di scambio nel suo collocamento negoziale sul mercato, ovvero di strumento di collaborazione nella logica delle reti di imprese.

Anche nella dimensione spontanea, quindi, economicità e sostenibilità non propongono valori e paradigmi di azione di necessità in contrapposizione tra loro, ma anzi presentano diverse linee di integrazione al fine della remunerazione dell'investimento e del conseguimento di risultato utile.

Esigenza, questa, che rappresenta il piano comune a tutte le situazioni sulle quali qui si è richiamata attenzione: al caso delle imprese di minore dimensione, che nella loro globalità sono maggiormente rappresentative del sistema economico e operano in ambiti di rischio per la sostenibilità sociale e ambientale, a quello delle imprese piccole e minime centrate sulla persona, nelle quali l'economicità deve anche assicurare reddito ai partecipanti e la sostenibilità tradursi anche nella considerazione delle persone impegnate nell'attività, al caso delle imprese delle organizzazioni non speculative finalizzate all'interesse generale, nonché al caso delle imprese "spersonalizzate", come la grande impresa azionaria, nell'ottica specifica di cura e composizione di differenti interessi e orizzonti temporali sui quali l'azione si proietta, e di destinazione dei risultati economici secondo coerenza con la logica causale del soggetto.

---

<sup>67</sup> Cfr. ancora, da ultimo, M. LIBERTINI, *Sulla proposta*, cit., 325 s.

# APPUNTI PER UNA “VIA ITALIANA” ALL’ESG: L’IMPRESA “COSTITUZIONALMENTE SOLIDALE” (ANCHE ALLA LUCE DEI “NUOVI” ARTT. 9 E 41, COMMA 3, COST.)

di *Stefano A. Cerrato*

SOMMARIO: 1. *O tempora, o mores.* – 2. La “filosofia della sostenibilità” oggi: fra euforia e preoccupazioni. – 3. Nell’interesse di chi? Scopo di lucro vs ESG. – 4. Dal quadro per la sostenibilità comunitario alla *loi PACTE*: epitaaffio del capitalismo o semplice operazione di cosmesi? – 5. Alcune criticità di un approccio fondato sugli interessi (ovvero: contro pratiche di ingegneria genetica societaria). – 6. Un approccio alternativo: la “solidarietà costituzionale” come (ulteriore) regola di condotta gestoria finalizzata al contemperamento fra la prospettiva (tipologica) egoistico-lucrativa e gli “interessi-altri” insiti nelle logiche ESG. – 7. Dai vichinghi ai santi sociali?

1. *O tempora, o mores.* – «*My ambition is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back into the business.*».

La storia ha, spesso, un curioso senso dell’umorismo.

Probabilmente l’imprenditore che pronunciassero oggi quelle frasi verrebbe lodato per la sua sensibilità ai temi sociali e apparirebbe su patinate copertine di riviste o home page di siti finanziari, magari a fianco di Greta Thunberg o di giovani dei *Fridays For Future*, celebrato come *frontman* di un nuovo ordine economico sostenibile e “giusto”, gravido di promesse e aspettative di salvezza per l’umanità<sup>1</sup>. Cento anni fa, invece, con questa dichiarazione il CEO della Ford Motor Company, Henry Ford – che sostenne con forza la sua visione di una società «*organized to do as much good as we can, everywhere, for everybody concerned. And incidentally to make money*»<sup>2</sup> –, oltre ad attirarsi gli strali della *corporate America* e la diffidenza di molti “benpensanti” del tempo, spinse i giudici del Michigan a bollare come arbitraria e illegittima la sua decisione di negare la distribuzione di utili ai soci per destinarli ad altri fini sul presupposto che «*a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders*» (almeno – aggiungerei – fin-

---

<sup>1</sup> È voluto il richiamo allo stimolante scritto di G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell’ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss., ora con il titolo *Can BlackRock save the Planet? The Institutional Investors’ role in Stakeholders Capitalism*, in *Harv. law rev.*, 2021, 1 ss.

<sup>2</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459 (Mich. 1919), 170 N.W. 668; la citazione che apre questo scritto si legge *ivi*, 505, mentre quella ora trascritta è tratta da R. CRABB, *Birth of a Giant. The Men and Incidents That Gave America the Motorcar*, Boston, 1969, 359.

tantoché i soci non decidano che deve perseguire interessi differenti come ebbe ad affermare Milton Friedman mezzo secolo dopo nel notissimo – ma anche molto equivocato<sup>3</sup> – articolo pubblicato sul *New York Times Magazine* del 13 settembre 1970).

È passato ormai tanto tempo da quella sentenza del 1919; ma soprattutto sono cambiati molti paradigmi nell’approccio al *business* e lo sviluppo di una diffusa coscienza sociale, specie negli ultimi decenni, ha profondamente mutato quello scenario. Non bisogna tuttavia cedere al fascino discreto della polarizzazione della storia e pensare che oggi imperi lo *stakeholderism* mentre da inizio Novecento e per un lungo tratto del “secolo breve” il *mainstream* fosse lo *shareholderism*, e che Henry Ford sia stato un “incidente di percorso”, un personaggio stravagante o forse solo ingenuo e male... “addestrato” dai suoi avvocati per la *cross examination*<sup>4</sup>. A parte il fatto che vi furono ben più serie ragioni imprenditoriali che giustificarono il comportamento del magnate statunitense (come una recente rivisitazione di quel famoso precedente ha dimostrato<sup>5</sup>), è ben noto a tutti che l’interrogativo sulla funzione della *corporation* ebbe per molti decenni un ruolo di primo piano nella letteratura economica e giuridica, come conferma (per restare entro i confini degli Stati Uniti) la fama che ancora accompagna il noto *Berle-Dodd debate* che prese avvio nel 1932<sup>6</sup>. Più in generale, non si può negare che imprenditori filantropi hanno in ogni tempo calcato la scena del mondo industriale: da Andrew Carnegie a Bill Gates passando per John D. Rockefeller<sup>7</sup> per non dimenticare lo spesso citato Adriano Olivetti, oppure i molto meno noti (ma forse più visionari e avanguardisti) Napoleone Leumann o Giovanni Cottino (recentemente scomparso), due esempi del tessuto imprenditoriale torinese che mi piace qui ricordare con un pizzico di orgoglio per una città da sempre laboratorio e avanguardia d’impresa, ma sensibile al sociale; al giorno d’oggi peraltro all’impulso occasionale dei singoli capitani d’industria si sono sostituite forme più strutturate di impegno sociale delle imprese stesse che hanno nelle c.d. “fondazioni *corporate*” da esse istituite (oltre cinquemila in Italia) le loro attrici protagoniste<sup>8</sup>, rendendo ormai strutturale la compenetrazione fra imprenditori, imprese e cd. “terzo settore”.

<sup>3</sup> L. ENRIQUES, *Missing in Friedman’s Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285 ss.

<sup>4</sup> Un’ampia rivisitazione del caso è stata proposta da M.J. ROE, *Dodge v. Ford: What Happened and Why?*, in *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper* No. 488/2020, in <https://ecgi.global/>; in precedenza, J.R. MACEY, *A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford*, in *Virginia law & bus. rev.*, 2008, 180; M.T. HENDERSON, *The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old is New Again*, in AA.VV., *Corporate Law Stories*, a cura di J.M. RAMSEYER, New York, 2009, 38 ss., spec. par. IV. *The Case*.

<sup>5</sup> M.T. HENDERSON, *op. cit.*

<sup>6</sup> A.A. BERLE JR, *Corporate Powers as Powers in Trust*, in *Harv. law rev.*, 1931, 1049; E.M. DODD, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, *ivi*, 1932, 1145; A.A. BERLE JR, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, *ivi*, 1932, 1372.

Si vedano anche L. STOUT, *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, in *Southern Cal. law rev.*, 2012, 1204; J.C.C. MACINTOSH, *The issues, effects and consequences of the Berle-Dodd debate, 1931-1932*, in *Accounting, Organizations and Society*, 1999, 139 ss.

<sup>7</sup> S.E. HAMEN, *John D. Rockefeller: Entrepreneur & Philanthropist*, Edina, 2011.

<sup>8</sup> Il fenomeno delle fondazioni di impresa ha suscitato finora interesse per lo più nella letteratura di settore: R. BODO, *Inquadramento del fenomeno e tipologie in Italia*, in *Non profit*, 2016, 22 ss.; A. GAMBA, *Le fondazioni di impresa tra strategia e fisco*, *ivi*, 47 ss.; M. TAGLIABUE, *La “corporate governance” delle*

Gli è tuttavia che tutte queste iniziative – come è stato notato ancora recentemente<sup>9</sup> – si sono storicamente mosse e si muovono per lo più su un piano – parallelo ma non estraneo a quello della gestione dell’impresa che ne sia protagonista<sup>10</sup> – di *volontarietà*, facendo leva sulla più o meno sensibile (e più o meno genuina, ovviamente) inclinazione dell’imprenditore o dei *manager*<sup>11</sup> a farsi spontaneamente parte attiva nelle politiche sociali o ambientali, nella vita culturale, nei processi democratici, nella lotta attiva alle diseguaglianze e alle discriminazioni a beneficio della comunità e dei singoli, progressivamente considerate – nella loro dimensione reputazionale – un potenziale “valore aggiunto” capace di generare profitti e dunque, indirettamente, una competizione virtuosa fra imprese; di qui la progressiva emersione di questi fattori come informazioni da rendere al mercato in apposite “comunicazioni sociali” a beneficio degli investitori più “sensibili” a queste strategie<sup>12</sup>.

---

*fondazioni di impresa*, ivi, 68 ss.; ID., *La normativa civilistica delle fondazioni di impresa*, ivi, 128 ss.; A. DANIELI, *Le fondazioni fondate da imprenditori o da famiglie imprenditoriali: scenari attuali e prospettive future di un “asset” strategico per il Sistema Paese*, ivi, 106 ss.; M. GRUMO, *Le fondazioni imprenditoriali e corporate: moltiplicatori del valore d’impresa*, in *Il Sole-24 ore*, 8 ottobre 2020 ([https://www.ilsole24ore.com/art/le-fondazioni-imprenditoriali-e-corporate-moltiplicatori-valore-d-impresa-ADofFRm?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/le-fondazioni-imprenditoriali-e-corporate-moltiplicatori-valore-d-impresa-ADofFRm?refresh_ce=1)).

<sup>9</sup> Da U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 226 s.; per una ricostruzione della parabola evolutiva della responsabilità sociale, da ultimo M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss.; in precedenza, con ampie riflessioni anche sulle prospettive future, U. TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, *passim*.

<sup>10</sup> Basti pensare al fatto che lo stesso Ford considerava il benessere dei dipendenti come un valore aggiunto per l’impresa e riteneva che fosse doveroso contemperare l’obiettivo del profitto con questi ulteriori fini, sia pure considerandoli strumentali al primo: *«I do not believe that we should make such an awful profit on our cars. A reasonable profit is right, but not too much. So it has been my policy to force the price of the car down as fast as production would permit, and give the benefits to users and laborers with surprisingly enormous benefits to ourselves»* (H. FORD-S. CROWTHER, *My Life and Work*, Garden City-New York, 1922, 162).

<sup>11</sup> L’impronta fortemente “manageriale” della *corporate social responsibility* è stata sottolineata soprattutto oltralpe in raffronto alla diversa e più “inclusiva” prospettiva introdotta dalla *loi PACTE*: *«Si les principes sous-tendus par la RSE semblent similaires à ceux de la raison d’être (intégrer volontairement les préoccupations sociales et environnementales, de la gouvernance aux conditions de travail et à la loyauté des pratiques), la RSE reste parfois théorique: le capital humain et le rôle structurant des collaborateurs semblent, si ce n’est occultés, étrangement désincarnés. C’est l’un des axiomes que la raison d’être peut en partie délier. La raison d’être, au-delà des principes posés par la loi et définis par les entreprises, s’incarne à travers les collaborateurs»* (Alexandre Menais, intervistato da V. BOLLAERT, *«C’est une révolution calme, mais une vraie révolution sociétale que la loi Pacte a engagée»*. *Entretien avec Alexandre Menais, secrétaire général d’Atos*, in *La semaine juridique – Notariale et immobilière*, n. 20, 21 maggio 2021, 26. Vedi anche *infra*, par. 3.

<sup>12</sup> Il riferimento è naturalmente alle disposizioni sull’informazione non finanziaria di cui al d.lgs. n. 254/2016 e all’art. 124 *quinquies* TUF che adottano la già collaudata logica binaria del *comply or explain* che non pone alcun reale obbligo giuridico di adozione di condotte conformi essendo d’altronde perfettamente legittimo (al netto di ogni stigma morale o sociale, che però si colloca fuori dal perimetro che stiamo considerando) “pensarla diversamente” e non adottare alcuna politica aziendale su «temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva», esponendosi al rischio (magari calcolato) di uno stigma sociale; paradigmatico è il caso dell’olio di palma che alcuni anni fa venne messo al bando da moltissimi produttori di dolci ma non da Ferrero s.p.a. che ha avuto il coraggio di «andare controcorrente» rispetto ad una narrazione non sufficientemente informata o sostenuta da dati scientifici: [https://www.quotidianosanita.it/scienza-e-farmaci/articolo.php?articolo\\_id=44513](https://www.quotidianosanita.it/scienza-e-farmaci/articolo.php?articolo_id=44513); sul carattere incentivante delle disposizioni sull’informazione non finanziaria, da ultimo, anche per riff., L. MARCHEGANI, *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d’impresa e fiducia degli stakeholders*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2021, 114, ove anche acute considerazioni sull’inefficacia del siste-

Ora, invece, si affaccia prepotentemente un nuovo “credo”, la cui parola d’ordine è che l’impresa (societaria, *in primis* se di grandi dimensioni, ma non solo<sup>13</sup>), debba essere addirittura *obbligata* a perseguire obiettivi “altri” dal profitto, variamente declinati (senza pretesa di esaustività: di carattere sociale, culturale, ambientale, di sostenibilità<sup>14</sup>, inclusione, formazione, cultura, di lotta a povertà, diseguaglianze, discriminazio-

---

ma di rimedi avverso violazioni della corretta e veritiera comunicazione non finanziaria (*ivi*, 132 ss.). Sul carattere volontario dell’integrazione di logiche “sociali” nel governo di impresa, P. MONTALENTI, *L’interesse sociale*, cit., 316 ss.; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 6, ma già in precedenza, in un quadro di più ampio respiro, ID., *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger*, Milano, 2012, 419. Per una più ampia prospettiva di indagine, F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021 241 ss., M.L. PASSADOR-F. RIGANTI, *Less is More in the Age of Information Overload: The Paradigm Shift from a Shareholder – To a Stakeholder-Oriented Market*, in *New York Univ. journal of law and bus.*, 2019, 567 ss.

Segnalo, in relazione alla qualità e natura dell’informazione utile per orientare gli investitori verso iniziative sostenibili, il lavoro critico di J. ARMOUR-L. ENRIQUES-T. WETZER, *Mandatory Corporate Climate Disclosure: Now, but How?*, in *Col. Bus. Law Rev.*, 2021, 1086 ss.

<sup>13</sup> È un dato oggettivo che i maggiori sforzi verso una sempre più penetrante integrazione delle logiche ESG nell’attività d’impresa si concentrino sulle imprese o sui gruppi multinazionali o comunque di dimensioni considerevoli, per plurime ragioni che non è qui necessario indagare, ma fra le quali sicuramente gioca un ruolo determinante il livello di impatto che il cambiamento nelle politiche gestorie di queste imprese può provocare a tutti i livelli di coinvolgimento di *stakeholders* (L. MARCHEGIANI, *Riflessioni*, cit., 114 s.). Non-dimeno, non può e non potrà in futuro essere trascurato l’universo delle imprese di media e piccola dimensione, specie in quei sistemi economici ove ne rappresentino il principale tessuto connettivo; in questa direzione si sono orientate alcune iniziative legislative come la Proposta di direttiva sulla *Corporate due diligence and corporate accountability* del Parlamento Europeo (una positiva valutazione su questa opzione è stata espressa da G. STRAMPELLI, *La strategia dell’Unione europea per il capitalismo sostenibile: l’oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, spec. 368) mentre la recentissima Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* della Commissione europea del 23 febbraio 2022 ritiene non proporzionato includerle nel perimetro della disciplina della dovuta diligenza in considerazione dei costi di implementazione dei processi di *due diligence*, essendo peraltro molte di esse indirettamente esposte ai costi di questi processi in quanto parte delle catene di valore coinvolte (EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*, Brussels, 23 febbraio 2022, 14). In disparte per il momento le scelte che verranno effettuate, pare certo che non sarà comunque sufficiente una mera trasposizione o estensione delle regole previste per le imprese di grandi dimensioni in considerazione delle significative peculiarità di quelle medio-piccole: si veda L. MARCHEGIANI, *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1481 ss.

<sup>14</sup> È chiaro che non si deve equivocare la prospettiva dell’adozione di politiche o condotte improntate alla sostenibilità *nell’impresa* (cioè nelle tecniche di produzione o erogazione di beni o servizi, nell’organizzazione del business, nell’impatto su ambiente e comunità di riferimento) con il diverso concetto della sostenibilità *dell’impresa*, che esprime invece un dovere positivo (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, TUF) degli amministratori di adeguata considerazione di prospettive di medio lungo termine: su questo equivoco (uno fra i molti che si annidano nei dibattiti sugli interessi dell’impresa, come subito diremo) mette in guardia M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 29 ss.; cfr. anche M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1352 s.

Proprio alla luce di questi *caveat* non convince nella sua assolutezza l’affermazione di U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility*, cit., 227 s., secondo il quale l’inclusione della sostenibilità dell’impresa e dei suoi impatti esterni nel processo decisionale gestorio siano essenziali per assicurare la finalità lucrativa: il perseguimento in via principale e primaria di interessi di terzi (lo si desume dal tenore e dall’esistenza stessa delle disposizioni sulla società benefit, ad esempio) è ontologicamente estraneo al concetto proprio di “scopo di lucro dei soci” a cui è teleologicamente preordinata la fattispecie “società” disegnata dal codice, a meno di voler accedere ad una lettura riduttiva nel senso che considerare i primi sia *strumentale* ad un obiettivo di maggiore valorizzazione del secondo. In questa direzione, però, l’inclusione dei fattori ESG

ni, etc., spesso riassunti con qualche semplificazione di troppo nell'acronimo ESG), superando lo schema classico del fine puramente lucrativo che – associato alla prospettiva di una gestione orientata al “breve termine” – viene in pratica demonizzato<sup>15</sup>, come se fosse un male del nostro tempo da estirpare per assicurare un futuro al pianeta e al genere umano.

2. La “filosofia della sostenibilità”, oggi: fra euforia e preoccupazioni. – Resto sinceramente sbalordito nel constatare quanto fervido entusiasmo circondi, quale che ne sia la declinazione considerata, il tema dell'adozione di politiche ESG-oriented, quasi come se fossero il rimedio universale ai guasti della società d'oggi. A sollevare obiezioni rispetto a quello che appare un approccio acritico e forse ingenuo, a predicare prudenza nell'affidarsi a strumenti che appaiono troppo perfetti per essere davvero privi di rischi, c'è il serio pericolo di essere additati come egoisti, insensibili o peggio ancora come “boomer”, preoccupati solo di salvaguardare *status quo*, privilegi e stili di vita del passato.

Un ritratto nel quale, francamente, non mi riconosco: condivido in pieno l'urgenza di scelte radicali e non mi stanco di sottolineare l'encomiabilità di molti sforzi per la salute del pianeta e degli ecosistemi, per la promozione del benessere delle comunità e della società civile, per la protezione delle minoranze di ogni genere e la lotta alle disuguaglianze, e sono convinto che solo con un serio e globale cambiamento di coscienza collettiva che investa ogni ambito dell'agire umano si possa sperare di salvaguardare il futuro per coloro che lo vivranno. La consapevolezza di autorità, anche sovranazionali, governi e regolatori, così come la sensibilità di imprese e cittadini fanno ben sperare. Ciò nondimeno, nutro serie perplessità su alcuni aspetti della “filosofia della sostenibilità” che, in certe sue declinazioni, mi pare addirittura essere scaduta a semplice “moda” – l'essere “sostenibile” – mettendo a rischio la credibilità dell'intero movimento.

Innanzitutto c'è un problema – per usare un sintagma caro a Paolo Montalenti – di *actio finium regundorum*, o forse meglio di definizione della fattispecie che è logicamente antecedente necessario di ogni (tentativo di) disciplina.

Parlare di sostenibilità e di criteri ESG significa richiamare concetti vaghi nella loro effettiva portata definitoria. Sostenibilità – ricorda Mario Stella Richter in un pregevole scritto<sup>16</sup> – viene riferito usualmente sia al profilo finanziario che sociale/ambientale. Nel primo senso è sostenibile l'impresa che assicura la propria continuità nel medio periodo con strategie equilibrate e sufficientemente prudenti e accorte. Nulla di nuovo, considerato che credo nessuno abbia mai messo in dubbio che sia un dovere degli amministratori assicurare il *going concern*<sup>17</sup>; un concetto peraltro oggi molto rafforzato dal lungamente atteso codice della crisi in vigore dal 15 luglio 2022 che all'art. 3 – il cui

---

nella gestione d'impresa torna ad essere un tema di estensione qualitativa della discrezionalità degli amministratori in una prospettiva *shareholder-oriented*.

<sup>15</sup> Un tentativo di difesa dello *short termism* contro l'«accanimento» a cui si trova esposto si legge da ultimo in M.V. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Rivista ODC*, 2021, 255 ss.

<sup>16</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, cit., 29 ss.

<sup>17</sup> Da ultimo, M. IRRERA-M. SPIOTTA-M. CAVANNA, *Gli obblighi e i doveri*, in AA.VV., *Diritto del governo delle imprese* diretto da M. Irrera, seconda edizione, Torino, 2020, 248 ss.

testo finalmente completa il secondo comma dell'art. 2086 cod. civ. altrimenti claudicante – scolpisce a chiare lettere il dovere di curare assetti volti a percepire tempestivamente lo stato di crisi (che si concreta, semplificando, nello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario) e ad assumere iniziative per superarlo o gestirlo. Nel secondo senso, invece, la sostenibilità si riferisce all'impatto dell'attività d'impresa all'esterno, e dunque alla capacità di minimizzare le esternalità negative con soluzioni organizzative, tecnologie, impianti, etc. che abbiano basso impatto ambientale, che non pregiudichino i livelli di benessere umano, la salute della popolazione, l'equilibrio sociale<sup>18</sup>. Due accezioni, peraltro, che possono porsi fra loro in stridente contraddizione, sol che si pensi ad esempio a quali sacrifici in termini di livelli occupazionali possa imporre il perseguimento della sostenibilità finanziaria come dimostrano i recenti problemi di molte compagnie e imprese del comparto aereo, che hanno licenziato moltissima forza lavoro nel periodo COVID perché il modello di business era divenuto insostenibile ed oggi chi paga lo scotto di quelle scelte di sostenibilità siamo noi consumatori.

Anche l'acronimo ESG nasconde una profonda contraddizione: perseguire obiettivi di *governance* (acronimo "G") significa migliorare il benessere dei soci, quindi il valore del loro investimento (*shareholders' value*) ma ciò va a discapito di ambiente e comunità (a cui si riferiscono gli acronimi "ES"), poiché gli interessi degli *stakeholders* solitamente si pongono in antitesi a quelle dei soci; e pure fra interessi ambientali e della comunità possono esserci tensioni, come la vicenda dell'ILVA di Taranto, stretta nel dilemma fra spegnere per sempre gli altiforni, privando di lavoro dipendenti e tessuto economico dell'indotto, e tutelare l'occupazione proseguendo però ad inquinare il territorio, plasticamente dimostra.

ESG è, in sintesi estrema, un concetto astratto e generico che riassume un'idea, o forse una speranza; ma che – come un vaso di pandora – contiene una panoplia di possibili strategie di approccio e gestione dei problemi, ognuna tanto buona ed efficace quanto le altre, ma ciascuna se calate entro una specifica realtà sociale o imprenditoriale. Mi chiedo come si possa quindi seriamente discorrere di logiche ESG senza prima definire esattamente il perimetro del campo ove le si vuole far entrare in gioco.

In secondo luogo, occorre chiedersi se veramente il perseguimento di logiche di ESG risponda – come spesso si dice – ad un interesse dell'impresa. Qui il discorso si fa complesso e si intreccia anche con la mai sopita questione (sulla quale tornerò infra, nel par. 3) di *quale* sia l'interesse dell'impresa. Mi limito qui a qualche spunto: intanto, come ho scritto nel precedente paragrafo, i paladini del movimento ESG demonizzano il breve periodo e adottano come prospettiva quella di medio-lungo periodo, dunque di orizzonti temporali molti dilatati che rendono assai difficile mettere chiaramente a fuoco quali saranno gli effettivi benefici e chi li potrà ritrarre. Il vero punto dolente è secondo me un altro e impatta negativamente sull'interesse dell'impresa. Ho la sensazione che si sia ormai instaurata una specie di "dittatura del pensiero unico" di orwelliana memoria: è sempre più difficile, quasi impossibile, per l'impresa sottrarsi alle logiche ESG. Istituzioni, mercati, sistema bancario e finanziario, investitori, consumatori hanno maturato in questi ultimi anni una spiccata sensibilità per i temi della sostenibilità, e questo è certamente un bene; il fenomeno ha però ormai assunto connotati patologici per cui l'essere "sostenibili" senza se e senza ma è divenuta quasi una *condicio sine*

<sup>18</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, cit., 30 s.

qua non di esistenza dell'impresa: se è quotata, è tenuta a perseguire il "successo sostenibile" in base al Codice di *corporate governance* di Borsa Italiana che ha assunto valenza prescrittiva e non più solo di *soft law* pura. Se vuole operare nel settore del *public procurement*, il nuovo codice degli appalti [si veda l'art. 1, comma 2, lett. f) l. 20 giugno 2022, n. 78] imporrà di incrementare il grado di ecosostenibilità degli investimenti pubblici e delle attività economiche, e di garantire il rispetto dei criteri di responsabilità energetica e ambientale (cosa in realtà già prevista oggi con i CAM in base all'art. 34 d.lgs. n. 50/2016) e l'introduzione di sistemi di rendicontazione degli obiettivi energetico-ambientali. Se intende ottenere finanziamenti dal sistema bancario, l'impresa è tenuta a certificare molteplici requisiti di sostenibilità e di adesione a codici e principi di matrice ESG. Se non vuole perdere quote di mercato e clienti, deve dimostrare che prodotti o servizi rispettano elevati standard di sostenibilità.

In tutto questo però nessuno si preoccupa di valutare gli effetti di breve periodo e – mi si perdoni il bisticcio di parole – l'insostenibilità delle scelte sostenibili. Pensiamo ad esempio alla transizione dai carburanti fossili a quelli da fonti rinnovabili: a livello sociale si profila lo spettro di una crisi sistemica di ampie fasce dell'indotto dell'*automotive* che saranno costrette a ridimensionare gli organici o a chiudere stabilimenti e impianti aggravando i livelli di disoccupazione e di povertà e innalzando le tensioni sociali, senza considerare le condizioni di lavoro al limite della schiavitù di adulti e minori in cui – lo riportano fonti attendibili (UNICEF e Amnesty International) – sono ridotti coloro che estraggono i minerali necessari per la componentistica di apparecchi elettronici e accumulatori elettrici (principalmente in Congo), mentre sul piano ambientale pare che nessuno sia consapevole dello "stupro ambientale"<sup>19</sup> che stiamo perpetrando al pianeta e del danno futuro che deriverà dallo smaltimento delle batterie esauste, ben maggiore di quello dei motori termici attuali<sup>20</sup>.

Una terza preoccupazione di cui occorre farsi seriamente carico è quella che potrei definire della "insincerità delle intenzioni". L'inevitabilità del dover essere sostenibili perché lo richiedono i regolatori, lo esigono i principali *stakeholders* (banche, finanziatori, etc.) e se lo attendono i consumatori e clienti, ha alimentato il subdolo fenomeno del *greenwashing*, cioè delle false dichiarazioni o attestazioni di *compliance* a criteri di sostenibilità non realmente conseguiti o posseduti, così di fatto distorcendo la concorrenza e innestando una pericolosa gara verso traguardi di sempre maggiore sostenibilità che trascurano di considerare i reali impatti – economici, sociali, ambientali – attuali e di breve periodo delle scelte adottate. Il fenomeno è assai diffuso e non va sottovalutato: un'indagine della Commissione Europea condotta nel 2020 su un campione di dichiarazioni ambientali ha rilevato che circa il 53% di esse appare inaffidabile perché inaccurate, opache, ambigue o inconsistenti<sup>21</sup>; InfluenceMap, un think tank indipendente che si occupa di finanza sostenibile ha esaminato nel 2021 oltre 750 fondi azionari gestori di circa 330 miliardi di dollari investiti in prodotti dichiarati green o ESG-

<sup>19</sup> Espressione molto forte che rubo ad A. DI COSTANZO, *Mobilità elettrica: svolta green o dark?*, in <https://motori.iltabloid.it/2022/01/23/mobilita-elettrica-svolta-green-o-dark.html>.

<sup>20</sup> Sono lungimiranti le dichiarazioni di Carlos Tavares, ceo di Stellantis, che in una lunga intervista rilasciata a gennaio 2022 ha espresso forti riserve sulla transizione energetica e sui rischi che comporta, affermando fra l'altro che «non guardare l'intero ciclo di vita delle auto elettriche è molto riduttivo».

<sup>21</sup> Il report è consultabile al link [https://ec.europa.eu/environment/eussd/smgp/pdf/2020\\_Greenclaims\\_inventory.zip](https://ec.europa.eu/environment/eussd/smgp/pdf/2020_Greenclaims_inventory.zip).



*compliant*, rilevando che circa il 70% (con asset per 256 miliardi di dollari), non rispettava gli obiettivi climatici del Trattato di Parigi. Le autorità si stanno attivando (è notizia di questi mesi che nel pacchetto sull'economia circolare la Commissione Europea ha inserito la proposta di rafforzare la tutela dei consumatori contro le pratiche di *greenwashing*<sup>22</sup>, mentre l'*IFRS Foundation* ha costituito un board con il compito di elaborare un sistema di *IFRS Sustainability Disclosure Standards*), e si ha anche notizia di qualche prima iniziativa giudiziaria, una in Italia<sup>23</sup>.

Ma la più rilevante questione che a mio avviso va affrontata concerne il carattere – prescrittivo o volontario – dell'adozione di politiche gestorie orientate a criteri ESG.

Questa nuova filosofia e le sue potenziali conseguenze (giuridiche, ma non solo) inquietano non poco: il diritto d'impresa come lo conosciamo è di fronte ad un bivio angoscioso, forse esiziale, che potrebbe anche decretarne la fine prematura<sup>24</sup>; la proposta (da ultimo formulata dal Parlamento europeo nel 2021) di imporre, attraverso un mutamento nel paradigma degli "interessi" della società, doveri di gestione dell'impresa *ESG-oriented* rischia – nello scenario migliore – di tradursi solo in formule di cosmesi come sembra avvenire, a detta di molti, nell'esperienza francese *post loi PACTE*, o più realisticamente di spalancare praterie all'arbitrio degli amministratori indebolendone l'*accountability* verso i soci, senza in contropartita accrescerla verso i portatori di interessi terzi<sup>25</sup>. Ma nella peggiore delle ipotesi (che, a mio avviso, non va considerata un

<sup>22</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_22\\_2098](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2098).

<sup>23</sup> Di recente, KLM ha subito un'azione legale da parte di un gruppo ambientalista olandese per alcune dichiarazioni pubblicitarie che riportavano informazioni false sulla sostenibilità dei suoi voli e dei suoi piani per affrontarne l'impatto sul clima (<https://www.bbc.com/news/science-environment-61556984>). In Italia, il Tribunale di Gorizia ha pronunciato un'inibitoria a carico di un'impresa che pubblicizzava falsamente asserite qualità green di un proprio prodotto (Trib. Gorizia, 25 novembre 2021, di cui dà notizia <https://www.dirittobancario.it/art/greenwashing-italia-un-esempio-nella-sentenza-del-tribunale-di-gorizia/>; il testo integrale del provvedimento è invece reperibile al link <https://valori.it/wp-content/uploads/2022/01/greenwashing-Alcantara-vs-Miko-ordinanza-del-25-novembre-2021-del-Tribunale-di-Gorizia-R.G.-2021-712.pdf>).

<sup>24</sup> Note sono le discussioni sul lucro quale elemento costitutivo della fattispecie impresa, lucidamente sintetizzate da G. BONFANTE-G. COTTINO, *L'imprenditore*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale diretto da G. Cottino*, vol. I, Padova, 2001, 435 ss., i quali concludono osservando che «il lucro dunque nella realtà delle cose pare affermarsi con prepotenza come un requisito naturale dell'impresa»; come gli autorevoli Maestri, neppure io son convinto dall'orientamento che lo esclude e non posso che ripetere qui l'ammonimento da essi formulato, che oggi assume i contorni quasi di una premonizione: senza lo scopo di lucro «lo stesso sistema dell'economia di mercato perderebbe di mordente e di significato» (ivi, 437), poiché «solo con il lucro distribuito ai soci si incentiva l'investimento nelle imprese, condizione per il loro sviluppo e per le utilità che da esso derivano, questa volta non per i soli proprietari ma per il sistema economico in generale» (ivi, 441); da ultimo, G. COTTINO, *Le società di persone*, Bologna, 2019, 30 ss., affronta ancora il «tabù» dello scopo di lucro in sostanziale continuità con il pensiero espresso vent'anni prima. In posizioni affini, ma con l'importante temperamento – che, come dirò *infra*, oggi discende dall'assetto costituzionale portato dalla l. cost. n. 1/2022 – che il profitto non può legittimare la compressione «degli altri interessi coinvolti e dei valori che rappresentano», G.C.M. RIVOLTA, *L'impresa tra legalità e socialità*, in *Boll. Banca pop. Lodi*, 1994, n. 2, 13 ss., oggi in ID., *Scritti giuridici*, vol. I, *Impresa, azienda, fallimento*, Milano, 2021, 135 ss.: «Il profitto è legittimo. Non solo come importante indicatore e regolatore della vita e della vitalità dell'impresa [...]. Ma anche, e prima ancora, come compenso e contropartita dell'impegno e del rischio dell'imprenditore».

<sup>25</sup> L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 164 ss. Il pericolo è esattamente messo in luce da MARIO STELLA RICHTER JR (*Società benefit e società non benefit*, in *Rivista ODC*, 2017, fasc. 2, 6 s.; *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 48 s., ove altre citazioni) che denuncia il rischio di un'estensione a dismisura dello spazio di applicazione della *business*

esercizio di speculazione teorica) nel medio periodo potrebbe disinnescare o indebolire grandemente la molla del capitalismo che alimenta la sua forza propulsiva nell'obiettivo del lucro soggettivo; creare nuove diseguaglianze a discapito di soci ed investitori che pagherebbero essi solamente il "costo" di questa svolta "sociale" (destinare gli sforzi dell'impresa anche al perseguimento di obiettivi ESG, infatti, equivale a privare i soci dell'utile che altrimenti quegli sforzi avrebbero prodotto); e, prospettiva più grave ancora, aprire la strada – attraverso il definitivo avallo dell'ibridazione della società da strumento di esercizio della libertà (economica) privata a veicolo di perseguimento (anche) di interessi generali – a forme mascherate di ingerenza pubblica nella gestione prodromiche di una "neo-statalizzazione" debole delle imprese, espropriate di fatto ai loro legittimi titolari e tramutate in appendici dello Stato o degli enti pubblici, incapaci di provvedere da sé al perseguimento degli scopi che sono loro propri<sup>26</sup>.

Bisogna in effetti dar atto che un (personalmente poco apprezzabile) fattore determinante di questo processo di "mutazione genetica" dello strumento societario è la crescente "destatalizzazione" di funzioni fondamentali per le comunità nazionali, fenomeno che – con l'affidamento di sempre maggiori compiti propri dello Stato o degli enti locali ai privati in (discutibile) applicazione del principio costituzionale della sussidiarietà orizzontale<sup>27</sup> – ha visto il potere pubblico abdicare (per ragioni note di debolezza economica o organizzativa) di fronte non solo a nuove sfide ma anche a consolidate posizioni di tutela di interessi pubblici, rinvigorendo l'idea che i "corpi sociali intermedi" (associazioni, enti, società, etc.) debbano rispondere anche del perseguimento di

---

*judgment rule* o meglio dell'introduzione a fianco di questa regola di una *benefit judgment rule* «dai confini per verti versi ancora più vasti, elastici e indefiniti» (op. ult. cit., 49). Problema analogo si pone, d'altronde, strutturalmente, nelle società benefit: ID., *Società benefit*, 6 s. Da ultimo, anche sul tema della responsabilità gestoria nelle società benefit, G.M. NORI, *La società Benefit un (nuovo?) mezzo per (non) fare impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 787 ss., ove ampia bibliografia.

<sup>26</sup> Il timore che l'evoluzione del sistema capitalistico assuma questa curvatura crepuscolare è presente nella dottrina francese, naturale corollario dell'accelerazione che la *loi PACTE* ha impresso al dibattito sull'integrazione della responsabilità sociale nel diritto d'impresa. Si può leggere fra gli altri P.H. CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?*, in *Rivista ODC*, 2019, 497 ss.; alla progressiva devoluzione di funzioni dallo Stato ai privati è invece dedicata qualche sintetica riflessione da P. LIGNIÈRES, *Les entreprises et l'intérêt général*, in *Droit admin.*, 2018, n. 5, 5.

<sup>27</sup> Principio oggi riconosciuto nell'art. 118 Cost. ma da sempre immanente al nostro ordinamento costituzionale (A. D'ATENA, *Costituzione e principio di sussidiarietà*, in *Quad. cost.*, 2001, 13 ss.) in virtù del quale «Stato, Regioni, Città metropolitane, Province e Comuni favoriscono l'autonoma iniziativa dei cittadini, singoli e associati, per lo svolgimento di attività di interesse generale, sulla base del principio di sussidiarietà». Naturalmente non è il principio di sussidiarietà in sé ad essere criticabile, bensì la convinzione che determinate esigenze collettive – come la salvaguardia dell'ambiente, la lotta alle diseguaglianze, il benessere collettivo – possano essere meglio e più efficacemente soddisfatte dai privati stessi pur in presenza di forti tensioni economiche e conflitti di interesse che rendano prevedibile la prevalenza di logiche egoistiche e opportunistiche. Dubbi che sono posti, incidentalmente, da ultimo, da M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 386; e faccio mie le recenti osservazioni di M. LIBERTINI, op. cit., 335: «ci sono problemi — è banale osservarlo — che possono essere affrontati e risolti soltanto a livello collettivo e politico. Le riflessioni e le proposte in materia di sustainable corporate governance dovrebbero andare di pari passo con le riflessioni e le proposte in materia di sustainable political governance. Queste ultime sono rimaste, invece, molto indietro: si può seriamente pensare ad una transizione ecologica se gli attuali sistemi di selezione dei decisori politici esaltano uno short termism diverso, ma non meno pericoloso, di quello che ha guidato la governance delle imprese?».

interessi generali<sup>28</sup>. Anche su questo terreno, però, la situazione potrebbe mutare: è noto che è stata approvata recentemente una riforma costituzionale – invero passato ingenerosamente sotto silenzio – la quale ha elevato a valori meritevoli di tutela costituzionale l’ambiente, la biodiversità, gli ecosistemi e gli animali, anche nell’interesse delle future generazioni (l. cost. 11 febbraio 2022, n. 1)<sup>29</sup>. Vedremo se la l. cost. n. 1/2022 inaugurerà una “nuova fase” di protagonismo dello Stato oppure sarà l’ennesimo proclama di intenti che si aggiunge ai tanti inattuati nella nostra Carta fondamentale. Ciò che oggi può però dirsi è che questa svolta “sociale” ha tutte le potenzialità per divenire la stella polare di governo di un nuovo ordine economico, non solo in chiave nazionale: pensiamo, solo per fare un esempio di attualità, all’importante contributo che potrebbe venire da una riflessione improntata alla ricerca di un *trade-off* fra profitto e fini sociali “costituzionalmente orientato” alla dibattuta questione del superamento dei brevetti nel settore dei vaccini<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Ha di recente scritto U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”*?, in *Riv. soc.*, 2021, 3, ricordando il pensiero di Raghuram Rajan che «*Tutto questo non significa, in alcun modo, sostituire lo Stato con l’Impresa [...] le corporations non sono state create per essere organizzazioni politiche ed occuparsi di problemi generali, ma devono avere il coraggio di farsi sentire quando i cardini essenziali della società sono a rischio, perché nel lungo periodo questo influirà sulla capacità di chiunque di generare profitti*». Non si può che concordare con questo invito ad una “cittadinanza attiva” delle imprese; tuttavia la sensazione è che la politica – e dunque il potere pubblico –, sempre più incapace per limiti propri, strutturali e non, non sia in grado di porsi alla guida di alcun processo evolutivo di ampio respiro e dunque finisca (forse un po’ populisticamente) per “scaricare” non solo tutte le responsabilità e ma anche le aspettative di cambiamento sugli attori privati più “esposti” adagiandosi inconsapevolmente su una rischiosa filosofia di “privatizzazione” del senso dello Stato e della sua funzione fondamentale. Detto in termini diversi, è come se ci avviassimo ad un “nuovo” medioevo, in cui non ci son più feudi e città-stato ma multinazionali e imprese ad occuparsi del benessere di questa o quella comunità ristretta.

Anticipando qui cosa si dirà oltre, non è modificando il *corporate purpose* che governi e pubblici poteri affrontano realmente i problemi del pianeta, semplicemente delegano altri (che tuttavia non sono espressione di logiche di rappresentanza democratica) a farsene carico in nome della collettività con un duplice rischio: che questo accresca il potere (già oggi molto penetrante) e l’arbitrio dei manager riducendone l’*accountability*; e che senza una particolare logica o giustificazione o coerenza i “costi di transazione” di questa “transizione” siano allocati solamente sulle spalle di soci ed investitori i cui legittimi profitti sarebbero di fatto espropriati a beneficio della collettività.

<sup>29</sup> Nel corso dell’*iter* parlamentare la proposta di revisione degli artt. 9 e 41 Cost. è stata attentamente commentata, anche con talune proposte emendative: L. SALVEMINI, *Dal cambiamento climatico alla modifica della Costituzione: i passi per la tutela del futuro (non solo nostro)*, in *federalismi.it*, 2021, fasc. 20, 63 ss.; M. CECCHETTI, *La revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione e il valore costituzionale dell’ambiente tra rischi scongiurati, qualche virtuosità (anche) innovativa e molte lacune*, in *Forum di Quaderni Costituzionali. Rassegna n. 3/2021*, 461 ss.; G. SANTINI, *Costituzione e ambiente: la riforma degli artt. 9 e 41 Cost.*, *ivi*, 285 ss.; M. SCIASCIA, *Riforma in itinere degli artt. 9 e 41 della costituzione: l’habitat umano quale bene collettivo unitario*, in *Amministrativ@mente*, 2021, 465 ss.; da ultimo, Y. GUERRA-R. MAZZA, *La proposta di modifica degli articoli 9 e 41 Cost.: una prima lettura*, in *Forum di Quaderni Costituzionali. Rassegna*, n. 4/2021, 109 ss. Dopo l’approvazione definitiva (anche se sulla base di una relazione ad un simposio del 2021, aggiornata), G. DEMURO, *I diritti della Natura*, in *federalismi.it*, 2022, fasc. n. 6, iv ss.

Qualche considerazione in merito all’impatto di questa riforma sul mondo economico, fra libertà d’impresa e limiti, si legge in L. CASSETTI, *Riformare l’art. 41 della Costituzione: alla ricerca di “nuovi” equilibri tra iniziativa economica privata e ambiente?*, in *federalismi.it*, 2022, fasc. n. 4, 188 ss.; da ultimo, con particolare riferimento al bilanciamento fra interessi nella dinamica gestoria delle società, C.F. GIAM-PAOLINO, *La tutela ambientale in Costituzione alleata con i principi Esg*, in *Il Sole-24ore*, 6 marzo 2022, 16.

<sup>30</sup> L’argomento è stato di recente affrontato in un seminario torinese da Maurizio Borghi ed è nell’agenda dei regolatori mondiali (WTO) e di molti governi nazionali con profonde diversità di vedute: da ultimo,

Muovendo da queste preoccupazioni e prospettive, poco rassicuranti e poco allettanti, vorrei provare – sia pure nel ridotto spazio che la destinazione del presente contributo consente – a focalizzare la mia attenzione sull’ultima delle questioni enunciate, vale a dire la proposta che siano imposti per legge agli amministratori di società doveri fiduciari *ESG-oriented*, articolando la riflessione in tre parti. Nella prima (par. 3) ripercorro in estrema sintesi il noto dibattito sull’interesse sociale per ribadire la mia preferenza per una lettura neo-istituzionalistica in chiave di interesse alla miglior valorizzazione della partecipazione del socio escludendo l’attuale sussistenza di alcun dovere autonomo e non strumentale ad esso di perseguimento di interessi-altri. Nella seconda parte (par. 4-5 esamino la riforma francese del 2019 (*loi PACTE*) e le altre proposte sul tavolo dei legislatori (europeo e nazionali) accomunate dall’intento (dichiarato) di incidere sullo scopo della società ovvero comunque sul perimetro degli interessi e dei conseguenti doveri fiduciari degli amministratori, quantomeno nelle società aperte e di maggiori dimensioni dove è preponderante il “problema” della spinta allo *shortermism*, includendovi *ex lege* i temi ESG e della sostenibilità nel medio-lungo periodo, al fine di accertare se e in che misura si stia realmente muovendo nella direzione di un allargamento del perimetro dei doveri fiduciari degli amministratori; quindi (par. 6), senza disconoscere (ed anzi riconoscendo) l’urgenza di una maggiore responsabilizzazione del mondo imprenditoriale ma con l’obiettivo di scongiurare il rischio di assoggettare gli amministratori a regole rigide poco coerenti con i principi di fondo del nostro diritto societario, suggerisco una “via alternativa” alle complesse e incerte riforme proposte, valorizzando un principio fondamentale del nostro ordinamento che si impone a ciascuno (e quindi anche all’imprenditore, individuale o collettivo), cioè il dovere di solidarietà scolpito nel tanto fondamentale (quanto spesso trascurato) art. 2 Cost., oggi declinato in modo ancora più aderente al mondo dell’impresa con la modifica portata dalla l. cost. n. 1/2022 all’art. 41 della Carta.

3. *Nell’interesse di chi? Scopo di lucro vs ESG.* – Le proposte di integrazione delle logiche ESG nel novero dei *fiduciary duties* ai quali sono tenuti gli amministratori nella gestione d’impresa incidono su temi “classici” del diritto societario: non solo rinnovano in termini inediti il mai sopito dibattito sul concetto di “interesse sociale” – faticosamente giunto, negli ultimi tempi, ad un punto di sintesi compendiata nella formula alcuni anni addietro coniata da Paolo Montalenti del “neo-istituzionalismo”<sup>31</sup> –, ma

---

J. BARNES-WEISE-A. SANTOS RUTSCHMAN-R. ADLER, *Assessment of the proposed intellectual property waiver as a mechanism to address the COVID-19 vaccine scarcity problem*, in *Journal of Epidemiol Community Health*, 2022, 317 s.; M. NIOI, P.E. NAPOLI, *The Waiver of Patent Protections for COVID-19 Vaccines During the Ongoing Pandemic and the Conspiracy Theories: Lights and Shadows of an Issue on the Ground*, in *Frontiers in Medicine*, November 2021, article 756623, <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fmed.2021.756623/full>.

<sup>31</sup> P. MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 243 ss., spec. 244 s., poi anche con il titolo *Conflitto di interessi e amministratori*, in ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 141 ss. Fra i vari scritti che Paolo Montalenti ha dedicato specificamente al tema (ai quali rinvio anche per ogni riferimento bibliografico che qui non è consentito riportare se non limitatamente a qualche aggiornamento subito *infra*), segnalo da ultimo ID., *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.; ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell’impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per*

mettono in discussione l'identità stessa della società, come storicamente determinatasi, quale strumento di esercizio di attività per finalità lucrative (art. 2247 cod. civ.), inducendo a interrogarsi sulla configurabilità (e, a dire il vero, sull'opportunità) di un ruolo "sociale" dell'impresa<sup>32</sup>.

Lo spazio di questo scritto non consente di approfondire adeguatamente questi profili; ho già espresso preferenza per la tesi che nell'attuale quadro normativo lo scopo lucrativo permanga quale elemento imprescindibile della nozione codicistica di società, imprescindibilità che non è scalfita (anzi: rafforzata) dalla circostanza che lo schema societario sia stato via via adattato a finalità differenti: è infatti proprio l'esistenza di questa regola che ha reso necessario – a differenza degli ordinamenti (*common law* e tedesco ad esempio) ove la società è uno schema aperto a qualsiasi *lawful purpose* – introdurre norme espresse che consentissero di derogare in tutto o in parte allo scopo di lucro, come per l'adozione della forma *benefit ex art.* 1, commi 376-384, l. 28 dicembre 2015, n. 208, o per l'utilizzo del tipo societario per «attività d'impresa di interesse sociale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale» ex d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112 (già d.lgs. 24 maggio 2006, n. 155) per citare i più recenti casi<sup>33</sup>.

---

*i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 171 ss.; ID., *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 81 ss.; ID., *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, 1118 ss.; Sul tema è tornato infine in ID., *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. comm.*, 2021, consultato per cortesia dell'A.

Consapevole che una selezione bibliografica pecca sempre per difetto sotto ogni punto di vista, sul tema dell'interesse sociale segnalo, oltre ai già citati contributi di C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 90 ss. e 345 ss.; ID., *Divagazioni*, cit., 3 ss., F. DENOZZA, *Lo scopo della società dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 615 ss.; F. DENOZZA-A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, *ivi*, 2021, 1079 ss.; F. DENOZZA, *Prima della tempesta: equilibrio, mercato e potere privato in uno degli ultimi saggi di Tullio Ascarelli*, in corso di pubblicazione in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2022, dattiloscritto consultato per cortesia dell'A., spec. par. 6 ss.; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, 11 31 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. "IT", "Corporate governance" e "Corporate Social Responsibility"*, in *Riv. soc.*, 2020, 1326 ss.

<sup>32</sup> Un approccio, lo dico subito, rinviando *infra* al par. 4, che trovo inadeguato e pericoloso. Particolarmente anticipatrici sono state alcune acute riflessioni di G.C.M. RIVOLTA, *op. cit.*, 135 ss.: questi rilevava che «non è una risposta ai quesiti "che cos'è l'impresa", "chi è l'imprenditore" che può dare la misura della sua socialità e farne apprezzare l'apporto al bene collettivo. Ma una valutazione, in termini concreti e con riguardo a tutti gli aspetti accennati, di come l'impresa si svolge; di come opera l'imprenditore», svalutando recisamente l'approccio che oggi pare maggioritario, diretto a incidere sugli interessi che gli amministratori sono chiamati a perseguire. E poco oltre, nell'auspicare un approccio che coniugasse efficienza e solidarietà il medesimo Autore raccomandava «all'oculatazza dei legislatori, ma soprattutto alla coscienza degli imprenditori» il perseguimento di scopi sociali e solidali.

<sup>33</sup> G. BONFANTE-G. COTTINO, *op. cit.*, 440: «in altri termini e conclusivamente che vi sia una s.p.a. senza scopo di lucro sembra essere l'espressione di una eccezione che conferma la regola (lucrativa)», per poi concludere (*ivi*, 441) con l'esclamazione «Altro che neutralità dell'impresa!»; nel medesimo senso della essenzialità dello scopo di lucro, fra gli altri, V. BUONOCORE, *L'impresa*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale diretto da V. Buonocore*, Torino, 2002, 71 ss., spec. 87 ss.; G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA-P. ZATTI, Milano, 2000, 224; G. FERRI, *sub art. 2247, commento*, in ID., *Delle società*, in AA.VV., *Commentario del codice civile diretto da A. Scialoja-G. Branca*, Bologna-Roma, 1981, 97; recentemente nel contesto di uno studio di ampio respiro su società *benefit* e non *benefit*, E. CODAZZI, *Scopo di lucro e di beneficio comune nel passaggio da società non benefit a società benefit*, in *Rivista ODC*, 2021, 1243 ss., ove maggiori riferimenti bibliografici (spec.

Nulla meglio delle misurate parole di Paolo Montalenti può sintetizzare il complesso rapporto fra interesse sociale, scopo di lucro e interessi “altri”: «*l’interesse sociale è oggi l’interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi (long term, short term, finanziari, industriali, speculativi, ecc.) delle diverse categorie di azionisti, nel quadro delle limitazioni, condizionamenti e finalizzazioni giuridicamente rilevanti. Gli amministratori devono cioè perseguire lo scopo di lucro nei confini loro imposti o da limiti legislativi (tutela ambientale, sicurezza sul lavoro, ecc.) oppure da vincoli contrattuali (contrattazione aziendale, partecipazione lavoratori, ecc.) oppure in ottemperanza di self-restraint dovuto ad atti di autonomia negoziale (adesione a codici etici, rispetto degli interessi degli stakeholders ecc.) oppure ancora in ragione di volontaria adesione a principi di Corporate Social Responsibility, se funzionali all’efficienza dell’impresa e perciò, in ultima istanza, allo scopo di lucro*»<sup>34</sup>.

Scopo di lucro a beneficio dei soci il cui perseguimento, sebbene possa essere sempre temperato da limiti funzionali al perseguimento di interessi “altri”, rimane dunque il “fine ultimo” dell’esercizio dell’impresa societaria. *De iure condito* ho quindi seri dubbi che quelle enunciazioni di perseguimento del “successo sostenibile” – introdotte di recente con formule lessicali anche assai attraenti negli statuti di alcune società italiane<sup>35</sup>, che tuttavia non hanno adottato la forma di B-corp o di impresa sociale – siano

---

nt. 6 e testo corrispondente). Questa opinione è avversata da quanti ritengono al contrario che nei decenni si sia progressivamente affievolito lo scopo di lucro, a partire dal classico scritto di G. SANTINI, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, 154 ss.; nel medesimo senso si è espresso più recentemente anche P. MONTALENTI, *Dall’impresa all’attività economica: verso una nuova sistematica?*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2014, fasc. 1, 47, ricordando fra l’altro l’introduzione nel tempo delle regole nelle società calcistiche senza scopo di lucro, sulle imprese speciali, sull’impresa sociale, sull’impresa pubblica; argomenti tutti sui quali, con convincenti critiche, si veda V. BUONOCORE, *L’impresa*, cit., 71 ss.; da ultimo con ampia analisi sistematica, E.R. DESANA, *L’impresa fra tradizione e innovazione*, Torino, 194 ss. Peraltro si è condivisibilmente osservato che l’introduzione del modello B-corp non implica che sia precluso alle società tradizionali (che non adottino cioè questo modello o quello di impresa sociale pura) di implementare logiche socialmente responsabili nella gestione, a condizione però che esse siano subalterne (e non equiordinate o integrate) all’obiettivo prioritario del profitto (L. MARCHEGIANI, *Piccole e medie imprese societarie*, cit., 1503, ove cita anche STELLA RICHTER JR, *Corporate social responsibility, Social Enterprise, Benefit Corporation: magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, 962; la stessa posizione è stata anche espressa da P. MONTALENTI, *L’interesse sociale*, cit., 318, criticando (*ivi*, nt. 30) la contraria opinione di F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit nell’era dell’investor capitalism*, in *Rivista ODC*, 2017, fasc. 2, 10.

<sup>34</sup> P. MONTALENTI, *L’interesse sociale*, cit., 306 s. Nel senso che non vi sia un *dovere* di perseguimento di interessi esterni a quelli sociali, fra gli altri, C. ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlesinger*, Milano, 2012, 419; da ultimo, L. MARCHEGIANI, *Riflessioni*, cit., 112, ove ulteriore bibliografia.

<sup>35</sup> Di cui danno conto U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility*, cit., 230 s., e P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., 2 delle bozze: si tratta di SNAM s.p.a. (lo statuto è consultabile qui: <https://www.snam.it/it/etica-governance/corporate-governance/statuto/>) e Sesa s.p.a. (<https://www.sesa.it/governance/statuto/>), alle quali si è aggiunta Hera s.p.a.; illimity Bank s.p.a. ha invece fissato l’obiettivo del successo sostenibile con una deliberazione assembleare: ne dà notizia <https://esgnews.it/governance/illimity-passa-al-modello-monistico-e-include-il-successo-sostenibile-in-statuto/>.

Non è inopportuno ricordare ancora che, condivisibilmente, non si ritiene vietato alle società lucrative di prevedere, anche in statuto, o di perseguire, comunque, scopi non lucrativi, a condizione che – se previsto in statuto – non assuma rilevanza quale scopo principale o pervasivo e – se si tratta di compimento di ope-

conformi al plesso ordinamentale vigente, anche costituzionale<sup>36</sup>, poiché una cosa è che l'organo amministrativo includa (volontariamente) i temi ESG nella matrice degli interessi presi in considerazione nell'esercizio dell'impresa, orientato però sempre al perseguimento dello scopo lucrativo (ed è ciò che sottendono disposizioni come il d.lgs. n. 254/2016 o gli artt. 123 *ter* e 124 *quinquies* TUF, ma anche il Codice di auto-disciplina delle società quotate) o comunque che nello statuto figurino; altro è una decisione assunta da una maggioranza di soci di abdicare all'esclusività dello scopo lucrativo puro come fine ultimo ponendo sullo stesso piano altri interessi, o imponendone il contenimento, al di fuori dei casi e dei limiti consentiti<sup>37</sup>, a meno di ritenere conservativamente che siffatte declamazioni siano prive *tout court* di valenza prescrittiva e debbano più banalmente intendersi – in piena sintonia con la visione neo-istituzionalistica – come una mera sollecitazione rivolta *una tantum* e strutturalmente al management a considerare gli interessi degli altri *stakeholders*, ma implicitamente solo in quanto funzionali al miglior perseguimento del profitto.

Una *sollecitazione*, peraltro, che non potrebbe assumere i connotati di una *imposizione* nell'assetto vigente della dialettica fra soci e amministratori. Non è ozioso rammentare che nell'attuale conformazione della *governance* societaria, come plasmata dapprima dal Codice della crisi e poi dal decreto correttivo (d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147), all'organo amministrativo è demandato (in via esclusiva nelle s.p.a.) il compito di attuare l'oggetto sociale<sup>38</sup>, restando invece di regola<sup>39</sup> prerogativa dei soci (*i*) decidere

---

razioni che abbiano un fine non lucrativo «quando gli effetti di una gestione socialmente responsabile sul conseguimento di un immediato fine di profitto siano contenuti e, quindi, tali da non compromettere la preminenza dello scopo lucrativo» (G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in *Rivista ODC*, fasc. 2, 5, a cui rinvio anche per la più ampia analisi delle differenze fra società lucrative e società benefit); da ultimo, per una efficace sintesi, M. SPERANZIN, *Benefit legal entities in Italy: an overview*, in *Sustainable Corporations*, a cura di A.R. PALMITER-M. BIANCHINI, Padova, 2022, in corso di stampa, dattiloscritto consultato per cortesia dell'A.

<sup>36</sup> A mente dell'art. 23 Cost. nessuna prestazione patrimoniale può essere imposta se non in forza di legge: nel momento in cui una maggioranza assembleare decide che la società deve perseguire statutariamente altri interessi oltre a quello puramente lucrativo sembra difficile negare che la minoranza viene esposta ad un sacrificio economico – consistente nel sistematico depauperamento del patrimonio cagionato dalla destinazione di risorse agli altri scopi – che la legge non prevede né consente alla maggioranza se non optando espressamente per determinati codici organizzativi. Riflettendo bene, si potrebbe forse anche prefigurare una violazione dell'art. 2265 cod. civ., letto in senso estensivo, risultando leso in modo strutturale il diritto a partecipare agli utili che la norma non consente sia precluso ai soci. Questa considerazione non è oggi indebolita dalla modifica agli artt. 9 e 41 alla quale ho già fatto cenno: per arrivare ad *imporre* alle imprese il perseguimento di interessi-altri dal lucro soggettivo occorrerebbe pur sempre un intervento di norma primaria.

<sup>37</sup> Ancora P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., 5 s. delle bozze, dà conto dell'emersione nella legislazione speciale di norme che impongono di tener conto o tutelare interessi di terzi. Proprio l'esistenza di queste disposizioni mi sembra contribuisca a rafforzare e riaffermare il ruolo che lo scopo di lucro continua a rivestire nel diritto societario. Sul tema degli spazi statuari di manovra nel perseguimento di interessi ulteriori, da ultimo, M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.* 2021, 475 ss.

<sup>38</sup> È significativo, in questa ottica di analisi, il tenore del novello comma 1 dell'art. 2380 *bis* che recita «La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale»; e aggiunge subito dopo «L'istituzione degli assetti di cui all'articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori». Da esso si trae conferma che la «gestione dell'impresa» affidata nelle società per azioni in esclusiva agli amministratori consiste nel compimento dei soli atti

le regole che governano i rapporti giuridici fra i diversi componenti dell'ente (fra i soci, individualmente o come categorie, se pluripersonale; fra soci e titolari di altre partecipazioni – obbligazioni, strumenti finanziari; fra tutti costoro, la società, i suoi organi: in una parola, stabilire gli assetti corporativi); (ii) definire lo scopo per il quale l'ente è istituito (lucrativo oppure mutualistico, di interesse generale, misto come nelle B-corp); (iii) individuare la o le attività da disimpegnare per il raggiungimento di quello scopo (cioè fissare l'oggetto sociale) e (iv) disporre lo scioglimento dell'ente, che è in sé negazione dell'interesse comune minimo all'esistenza del vincolo sociale. Ciò implica, secondo quella che sembra la ricostruzione più equilibrata e realistica, che l'"interesse sociale" che gli amministratori sono chiamati a identificare e perseguire non è quello di singoli o categorie di soci, ma neppure un generico ed astratto interesse all'efficiente conduzione dell'impresa (che è piuttosto un mezzo per il perseguimento del fine ultimo), bensì l'interesse che in quel dato momento storico i soci (in via unanime o maggioritaria) hanno identificato come interesse della comune intrapresa attraverso i due assi cartesiani dello scopo e dell'oggetto sociale e che si concretizza nell'architettura giuridica che essi costruiscono attraverso le clausole dello statuto, le deliberazioni dell'assemblea che lo modificano ovvero che comunque incidono sul suo contenuto<sup>40</sup> e

(organizzativi e di conduzione dell'impresa) necessari per *attuare* cioè per perseguire l'oggetto sociale. Non quindi per mutarlo, estenderlo o superarlo, decisioni queste ultime che appartengono sempre all'area della gestione e possono essere legittimamente assunte in qualsiasi momento ma – andando ad incidere sull'oggetto sociale, cioè su una delle "regole del gioco" fondamentali che i soci si sono dati – non possono che spettare inderogabilmente a costoro. Se ne trae conferma *a contrario* anche dalla disposizione dell'art. 2479, comma 1, n. 5, che affida appunto ai soci nella società a responsabilità limitata le decisioni su operazioni gestorie «che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo». La circostanza che questa regola non sia riprodotta per le s.p.a. non ci sembra sufficiente a respingere l'idea che siamo al cospetto di un principio generale di governance transittivo che prescinde dalla natura più o meno "aperta" o "chiusa", personalistica o capitalistica, della società. Anzi sembra credibile ritenere che il motivo per cui la regola è esplicitata nelle s.r.l. risieda nella maggiore flessibilità consentita nel riparto di competenze, che esige di fissare con maggiore chiarezza un paletto che invece nelle s.p.a. – dato il carattere al contrario più impermeabile delle competenze fra organi sociali – può considerarsi indiscutibile. E forse si potrebbe anche invocare un argomento a fortiori, osservando che se la competenza in parola è immodificabile nelle s.r.l. ove massima è la libertà di cui gode l'autonomia privata nella distribuzione delle competenze, a maggior ragione la si deve ritenere inderogabile nelle s.p.a. esattamente per la ragione opposta. Per uno sviluppo più articolato di questo ragionamento, mi sia permesso di rinviare a S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi" (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 1289 ss., spec. 1315 ss.

<sup>39</sup> Ma non sempre, specie quando la società si trovi ad attraversare momenti di difficoltà che la assoggettino al peculiare regime del "diritto societario della crisi" nel cui contesto l'esigenza di proteggere le istanze dei creditori induce il legislatore a talune deviazioni dal normale regime della dialettica fra organi sociali. Senza poter qui affrontare compiutamente il tema, segnalo fra gli ultimi studi pubblicati G. FERRI JR, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. soc.*, 2019, 233 ss. (ove ampi riferimenti bibliografici a cui si rinvia), nel quale l'Autore prende in esame la disciplina del concordato (preventivo e fallimentare) evidenziando in particolare per il caso di proposte presentate dalla società stessa ma anche in presenza di proposte concorrenti come il sistema normativo si preoccupi di neutralizzare qualsiasi rischio di condotte ostruzionistiche da parte dei soci chiamati ad assumere deliberazioni che possano incidere sulla propria posizione organizzativa.

<sup>40</sup> Se e nella misura in cui si ammettano deroghe temporanee allo statuto mediante deliberazioni che non implicino una variazione del testo statutario, come è oggi consentito per la delega all'organo amministrativo per la riduzione del capitale *ex art.* 2446, comma 3, in presenza di azioni senza valore nominale; mi ero occupato di questo tema in uno studio dedicato alle deleghe di competenza al quale mi permetto di rinviare per approfondimenti e bibliografia (S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, 145 ss.).



tutte le decisioni che parimenti orientino la conduzione dell'ente (distribuzione o meno di utile; conferma o sostituzione dei gestori dell'impresa; autorizzazione al compimento di atti degli amministratori; decisioni gestorie, ove si ammetta che siano possibili<sup>41</sup>, etc.). Entro tale cornice è rimesso agli amministratori di esercitare l'impresa con l'obiettivo di perseguire il fine ultimo (consentire ai soci di ritrarre utili, salvo che non abbiano appunto optato per una forma organizzativa che non lo prevede in tutto o in parte), e discende dalle regole di correttezza e diligente gestione che essi – quale che sia il fine – debbano adoperarsi affinché l'impresa sia condotta con la massima efficienza, cioè valorizzando *anche* eventuali interessi di terzi in quanto strumentali al miglior perseguimento di quello sociale.

In altre parole, al di fuori dei casi di adozione formale di una veste giuridica che consenta di perseguire (anche o solamente: dalla società benefit all'impresa sociale) finalità non lucrative in via principale, va escluso senza esitazioni che possa avere oggi cittadinanza nel nostro ordinamento qualsiasi *obbligazione giuridica* degli amministratori di una società al perseguimento di obiettivi di benessere sociale o ambientale o di sostenibilità o etica o comunque di responsabilità sociale o di perseguimento o contenimento di interessi di terzi quali *fine autonomo* dell'esercizio dell'impresa se non nelle forme organizzative che lo consentono, ben chiaro e innegabile essendo che è il profitto dei soci l'unico scopo-fine della società come fattispecie tipica generale mentre ogni altro impegno può essere legittimamente assunto se e in quanto – secondo diligente e corretto avviso degli amministratori – rappresenti mezzo (magari anche perché in grado di accrescere la reputazione dell'impresa sul mercato) per il perseguimento dello scopo lucrativo ultimo che – essi soli potendolo fare – i soci hanno prefisso.

Scopo di lucro che – parafrasando il titolo di un recente saggio<sup>42</sup> – costituisce il vero impegno etico a cui è avvinto l'imprenditore.

4. *Dal quadro per la sostenibilità comunitario alla loi PACTE: epitaffio del capitalismo o semplice operazione di cosmesi?* – L'idea che i temi ESG debbano essere integrati in senso "prescrittivo" nelle strategie di *governance* ha tuttavia fatti breccia nell'agenda di molti regolatori e legislatori: d'altronde oggi nessuno disconosce l'urgenza dei rischi ambientali, delle diseguaglianze, della povertà assoluta, della salute e, lasciando in disparte per il momento le iniziative assunte, sia a livello normativo che di *soft law*, da singoli Paesi (su cui *infra*), si registra una significativa convergenza internazionale su programmi di implementazione di misure per un futuro più sostenibile, ben più articolato rispetto al quadro frammentato di fine secolo scorso.

Ricordo, per non annoiare il lettore, solo quelli a mio parere più rilevanti.

---

<sup>41</sup> La complessità del dibattito sulla configurabilità di competenze gestorie in capo ai soci, ravvivato peraltro dalle modifiche portate, sia pure in due tempi, dal Codice della crisi, suggerisce di non tentare neppure una sintesi delle diverse posizioni. Mi permetto di rinviare ancora una volta a S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti*, cit., 1315 ss.

<sup>42</sup> Mi riferisco naturalmente a F. DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Venezia, 2021, un documentato atto d'accusa alle mode della sostenibilità e della gestione *ESG-oriented* e insieme un accorato appello a salvare il capitalismo dai capitalisti stessi. Trovi però molto appropriate anche le considerazioni iniziali che sviluppa M. CIAN, *Clausole statutarie*, cit., 475, fra le cui righe sembra cogliersi una certa diffidenza di fondo per gli approcci «straordinariamente virtuosi» del ceto imprenditoriale negli ultimi anni.

Innanzitutto il programma di azione “Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile” sottoscritto il 25 settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell’ONU<sup>43</sup> e il successivo Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici firmato il 22 aprile 2016 in seno alla COP21 e ratificato dall’Unione europea il 5 ottobre 2016, poi seguito dal pacchetto di Katowice del 2018 (COP24). In tale cornice, l’Unione Europea ha promosso nel marzo 2018 un ampio piano d’azione<sup>44</sup> concretizzatosi, in questi primi anni, nella promulgazione dei reg. 27 novembre 2019, n. 2019/2088, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, e n. 2019/2089, che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l’accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento; poi seguito dal reg. 18 giugno 2020, n. 2020/852, relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (c.d. Regolamento Tassonomia) in attesa degli strumenti delegati attuativi. Specificamente nell’ambito societario la dir. 17 maggio 2017, n. 2017/828 (c.d. SHRD2) ha previsto l’introduzione di meccanismi di remunerazione degli amministratori che incentivino «gli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società (nuovo art. 9 *bis* dir. 11 luglio 2007, n. 2007/36/CE)<sup>45</sup>.

Il pacchetto di iniziative proposte prevedeva inoltre di intervenire sul rischio di inopportune politiche di *short-termism* attraverso regole sui doveri di condotta degli amministratori<sup>46</sup>. Su questo terreno la strategia da intraprendere appare ancora incerta. Per un verso, il 10 marzo 2021 il Parlamento europeo ha approvato un’articolata risoluzione indirizzata alla Commissione, contenente anche una proposta di direttiva che – in estrema sintesi – mira ad imporre penetranti obblighi di dovuta diligenza gestoria (c.d. “*due diligence*”) in ambito di diritti umani, ambiente e buona *governance* delle singole imprese e della filiera (la c.d. “catena del valore”)<sup>47</sup>. Più nello specifico, tali

<sup>43</sup> <https://unric.org/it/agenda-2030/>; <https://www.agenziacoazione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>.

<sup>44</sup> Il Piano di azione (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>) si è giovato anche degli esiti del lavoro di studio e proposta svolto dall’*High Level Group on Sustainable Finance* (HLEG) istituito nel 2016, il cui *Final Report* è qui consultabile: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf).

<sup>45</sup> In tema si può leggere il contributo di I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli “stakeholder” dopo la SHRD II*, in *Rivista ODC*, 2020, 553 ss.

<sup>46</sup> Il riferimento è in particolare all’*Azione 10* (promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali) del citato Piano di azione, ove si propone di valutare «i) l’eventuale necessità di imporre ai consigli di amministrazione di elaborare e divulgare una strategia in materia di sostenibilità, compresa una *due diligence* lungo l’intera catena di approvvigionamento, nonché obiettivi di sostenibilità misurabili; e ii) l’eventuale necessità di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell’interesse a lungo termine dell’impresa».

<sup>47</sup> Alla *Proposta* (che si può leggere in [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-03-10\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-03-10_EN.html) e della quale è offerta una sintesi da M. DI SARLI, *Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese: una risoluzione del Parlamento europeo*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 1555) è dedicato un dibattito virtuale in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss.; fra gli autori dei contributi pubblicati mi sembra prevalga un atteggiamento di scetticismo, se non di vera e propria critica (di un programma “giacobino” parla M. LIBERTINI, *op. cit.*, 333; fondati dubbi sono espressi anche da L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.).

requisiti dovrebbero tradursi – sotto diretta responsabilità dei membri degli organi di amministrazione e controllo<sup>48</sup> e la vigilanza di un'autorità indipendente<sup>49</sup> – nell'«obbligo di un'impresa di adottare tutte le misure proporzionate e commisurate e di compiere sforzi, entro i mezzi a sua disposizione, per scongiurare impatti negativi sui diritti umani, sull'ambiente o sulla buona governance lungo le sue catene del valore e per far fronte a tali impatti quando si verificano» (considerando n. 20)<sup>50</sup>. Per altro verso, un informato studio redatto da EY per la Commissione e pubblicato il 29 luglio 2020 ha prospettato tre possibili scenari di intervento su sette differenti cause delle politiche di *short-termism*, proponendo *inter alia* (opzione C1) il ricorso ad una direttiva europea che imponga agli amministratori di bilanciare adeguatamente l'interesse dei soci con l'interesse di lungo periodo della società e con gli interessi di altri *stakeholders*. Fra le due vie ne è emersa – a quanto è dato capire a primissima lettura – una terza, concretizzata con la proposta di direttiva sulla “*Corporate Sustainability Due Diligence*” pubblicata dalla Commissione il 23 febbraio 2022<sup>51</sup>.

*Rebus sic stantibus*, possiamo forse ridimensionare talune preoccupazioni e derubricare a scenari ipotetici alcune prospettive che vengono descritte in termini di assai maggiore probabilità da autorevoli interpreti. Le proposte in discussione sui tavoli comunitari non si esprimono infatti in termini netti e univoci nella direzione di una inclusione dei temi ESG nello scopo della società, né autorizzano ad affermare che un futuro strumento legislativo possa imporre senz'altro che l'organo amministrativo riconosca

---

<sup>48</sup> Il considerando n. 45 formula l'auspicio che «affinché la dovuta diligenza sia integrata nella cultura e nella struttura di un'impresa», «i membri degli organi amministrativi, direttivi e di vigilanza dell'impresa siano responsabili dell'adozione e dell'attuazione delle sue strategie in materia di sostenibilità e di dovuta diligenza».

<sup>49</sup> Considerando n. 49.

<sup>50</sup> Prosegue poi la proposta di direttiva specificando (sempre nel considerando n. 20) che per attuale la “dovuta diligenza” ogni impresa dovrebbe istituire «un processo» (che, per usare il lessico del nostro legislatore, potremmo facilmente considerare come segmento degli assetti adeguati) «al fine di individuare, valutare, prevenire, attenuare, far cessare, monitorare, comunicare, riferire, affrontare e correggere gli effettivi e/o potenziali impatti negativi sui diritti umani, compresi i diritti sociali, sindacali e del lavoro, sull'ambiente, ivi compreso il contributo al cambiamento climatico, e sulla buona governance, nelle sue operazioni e nei suoi rapporti d'affari lungo la catena del valore». A tal fine le imprese dovrebbero assicurare anche meccanismi di dialogo efficace con tutti gli *stakeholders* (considerando nn. 38 ss.), nonché l'istituzione di comitati consultivi interni, anche composti da *stakeholders* (considerando n. 56).

La riconducibilità dello strumento che la proposta di direttiva vorrebbe introdurre nel perimetro degli assetti adeguati è inoltre confermato dal carattere preventivo di esso (considerando n. 30) e dall'obbligo di costante verifica di persistente idoneità (considerando nn. 34 e 36). Critico, sull'efficacia di proposte che si focalizzano sui processi di *risk management* interno, ma anche sull'effettività dei processi che imporrebbero, L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive*, cit., 319.

<sup>51</sup> Di essa, apparsa quando questo scritto era ormai completato, si è potuto tener conto in misura solo limitata. Ritengo però utile segnalare come l'approccio della Commissione appaia decisamente meno *disruptive* rispetto a quello che il Parlamento proponeva; per quanto qui ci interessa, basti notare innanzitutto che la proposta di direttiva della Commissione non include PMI o società diverse da quelle di grandi dimensioni, come invece la proposta del Parlamento (vedi *supra*, nt. 13 per qualche considerazione ulteriore); e soprattutto non contempla alcuna regola diretta a imporre specifici doveri di perseguimento di interessi estranei a quello sociale, ma anzi parrebbe allinearsi alla prospettiva che ci sembra sicuramente più efficace dell'*enlightened shareholders' value*, richiedendo nell'art. 22 che gli Stati assicurino che «when fulfilling their duty to act in the best interest of the company», gli amministratori «take into account» gli effetti delle loro decisioni sui «sustainability matters, including, where applicable, human rights, climate change and environmental consequences, including in the short, medium and long term».

agli interessi degli *stakeholders* la stessa dignità riservata a quello lucrativo dei soci. Esse al contrario paiono mirare – almeno in una lettura che voglia essere coerente con l’impianto di fondo del sistema e dei valori della nostra economia – ad imporre che, nel quadro della diligenza e correttezza gestoria, i processi decisionali del management nella conduzione del *business*, principalmente nelle grandi imprese, siano integrati – secondo una logica *risk based* che ha un diretto riscontro nel dettato del nostro art. 2086, comma 2, cod. civ. – su tre livelli: con l’*inclusione* del rischio di effetti negativi o violazioni dei diritti umani, ambientali e di buon governo della comunità nel processo decisionale; con il *monitoraggio* in fase di attuazione sull’effettivo impatto della decisione sui fattori rilevanti per la sostenibilità; e con il *conseguente intervento*, anche concertato con gli *stakeholders*, per prevenire, far cessare o attenuare tali impatti (artt. 4, 5, 8 della proposta di direttiva del Parlamento europeo, proposte 1, 3, 6 del Report EY; artt. 5, 6, 7, 8, 10 della proposta di direttiva della Commissione), fermi restando la *responsabilità civile* dell’impresa per i danni provocati, che potranno anche essere rifiutati attraverso procedimenti stragiudiziali (artt. 9-10 della proposta del Parlamento; artt. 9 e 22 della proposta della Commissione), e l’obbligo di *pubblicare informazioni* in merito alla strategia adottata (art. 6 della proposta del Parlamento; art. 11 della proposta della Commissione). Detto in altri termini (quelli del Report EY, ma che è poi sottesa all’art. 22 della proposta della Commissione), si vorrebbe che l’organo amministrativo contemperasse adeguatamente la prospettiva lucrativa (che viene considerata presuntivamente “di breve periodo”) con interessi di lungo periodo, sia della società stessa, sia di terzi, comunità e ambiente sviluppando la capacità di rapportarsi con logiche e rischi di sostenibilità<sup>52</sup>.

La rivoluzione epocale del diritto societario, che alcuni preconizzano, si rivela forse più apparente che reale anche in quei (per ora pochissimi) ordinamenti nei quali si sono compiuti passi concreti a livello normativo, e mi riferisco innanzitutto alla Francia<sup>53</sup>. I

<sup>52</sup>Non è questa la sede per entrare nel dibattito sul ruolo che possono rivestire gli *stakeholders*, di là dalle soluzioni tecniche normative che possono essere ipotizzare. Mi limito a segnalare un recente scritto di Francesco Denozza che argomenta a favore del coinvolgimento degli *stakeholders*, ritenuto potenzialmente benefico per riequilibrare l’eccessivo orientamento al breve periodo: F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l’aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.

<sup>53</sup>Nel senso che il diritto francese, nonostante l’apparenza alimentata dalla *loi PACTE*, «aderisca al canone della persistente primazia degli azionisti», M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1006, e nt. 46.

Sulla riforma francese, meglio descritta nel testo, vi è amplissima bibliografia e qualche pronuncia giurisprudenziale; segnalo, fra gli scritti editi, durante i lavori parlamentari, M. ROUSSILLE, *Projet de loi PACTE: quel impact? – Réflexion sur la consécration de l’intérêt social et de la raison d’être de la société*, in *Droit des sociétés*, 2018, fasc. 8-9, 8 ss.; qualche riflessione ma nel quadro di una più ampia analisi dell’approccio francese alle teorie dello *shareholders’ value*, M. GERMAIN, *La contractualisation du droit des sociétés depuis le 24 juillet 1966*, in *Rev. soc.*, 2019, 295 ss.

Successivamente all’approvazione della legge, segnalo innanzitutto l’opera collettanea AA.VV., *Raison d’être, engagement et responsabilité. L’entreprise au delà du capitalisme*, diretto da A. MENAIS, Parigi, 2021; A. COURET-B. DONDERO, *Loi Pacte et droit des affaires*, Parigi, 2019; A. VIANDIER, *la raison d’être d’une société (C.civ. art. 1835)*, in *BRDA – Bulletin rapide Droit des affaires*, 2019, fasc. 3, 30; B. FRANÇOIS, *Apports de la loi Pacte en matière de gouvernement d’entreprise*, in *Rev. soc.*, 2019, 493 ss.; A. PIETRANCOSTA, *Intérêt social et raison d’être. Considérations sur deux dispositions clés de la loi PACTE amendant le droit commun des sociétés*, in *Réalités industrielles*, 2019, fasc. 11, 55 ss.; R. SALOMON, *Vers un élargissement de l’abus de biens sociaux à l’aune de la nouvelle définition de l’intérêt social?*, in *Droit*

termini della riforma (loi n°2019-486 du 22 mai 2019) sono noti: per un verso, è stato precisato che la società «est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité» (art. 1832, comma 2, cod. civ. e artt. L225-35 e L225-64 cod. com.; enfaticizzato l'inciso introdotto), per altro verso si è concessa la facoltà che gli statuti esplicitino «une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité» (art. 1835 cod. civ.) che deve essere presa «également en considération, s'il y a lieu» dagli amministratori nella conduzione dell'impresa sociale (art. L225-35 cod. com.). La prima formula, lungi dal concedere cittadinanza ad un nuovo concetto di "interesse sociale" inclusivo di fattori ESG, ribadisce al contrario la (tradizionale) predominanza dell'interesse comune dei soci («l'intérêt commun des associés» come recita il primo comma dell'art. 1833 cod. civ.<sup>54</sup>), imponendo che siano solo "tenute in considerazione" le ricadute sociali e ambientali<sup>55</sup>, formula che riecheggia quella (più equilibrata, anche se ritenuta scarsamente efficace) dell'*enlightened*

---

*del sociétés*, 2019, fasc. 6, 1 s.; S. SHILLER, *Les conséquences de la nouvelle rédaction des articles 1833 et 1835 du Code civil sur l'ingénierie sociétaire*, in *La semaine juridique – Notariale et immobilière*, n. 5, 31 gennaio 2020, 29 ss.; EAD., *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, in *Rivista ODC*, 517 ss.; D. SCHMIDT, *Loi PACTE: l'intérêt social*, in *La semaine juridique – Entreprise et affaires*, n. 26, 27 giugno 2019, 18 ss.; A. TADROS, *Qui est dépositaire de l'intérêt social?*, *ivi*, n. 52, 24 dicembre 2020, 27 ss.; J.J. ANSAULT, *Regards sur l'évolution de l'intérêt des actionnaires en droit des sociétés*, in *Revue Droit & Affaire*, 2020, 140 ss.; C. BLONDEL-M. LANCRI, *Intérêt social élargi, raison d'être et société à mission dans la loi Pacte: la grande illusion?*, in *Rev int. de la compliance et de l'éthique des affaires*, 2019, fasc. 4, 42 ss.; R. MORTIER-B. ZABALA-S. DE VENDEUIL, *La réforme du droit des sociétés par la loi Pacte. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019*, in *Droit des sociétés*, 2019, fasc. 6, 5 ss.; P.H. CONAC, *op. cit.*, 497 ss.; I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, in *Rivista ODC*, 2019, 533 ss. (da cui si cita) e in *Rev. soc.*, 2019, 575 ss.

<sup>54</sup> Nozione peraltro mai definita nel diritto francese, che fin dalla riforma del 1966 aveva lasciato alla giurisprudenza il compito di delinearne i contorni: A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, 56; P.H. CONAC, *op. cit.*, 502 s.; S. SCHILLER, *L'évolution du rôle*, *cit.*, 522. Ancora di recente un'importante pronuncia della Cassazione francese ha esplicitato l'irrilvanza dell'interesse sociale "in quanto tale", sanzionabile essendo solo la frode o l'abuso del diritto perpetrato al fine di favorire un interesse estraneo a danno della maggioranza (*Cass. com.*, 13 gennaio 2021, n. 43, annotata da S. TYSSEYRE, *La contrariété d'une délibération à l'intérêt social n'entraîne pas sa nullité*, in *La semaine juridique – Entreprise et affaires*, n. 21, 27 maggio 2021, 23 ss., e altresì pubblicata in *Giur. comm.*, 2021, II, 1232 s., con nota di C. ANGELICI, *Un intervento della casazione francese sul ruolo dell'«interesse sociale»*, *ivi*, 1233 ss.).

<sup>55</sup> C. BLONDEL-M. LANCRI, *op. cit.*, 42; H. FABRE-S. SCHILLER, *L'incidence de la loi Pacte sur l'ingénierie sociétaire*, in *La semaine juridique – Notariale et immobilière*, n. 47, 22 novembre 2019, 72; R.B. GOUDET, *JurisClasser Sociétés Traité. Fasc. 9-10: Objet social – Notion et influence sur la condition juridique de la société*, 2019, <https://www.lexis360.fr>, 3: «L'intérêt des associés reste cependant primordial»; secondo R. MORTIER-B. ZABALA-S. DE VENDEUIL, *op. cit.*, 7, implica che si debba tentare una sintesi di interessi di soci e terzi, non una mera sommatoria, con lo scopo ultimo di favorire migliori performance grazie al coinvolgimento di tutti gli *stakeholders*, alla loro sensibilizzazione, alla condivisione di scopi fra soci, manager e dipendenti.

Si registrano però opinioni anche molto differenti: M. BEAUMONT, *J Notarial Formulaire. Fasc. I-65: sociétés à responsabilité limitée. – Engagements sociaux. – Commentaires*, 2020, <https://www.lexis360.fr>, considera invece «la nouvelle rédaction de l'article 1833 du Code civil [...] plus symbolique que contraignante». P.H. CONAC, *op. cit.*, 507, osserva che le ricadute sociali e ambientali «sont subordonnés» all'interesse sociale, facendo l'esempio dell'alternativa fra licenziamento di dipendenti e sopravvivenza della società; anche secondo R. MORTIER-B. ZABALA-S. DE VENDEUIL, *op. cit.*, 6, l'art. 1833 non può legittimare decisioni contrarie all'interesse sociale. Preoccupazioni erano state espresse, durante i lavori parlamentari, anche da M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 8 ss., che esprimeva nel complesso un giudizio riduttivo sulla reale portata della riforma, più "politica" che di sostanza (spec. 10 s.).

*shareholder value* («*l'intérêt social élargi*») del diritto anglosassone<sup>56</sup>, peraltro legittimando espressamente le decisioni o gli atti gestori che contravvengano a questo precepto, esentandoli dalla sanzione generale di nullità (art. 1844-10, comma 3, cod. civ.).

Più dirompente invece, almeno all'apparenza, la seconda novità<sup>57</sup>, che si concretizza nella possibilità di dotare la società di una *raison d'être*, un concetto sfuggente che richiama un fattore tipico che innerva l'agire umano, cioè l'esistenza di ideali, di obiettivi, di motivi profondi che vanno oltre alla mera ricerca della performance oggettiva (*raison d'avoir*), proiettato sulla persona giuridica. Dotare le società lucrative di un'anima è senza dubbio un obiettivo ambizioso ma di limitato impatto sul piano puramente giuridico, almeno secondo coloro che hanno espresso le critiche più convincenti: la *raison d'être* è una dichiarazione per principi, quindi astratta, più filosofica che concreta, *évanescent*<sup>58</sup>, *vaporeux*<sup>59</sup>, *simbolique*<sup>60</sup>. Non è inoltre obbligatoria (se non nelle *société à mission* che sono plasmate sul modello della *benefit corporation*, art. L.210-10 cod. com.) e dunque possiamo annoverarla fra gli strumenti che l'impresa può utilizzare per strategie di *marketing* tese ad accrescere il profitto sfruttando l'*appeal* commerciale e il ritorno di immagine dell'adesione a valori quali la legalità, la sostenibilità del *business*, l'attenzione ai diritti umani<sup>61</sup>, non diversamente dalla pubblicazione della dichiarazione non finanziaria (art. L225-102-1 cod. comm.). E di sicuro non si sostituisce all'oggetto sociale o alla finalità lucrativa dell'impresa bensì indica un'"intenzione di comportamento", una "prospettiva" nel perseguimento questi<sup>62</sup>, che oltretutto spetta sempre ai soci decidere se e come definire.

<sup>56</sup> Il riferimento è alla nota Sec. 172(1) del *Companies Act 2006*, che impone agli amministratori di tener conto degli interessi di talune categorie di *stakeholders* se e nella misura in cui sia funzionale al miglior interesse dei soci. Sul punto rinvio alle considerazioni di P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, cit., 91 s. Molto vi sarebbe da scrivere su questa disposizione; mi limito a segnalare che a distanza di poco più di un decennio il bilancio di quella scelta legislativa non pare tuttavia essere pienamente soddisfacente: R. WILLIAMS, *Enlightened Shareholder Value in UK Company Law*, in *UNSW Law Journal*, 2012, 360 ss., <https://www.unswlawjournal.unsw.edu.au/wp-content/uploads/2017/09/35-1-2.pdf>; A. KEAY-T. IQBAL, *The Impact of Enlightened Shareholder Value*, in *Journal of bus. law*, 2019, 304, <https://eprints.whiterose.ac.uk/129279/>.

<sup>57</sup> R. ARAKELIAN, *Loi Pacte: aspects de droit des sociétés*, in *Actualité juridique. Contrat*, 2019, 272; A. LECOURT, *Innover, se transformer, grandir, créer des emplois, repenser l'entreprise et sa gouvernance... un programme ambitieux*, in *RTDCom.*, 2019, 385; E. GICQUIAUD, *Focus sur l'intérêt social et la raison d'être des sociétés: les standards de la loi PACTE*, in *Petites affiches*, n. 234, 23 novembre 2020, 13 ss.; D. PORACCHIA, *De l'intérêt social à la raison d'être des sociétés*, in *Bull. joly sociétés*, 2019, fasc. 6, 40 ss.; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 10. S. SCHILLER, *Les conséquences de la nouvelle rédaction des articles 1833 et 1835 du Code civil sur l'ingénierie sociétaire*, in *La semaine juridique – Notariale et immobilière*, n. 5, 31 gennaio 2020, 29 ss.; S. SCHILLER-H. FABRE, *op. cit.*, 1318; A. TADROS, *Regard critique sur l'intérêt social et la raison d'être dans le projet de loi Pacte*, in *Recueil Dalloz Sirey*, 2018, 1765. I. URBAIN-PARLEANI, *op. cit.*, 533 ss.

<sup>58</sup> A. LECOURT, *op. cit.*, 385.

<sup>59</sup> A. VIANDIER, *op. cit.*, 55.

<sup>60</sup> M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 12.

<sup>61</sup> In generale, la sensazione (e il timore) che l'adesione allo *stakeholderism* sia dettato da calcolo utilitaristico e intenzione di cavalcare gli umori della società e le mode del momento emerge nelle riflessioni di molti studiosi: M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, cit., 21 ss.; M. MAUGERI, *op. cit.*, 996 s., nt. 15; G. STRAMPELLI, *Can BlackRock*, cit., 11; M.J. ROE, *Why America's CEOs Are Talking About Stakeholder Capitalism*, 4 novembre 2019, <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-business-roundtable-ceos-corporate-purpose-by-mark-roe-2019-11/>.

<sup>62</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, 58; I. URBAIN-PARLEANI, *op. cit.*, 542; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 12.

Considerazioni non dissimili possiamo riservare anche alla nuova formulazione dello scopo sociale adottata dal *Code des sociétés et des associations* belga promulgato nel 2019, ove si legge che «*un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect*», sottintendendo che possano esserci anche ulteriori fini (ed infatti l'art. 2.8, § 2, n. 11, specifica che l'estratto dell'atto costitutivo da depositarsi presso la cancelleria del tribunale delle imprese competente deve contenere «*le cas échéant, la description précise du ou des buts qu'elle poursuit en plus du but de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect*») ma senza che mai possa mancare quello lucrativo. In misura più efficace il *Code belge de gouvernance d'entreprise 2020*<sup>63</sup>, applicabile alle società quotate, impone agli amministratori «*pour rechercher la création de valeur durable*», di adottare «*une approche inclusive, qui équilibre les intérêts et les attentes légitimes des actionnaires et ceux des autres parties prenantes*» (2.2)<sup>64</sup>, ricercando dunque una sintesi fra interessi e aspettative dei soci e degli *stakeholders*, con una formulazione che non si distanzia eccessivamente da quella di «*successo sostenibile*» del codice di corporate governance italiano («*creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*»<sup>65</sup>) e dalla definizione di «*Unternehmensinteresse*» del *Deutscher Corporate Governance Kodex* («*Der Kodex verdeutlicht die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, der Belegschaft und der sonstigen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen*»<sup>66</sup>). Merita forse ancora ricordare conclusivamente i *Principles for Purposeful Business* della *British Academy* del 2019<sup>67</sup> che suggeriscono 8 “regole di azione” per un’imprenditorialità orientata ad un fine che sia di fare profitto per risolvere problemi, non per crearli; fra questi si precisa che il diritto societario deve favorire la trasparenza degli obiettivi (*purposes*) dei manager mentre le regole di corpo-

<sup>63</sup> Il testo integrale del codice, revisionato e aggiornato nel 2019 (con effetto dal 1° gennaio 2020) dopo dieci anni dalla precedente edizione (2009) è reperibile all’indirizzo <https://www.corporategovernancecommittee.be/fr/over-de-code-2020/code-belge-de-gouvernance-dentreprise-2020>.

<sup>64</sup> Ma il successivo principio 3.17 limita il dovere di vigilanza del presidente del consiglio di amministrazione alla presa in considerazione da parte degli amministratori del punto di vista delle (sole) «*autres parties prenantes importantes*» (enfasi mia), legittimando quindi l’organo amministrativo ad una selezione discrezionale fra le categorie di interessi “terzi” che potrebbe aprire la strada a pericolosi abusi e arbitraggi. La stessa formulazione si ritrova, peraltro, anche nel codice italiano: «*l’organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società*» (art. 1, Principio IV; enfasi mia).

<sup>65</sup> In merito a questa formulazione introdotta con la nuova versione del Codice del 2020, G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss., ove ulteriori riff.; M. BIANCHI-M. MILIĆ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, *ivi*, 1324 ss.; E.R. DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, *ivi*, 1336 ss. Qualche primo dato sull’applicazione dei principi di sostenibilità fra le società quotate, P. MARCHETTI, *Sull’attuazione del Codice di Corporate Governance*, *ivi*, 1414 s.

<sup>66</sup> Un’ampia analisi dell’approccio germanico allo *stakeholderism* è offerta da K.J. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholder nel diritto azionario tedesco: il concetto e l’applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 921 ss., spec. 940 ss.

<sup>67</sup> Pubblicati in *Riv. soc.*, 2019, 1313 con note di M.L. PASSADOR, *Analisi della ricerca della British Academy*, *ivi*, 1307 ss., e introduzione di P. MARCHETTI, *Dalla Business Roudtable*, *cit.*, 1303 ss.

*rate governance* dovrebbero contribuire ad allineare gli interessi di costoro con i *companies' purposes*: neppure in questo documento sembrano emergere spinte nette ad una curvatura degli scopi dell'impresa verso interessi extrasociali ma al più l'esigenza di incentivare un maggiore *commitment* verso un capitalismo che prenda in considerazione l'impatto delle proprie esternalità negative.

A conti fatti, dunque, nessuna delle più rilevanti iniziative, legislative o di *soft law*, proposte o realizzate, si discosta a mio avviso in modo significativo dal solco già tracciato: il loro comune denominatore – vale a dire, favorire la generazione di impatti economici positivi sull'impresa (e dunque in ultima istanza a favore dei soci) includendo gli interessi dei terzi fra i fattori di cui tener conto nelle scelte gestorie – esprime d'altronde una regola di comportamento a cui già oggi sono tenuti gli amministratori. La circostanza che si voglia rafforzare la «*directors' accountability to stakeholders*» non è infatti un aspetto veramente innovativo o *disruptive*, sia perché il canone della diligenza professionale e della correttezza in generale, e alcuni doveri di condotta specifici, impongono normalmente agli amministratori di considerare le ricadute delle proprie strategie gestorie su talune categorie qualificate di terzi (si pensi ai creditori sociali, agli obbligazionisti, ai titolari di strumenti finanziari, ma anche ai lavoratori in talune operazioni straordinarie)<sup>68</sup>, senza considerare che ogniquale volta la ricerca della miglior performance passi attraverso la valorizzazione degli interessi degli *stakeholders* è dovere degli amministratori perseguirli; sia perché l'ampliamento dell'orizzonte di interessi da includere nel processo valutativo delle scelte di *business* si iscrive (e non da ora) in un processo di desiderabile rafforzamento del buon governo d'impresa, come d'altronde bene attestano i progetti volti a estendere e ampliare le regole di *disclosure* (penso alla Proposta di direttiva sul report di sostenibilità dell'impresa<sup>69</sup>) che mirano indirettamente a incentivare l'adozione di politiche di sostenibilità e inclusione di interessi terzi<sup>70</sup> ovvero la recente introduzione in alcuni ordinamenti di obblighi di vigilanza specifici su rischi ambientali, sanitari, di sicurezza, etc., che si innestano nel solco delle regole sulle adeguate politiche di *enterprise risk management*<sup>71</sup>.

<sup>68</sup> Trovo in effetti un po' frettolose e superficiali talune affermazioni che si leggono nel Report EY che parrebbero voler accreditare l'idea che imperi nel contesto europeo uno *shareholderism* puro; sul rilievo e la rilevanza attuale di "interessi-altri", da ultimo, P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., 4 ss. delle bozze.

<sup>69</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting*, Brussels, 21 aprile 2021.

<sup>70</sup> Sottoscrivo quindi le parole di Umberto Tombari quando afferma che «*la concretizzazione del principio generale di gestire l'impresa con diligenza impone probabilmente agli amministratori, in questo determinato momento storico, di perseguire un interesse lucrativo in modo sostenibile nel tempo ed in rapporto anche agli interessi esterni all'impresa (e quindi prendendo in considerazione gli interessi degli stakeholders, nella loro variegata composizione)*» (U. TOMBARI, *Corporate purpose*, cit., 13).

<sup>71</sup> Mi riferisco innanzitutto alla *loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre* che – introducendo due nuove norme nel codice di commercio (artt. L. 225-102-4 e L. 225-102-5) – ha imposto a grandi imprese o gruppi di imprese l'adozione di un *Plan de vigilance* che contenga «*les mesures de vigilance raisonnable propres à identifier les risques et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement, résultant des activités de la société et de celles des sociétés qu'elle contrôle au sens du II de l'article L. 233-16, directement ou indirectement, ainsi que des activités des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie, lorsque*



5. *Alcune criticità di un approccio fondato sugli interessi (ovvero: contro pratiche di ingegneria genetica societaria)*. – Seppure non siano ad oggi ancora concretizzate, è però ragionevole predire che nel breve volgere di qualche anno le spinte verso quella che è stata efficacemente definita *integrated corporate governance*<sup>72</sup>, maggiormente inclusiva cioè di temi ambientali, sociali, culturali, umani, etc. indurranno i legislatori ad avviare riforme che (è altresì altamente probabile) varcheranno il confine attuale segnato dal mero “contemperamento” degli interessi-altri con quello lucrativo per abbattere il principio lucrativo puro in sé, e la sua traduzione in termini di *shareholderism* – immotivatamente, a mio avviso, additato come responsabile di una visione arida, avida, insensibile alle esigenze del contesto entro cui agisce l’impresa e foriera di externalità negative – e promuovere un nuovo capitalismo fondato essenzialmente su doveri fiduciari nei confronti di una vasta platea di (categorie di) soggetti, probabilmente attraverso il “medio” giuridico del mutamento del principio dello scopo della società.

Si tratta di un approccio che stimo, come ho già anticipato, sia inefficiente, sia pericoloso.

*Inefficiente*, in quanto la narrativa di un capitalismo responsabile, equo e solidale può essere molto efficace nella comunicazione pubblicitaria e probabilmente anche nei confronti di talune categorie di grandi investitori (penso in particolare ai fondi di investimento ESG) benché sia ancora tutta da dimostrare la correlazione, nel medio/lungo periodo, fra gestione sostenibile e performance dell’impresa. Mentre è sicuramente difficile immaginare – in uno scenario di “normativizzazione” della società come entità giuridica votata a scopi anche “sociali” – che la platea dei piccoli investitori sul merca-

---

*ces activités sont rattachées à cette relation*». L’obbligo di vigilanza non è nuovo nel diritto francese, poiché era già stato imposto in riferimento alla lotta al lavoro clandestino nel 1991 (*loi n° 91-1383 du 31 décembre 1991*); sorvolo sui contenuti di dettaglio del piano, limitandomi a sottolineare che – benché queste disposizioni siano state censurate dal *Conseil constitutionnel* (*décision n° 2017-750 DC* del 23 marzo 2017) nella parte in cui prevedevano una sanzione pecuniaria – rappresenta una novità la previsione a carico della società inadempiente di una responsabilità risarcitoria per il pregiudizio cagionato ai terzi in conseguenza dell’omesso esercizio del dovere di vigilanza. Si vedano, fra i molti studi, S. SCHILLER, *Exégèse de la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et entreprises donneuses d’ordre*, in *La semaine juridique – Edition générale*, n. 22, 29 maggio 2017, 1052 ss.; N. CUZACQ, *Le devoir de vigilance des sociétés mères et des donneuses d’ordre*, in AA.VV., *La RSE saisie par le droit. Perspectives interne et internationale*, diretto da K. MARTIN-CHENUT-R. DE QUENAUDON, Parigi, 2016, 453 ss.; ID., *Le devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d’ordre: Acte II, scène I*, in *Recueil Dalloz*, 2015, 1049 ss.; MATTHIEU ZOLOMIAN, *L’évolution de la responsabilité civile des sociétés en droit français*, in *Les Cahiers de droit*, 2021, 62 (3), 827 ss.

Ben più articolata e ricca di spunti è la recente *Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten (Sorgfaltspflichtengesetz)* del 16 luglio 2021 (in *BGBI. Teil I: Nr. 46*, 22. Juli 2021), che dettaglia in modo assai preciso il contenuto delle *Sorgfaltspflichten* per la prevenzione, il contenimento e la rimozione di rischi e violazioni in materia di diritti umani e ambiente secondo uno schema di forte impronta aziendalistica (mi riferisco in particolare al §3, Abs. 1 e ai successivi §§ 4 ff.) A differenza dell’impostazione francese, la legge tedesca articola un meccanismo di controllo e intervento pubblico nel caso di violazione da parte delle imprese (§§ 14 ff.) ma esclude che ciò dia luogo a qualsiasi *zivilrechtliche Haftung*, previsione assai discussa nel corso dell’iter di approvazione della legge. Per un commento, L. STROHN, *Schutz der Menschenrechte durch das Sorgfaltspflichtengesetz*, in *ZHR*, 2021, 629 ss. (ed *ivi*, 630 s. per quanto attiene nello specifico al tema della responsabilità civile).

<sup>72</sup> L’espressione è stata coniata dal WORLD ECONOMIC FORUM, *Integrated Corporate Governance. A Practical Guide to Stakeholder Capitalism for Boards of Directors*, 2020 (<https://www.weforum.org/whitepapers/integrated-corporate-governance-a-practical-guide-to-stakeholder-capitalism-for-boards-of-directors>).

to e in generale i soci delle realtà a base ristretta o familiare possano trarre beneficio da, o desiderare un, approccio orientato a temi ambientali, sociali e di sostenibilità, sapendo che la redditività dei loro investimenti potrebbe esserne pregiudicata perché vengono perseguiti obiettivi non lucrativi<sup>73</sup>; e che l'adozione di politiche di gestione sinceramente devote ai fattori ESG richiede una struttura organizzativa più articolata (e quindi più costosa), riducendo ulteriormente il già risicato margine di profitto e ponendo anche una seria ipoteca sulle prospettive di crescita, che dovrebbe essere invece obiettivo prioritario quantomeno nel tessuto economico italiano<sup>74</sup>, popolato da imprese con ossatura gracile (per la sottocapitalizzazione endemica) e muscolatura atrofizzata (per l'arretratezza tecnologica) e riflessi intorpiditi (per la ritrosia a investire e a rischiare). Ma è una prospettiva inefficiente anche per il messaggio fuorviante che un domani potrebbero lanciare le imprese, non più corpi morali dediti all'esercizio di attività per dichiarati scopi di profitto ma inclini a fini sociali e senza essere soggette al regime speciale oggi proprio delle società benefit o delle imprese sociali, con conseguente disorientamento del mercato e disamoramento (o meglio, per non indulgere in sfumature sentimentalistiche che non si addicono agli affari: disinteressamento) degli investitori genuini.

Il *pericolo* che, invece, temo si può compendiare in un'espressione volutamente forte: l'approdo, a tendere, ad un sistema di irresponsabilità gestoria<sup>75</sup>. È noto che l'agire degli amministratori, se rispettoso delle regole di correttezza, diligenza e buona fede, gode oggi di un considerevole spazio di discrezionalità insindacabile da parte dell'autorità giudiziaria in virtù della *business judgement rule*; essi tuttavia operano pur sempre entro confini ben delineati, che proprio l'esistenza di un interesse sociale (sia pure dai contorni oggi relativamente elastici, ma non indefiniti) e dello scopo lucrativo – rilevanti nella misura in cui impongono all'amministratore di dichiarare di essere portatore di interessi diversi e all'organo amministrativo di motivare specificamente le ragioni della decisione assunta e sanzionano con responsabilità risarcitoria le condotte che pregiudicano il patrimonio sociale – permette di tratteggiare con ragionevole sicurezza; in altre parole, *il contenuto delle decisioni gestorie è sì immune dal controllo giurisdizionale ma sotto l'imprescindibile condizione che si indirizzino razionalmente all'obiettivo del perseguimento dell'interesse ultimo, cioè gestire in modo efficiente l'impresa per accrescere il valore della partecipazione dei soci.*

Ora, nel momento in cui il ventaglio degli interessi obiettivo della gestione dovesse essere ampliato equiordinando *ex lege* a quello "sociale" in senso proprio gli interessi di altre categorie di *stakeholders*, magari usando formule vaghe come quelle francesi («*autres parties prenantes importantes*») o del codice di autodisciplina italiano (gli al-

<sup>73</sup> Con ancora maggiore realismo G. STRAMPELLI, *La strategia*, cit., 374, osserva che «*imporre agli amministratori il dovere di tutelare anche gli interessi di portatori di interessi diversi dai soci equivale, nella sostanza, ad imporre una forma di tassazione a carico di questi ultimi, nella forma di minori utili*».

<sup>74</sup> Lo ha autorevolmente ricordato, da ultimo, il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco nel suo Intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio del 2021, 21 ottobre 2021 ([https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco\\_21102021.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_21102021.pdf)).

<sup>75</sup> Pericolo che è tratteggiato anche da L. MARCHEGIANI, *Riflessioni*, cit., 108; da ultimo M. MAUGERI, *Sostenibilità*, 1353 s. Sulla inevitabile «*discrezionalità e insindacabilità delle scelte gestorie*», nel quadro di una profonda riflessione sulla configurabilità di una responsabilità sociale degli amministratori, C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., spec. 433, e nt. 167.

tri *stakeholders rilevanti*), si legittimerebbero a mio avviso perniciosi arbitraggi decisionali da parte degli amministratori che di fronte a pregiudizi causati ai portatori di un interesse potrebbero sempre giustificarsi sostenendo di aver (legittimamente) soppesato in modo adeguato tutte le circostanze e ritenuto quale migliore in assoluto o almeno preferibile comparativamente il perseguimento di quello di altra o altre categorie, e se l'onere di motivare il processo decisionale sarà stato adeguatamente assolto, valutare la scelta adottata si tradurrebbe in un'inammissibile intromissione giudiziaria nella soggettiva e discrezionale libertà di gestione dell'impresa<sup>76</sup>. In altre parole, si assisterebbe ad una espansione incontrollata del *safe harbour* della *business judgment rule* che proteggerebbe di fatto qualsiasi scelta gestoria con conseguente licenza agli amministratori di pregiudicare gli interessi dei soci purché vi sia adeguata motivazione; e l'unico modo per porvi rimedio sarebbe forse peggiore del male stesso, perché implicherebbe una inconcepibile rinuncia alla (o un forte depotenziamento della) *business judgment rule*. E non va dimenticato che è alto il rischio che in un contesto regolamentare così fluido ed elastico, dai contorni indefiniti, i buoni propositi declamati, già oggi nelle Dichiarazioni non finanziarie e nella comunicazione commerciale, con formule soavi e accattivanti mascherino vuote declamazioni retoriche<sup>77</sup> e le iniziative a favore di obiettivi so-

<sup>76</sup> Il rischio è stato bene avvertito dalla dottrina francese al cospetto del nuovo testo dell'art. 1833 *cod. civ.* che pure impone un ordine di priorità nel perseguimento degli interessi: P.H. CONAC, *op. cit.*, 506 ss. (che cita, *ivi*, 509, l'opinione di B. BASUYAUX, *Administrateurs et Loi PACTE: quelques réflexions générales*, in *Journal des sociétés*, n. 173, aprile 2019, 23: «*Beaucoup de temps, d'honoraires et de primes d'assurances vont ainsi être dépensés pour, au mieux, se ménager une preuve formelle de cette "prise en considération" indépendamment du résultat*») osserva che «*les juges en France sont réticents, sauf exception notamment en cas de faillite, à porter un jugement sur les opérations de gestion. De plus, la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux constitue un domaine où règne une forte subjectivité. [...] Il est probable que les juges feront preuve d'une grande prudence. [...] La subjectivité est trop forte et le juge ne devrait souvent hésiter à substituer son appréciation à celle des dirigeants*»; così anche S. SCHILLER, *L'évolution du rôle*, cit., 523 s. Non dissimili considerazioni sono state espresse in relazione all'inserimento in statuto di una *raison d'être*: è dubbio che vi sia una concreta sanzione societaria sol che gli amministratori si premurino di motivare perché ritengano che una determinata decisione sia conforme – *recte*: prenda in considerazione – la *raison d'être*, così da poter sfuggire al rischio di responsabilità per *faute de gestion* (art. 1850 *cod. civ.*): M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 11 s.; I. URBAIN-PARLEANI, *op. cit.*, 546.

I pericoli di un approccio "pluralistico" nella gestione dell'impresa sono stati approfonditi sotto diversi punti di osservazione dal denso scritto di L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *op. cit.*, 91 ss., i quali concludono osservando che «*stakeholderism would increase the insulation of corporate leaders from shareholders, reduce their accountability, and serve their private interests; the resulting increase in managerial slack would hurt shareholders, economic performance, and many stakeholders. In addition, by raising illusory hopes that corporate leaders would on their own provide substantial protection to stakeholders, stakeholderism would deflect or delay reforms that could provide meaningful protection to stakeholders; stakeholderism would thereby be contrary to the interests of stakeholders it purports to serve*». Per una vivace critica C. MAYER, *Shareholderism Versus Stakeholderism – a Misconceived Contradiction. A Comment on 'The Illusory Promise of Stakeholder Governance' by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*, in *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 522/2020*, in <https://ecgi.global/>; del medesimo Autore si può anche leggere ID., *Ownership, Agency and Trusteeship*, in *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 488/2020*, in <https://ecgi.global/>.

Il dialogo è poi proseguito in L.A. BEBCHUK-K. KASTIEL-R. TALLARITA, *For Whom Corporate Leaders Bargain*, in *Southern California law rev.*, 2021, 1467 ss.; C. MAYER, *The Governance of Corporate Purpose*, in *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 609/2021*, in <https://ecgi.global/>; ID., *Stakeholder Capitalism in the Time of COVID*, 2022, reperibile su <https://papers.ssrn.com/>.

<sup>77</sup> Forse il livello più elevato di ipocrisia si è raggiunto con l'ormai notissimo *Statement del 181 Business Roundtable CEOs del 2019*, le cui dichiarazioni di impegno racchiudono un equilibrato mix di affer-

ciali, ambientali, etc., si risolvano in artificiose e scaltre operazioni di *greenwashing* o di *window-dressing* che alla lunga possono alimentare solo deleterie forme di concorrenza sleale senza in concreto imporre obblighi effettivi all'impresa<sup>78</sup>.

Problematica infine si rivelerebbe anche la ricostruzione del «sistema sanzionatorio» applicabile in caso di violazione di obblighi di perseguimento di interessi extrasociali: pur in uno scenario dominato da molteplici esitazioni, ove si ammettesse che l'agire degli amministratori nella scelta degli interessi da perseguire sia sindacabile, e si riconoscesse ai terzi (quali terzi?, singolarmente? collettivamente? per categorie? circoscritta alle associazioni di quelle più rappresentative? e quali?<sup>79</sup>) un diritto al risarcimento del danno, la strada ancora non apparirebbe tracciata: considerato che nel vigente quadro normativo alla violazione dei doveri di condotta consegue la legittimazione all'azione risarcitoria in capo alla società (sul presupposto dunque di un danno al patrimonio di questa), ai creditori (nel circoscritto caso di lesione dell'integrità del patrimonio sociale) oppure a soci o terzi che abbiano *singulatim* patito un pregiudizio in-

---

mazioni scontate e di promesse talmente vaghe e generiche da non essere realmente vincolanti verso nessuno; una sintesi delle reazioni è efficacemente offerta da P. MARCHETTI, *Dalla Business roundtable*, cit., 1303 ss.; la "svolta etica" pare apprezzata da A. SACCO GINEVRI, *La corporate governance dopo la "svolta etica" di Wall Street*, in *Dirittobancario.it* (<https://www.dirittobancario.it/art/la-corporate-governance-dopo-la-svolta-etica-di-wall-street/>) sia pure con alcune precisazioni circa la sua efficacia; per un giudizio critico, ma pienamente condivisibile, L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, in <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old/>; L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell law rev.*, 2020, 124 ss.

L'«illusoria promessa» dello *Statement* è stata poi smascherata da un recente studio empirico di Bebchuk e Tallarida sul comportamento nel 2020 e nel 2021 delle 128 società americane che hanno sottoscritto il documento: le risultanze documentali provano che ben poco è cambiato rispetto all'approccio *shareholder-oriented* del passato (L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?*, in corso di pubblicazione in *Vanderbilt law rev.*, 2022, reperibile su <https://papers.ssrn.com/>).

Nel nostro Paese, lo *Statement* è stato oggetto di un vivace seminario virtuale ospitato in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss., a cui rinvio anche per ogni riferimento.

<sup>78</sup> *Supra*, nt. 18. Il timore non pare infondato sol che si consideri che la stessa Commissione Europea ha raccomandato che siano presi «in giusta considerazione gli aspetti favorevoli e sfavorevoli», che le informazioni siano «valutate e presentate in maniera imparziale», distinguendo «chiaramente i fatti dai punti di vista e dalle interpretazioni», e di «evitare di comunicare informazioni non rilevanti di natura promozionale o ambiziosa che distolg[a]no l'attenzione dalle informazioni rilevanti»: L. MARCHEGANI, *Riflessioni*, cit., 131.

Si discute se le enunciazioni di impegni "sociali" nella Dichiarazione non finanziaria possa fondare obblighi giuridicamente vincolanti per l'impresa: credo innanzitutto che la prospettiva vada invertita, domandandosi cioè se, a monte, esistano a carico degli «enti di interesse pubblico» considerati dal d.lgs. n. 254/2016 – in ragione delle loro dimensioni e dell'impatto economico e sociale della loro attività – doveri di perseguimento di interessi-altri di cui la Dichiarazione sia una sorta di "rendiconto", e concordo con chi risponde negativamente (M. MAUGERI, *op. cit.*, 1000 ss.); escluso ciò, mi pare si possa convenire che il decreto impone semplicemente un dovere rafforzato di trasparenza su come l'impresa ha governato, nell'esercizio a cui si riferisce la Dichiarazione, taluni aspetti della propria attività che possono avere impatti non finanziari; eventuali dichiarazioni non veritiere non potranno fondare un obbligo in capo agli amministratori di perseguire effettivamente le politiche dichiarate, bensì al massimo una responsabilità risarcitoria per i danni derivanti ai terzi dall'affidamento incolpevole oppure ai concorrenti dalla condotta scorretta (nello stesso senso mi pare si esprima P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., 317 s.).

Il rischio che l'innesco delle logiche ESG nel processo decisionale degli organi gestori si traduca nella *next big fraud* è paventato da C.F. GIAMPAOLINO, *op. loc. cit.*, che condivisibilmente suggerisce che il processo valutativo legato ai principi ESG sia autonomamente evidenziato così che sia reso verificabile. In questa medesima direzione, si veda *infra*, nel testo, par. 5.

<sup>79</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 436 s.

giusto diretto in conseguenza di un fatto illecito, è a quest'ultima ipotesi che dovrebbe inevitabilmente ricondursi il caso in esame, contraddicendo però forse l'idea che il perseguimento di interessi-altri sia un dovere degli amministratori inserito nella matrice contrattuale del rapporto che li lega alla società, e da cui discenda una pretesa di tutela collettiva, a meno di opportuni interventi normativi che mutino radicalmente i connotati della responsabilità sociale per includervi quella "sociale"<sup>80</sup>.

Non è necessario proseguire<sup>81</sup>. Vi sono dunque serie ragioni che suggeriscono un approccio non superficiale e fideistico alimentato dalle mode del momento; forse, ci si può spingere più in là e dire che non sono neppure necessari, ed anzi sono sconsigliabili, interventi normativi diretti a manipolare il "codice genetico" della società modificando il concetto chiave dello scopo lucrativo puro<sup>82</sup>. Poiché però il processo di integrazione dei fattori ESG è ormai in corso e sicuramente è desiderabile che le imprese assumano *davvero* – e non solo per ragioni di opportunismo – comportamenti maggiormente responsabili verso la società civile, è doveroso che il giurista si interroghi sulle possibili "strategie" che i regolatori potranno perseguire, valutando quelle che appaiano anche più coerenti con i principi generali del proprio ordinamento. Il ventaglio appare in effetti ampio, spaziando da strumenti di *soft law* fino a interventi normativi più mirati, anche sulla scia della Proposta di direttiva del Consiglio di cui si è dato fuggacemente conto, senza trascurare il contributo mai scontato della regolazione nei settori vigilati, già oggi – rubo un'altra espressione cara a Paolo Montalenti – prezioso "laboratorio avanzato" di soluzioni di *governance* sostenibile. Né si devono a mio avviso dimenticare i limiti impliciti che possono imporsi all'agire degli amministratori in determinate circostanze: pensiamo all'eventualità dell'emissione di obbligazioni *green*, sostenibili, sociali, etc. che – al di là di cosa raccomandano i relativi *Principles* emanati dall'International Capital Market Association (ICMA)<sup>83</sup> – vincolano gli amministratori all'adozione di politiche coerenti con l'impegno giuridicamente vincolante assunto nei confronti dei sottoscrittori.

In attesa che il dibattito in corso si sviluppi e approdi a linee condivise di interven-

<sup>80</sup> Parafrasando così il titolo di un approfondito scritto di Nicola Rondinone (*Interesse sociale vs interesse "sociale" nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d. lgs. n. 254/2016*, in *Riv. soc.*, 2019, 360 ss.) che si interroga sugli effetti del recepimento in Italia della dir. 22 ottobre 2014, n. 95/2014/UE che ha introdotto la dichiarazione non finanziaria, pervenendo alla conclusione (*ivi*, 391 s.) che il nostro sistema economico (così come anche in altri ordinamenti dell'Unione Europea) sia ancora «*imperniato, per ragioni storiche ma anche in coerenza con gli attuali assetti politico-economici, su un ordine valoriale egoistico, diverso se non antitetico a quello predicato dalla CSR*».

<sup>81</sup> Si potrebbero probabilmente esplorare altri ambiti nei quali una commistione fra modello lucrativo puro e perseguimento di interessi-altri rischierebbe di generare aporie e confusione: penso ad esempio al terreno fiscale, già ora impervio per via di un impianto regolamentare risalente a ormai mezzo secolo fa e dunque divenuto inadeguato al moderno assetto giuridico delle imprese, in quadro peraltro che il codice del terzo settore ha reso ancora più confuso: per attente riflessioni si veda da ultimo S.M. RONCO, *Forma commerciale e impresa nell'imposizione sui redditi*, Pisa, 2021, *passim*.

<sup>82</sup> Perentorio, invece, U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2021, 375 ss., nell'affermare che «*su un piano logico e sistematico la riflessione sul corporate purpose deve precedere ogni altro intervento. Altrimenti, il rischio è affrontare un tema così rilevante indirettamente ed in modo non adeguato e trasparente*» (*ivi*, 378).

<sup>83</sup> La lista dei Principles pubblicati è disponibile al link <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>.

to, vorrei esplorare una differente tecnica di regolazione giuridica di questo problema (che potrebbe anche rivelarsi conveniente *de iure condendo*) fondata non sull'ampliamento del (perimetro de)gli interessi che gli amministratori sono chiamati a perseguire ma sull'implementazione, fra i doveri di condotta che essi sono chiamati ad osservare nella gestione orientata al perseguimento dell'interesse dei soci, di un principio generale di rilevanza superiore, immanente al sistema ma finora rimasto estraneo alla ricca elaborazione dottrinale e giurisprudenziale sulla *corporate governance*: quello della solidarietà, imposto innanzitutto dalla nostra Carta fondamentale (artt. 2, 9 e 41, commi 2 e 3) a tutte le donne e gli uomini sia come singoli sia nelle formazioni sociali (e dunque anche nelle società quali strutture giuridiche di aggregazione umana, sebbene non destinate a fini ideali) ove si svolge la loro personalità, e anche dal Trattato sull'Unione Europea con previsioni di ancora maggior respiro (artt. 2, 3, comma 3, capoverso, e comma 5, 21, comma 1) ma forse – proprio perché di più ampia portata – con una pregnanza e precettività minore.

6. *Un approccio alternativo: la “solidarietà costituzionale” come (ulteriore) regola di condotta gestoria finalizzata al contemperamento fra la prospettiva (tipologica) egoistico-lucrativa e gli “interessi-altri” insiti nelle logiche ESG.* – Qualche cenno generale, pur con la sintesi che contrassegna questo lavoro, è d'uopo anche se la notorietà del tema consente di indulgere in qualche asserzione. Fra i «principi fondamentali» espressi nei primi dodici articoli della Costituzione Italiana, in larga parte espressione di valori supremi, quasi programmatici, radicati nella «cultura della libertà» coltivata dagli artefici della Resistenza<sup>84</sup>, quello che «richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale» quale collante del sistema democratico e dell'essere “Stato” pluralista<sup>85</sup> ha conosciuto una singolare traiettoria evolutiva.

<sup>84</sup> Mi piace qui usare l'espressione – «cultura della libertà» – che ha coniato lo storico Claudio Vercelli in uno scritto di qualche anno fa (C. VERCELLI, *L'antifascismo del difficile presente*, in *Patria indipendente*, n. 51, giugno 2018, <https://www.patriaindipendente.it/numeri/51/>) e che evidenzia con immediatezza e forza il *fil rouge* che lega i principi fondamentali: una libertà che tuttavia – e proprio l'art. 2 ne è plastica espressione – non si esaurisce solo in diritti ma implica anche a carico di ciascuno doveri il cui adempimento attua, realizza e tutela la libertà e i diritti altrui.

<sup>85</sup> «Pietra d'angolo» venne definita la disposizione dell'art. 2 – che fin quasi alla conclusione dei lavori della Costituente doveva essere il primo articolo della Carta – da Giorgio La Pira al quale si deve la matrice ideologica che ne è alla base: in essa in effetti si compendiano «tre principi fondanti e caratterizzanti la forma di Stato», cioè il principio *personalista* per cui è la persona ad avere la precedenza rispetto alla Stato, il principio *pluralista* che legittima i “corpi intermedi” rappresentati dalle formazioni sociali nelle quali si aggregano le persone ed infine la *solidarietà* – di matrice mazziniana – quale dovere coagulante («collante sociale» secondo Salvatore Pugliatti) delle individualità e diversità che i primi due principi tutelano: per un'ampia analisi della disposizione, anche nella sua evoluzione storica, si veda E. ROSSI, *sub art. 2, commento*, in AA.VV., *Commentario alla Costituzione*, vol. I, a cura di R. BIFULCO-A. CELOTTO-M. OLIVETTI, Torino, 2006, 38 ss.; sul profilo specifico della solidarietà si vedano, fra molti, A. MORELLI, *I principi costituzionali relativi ai doveri inderogabili di solidarietà*, in *Forum di Quaderni Costituzionali. Rassegna n. 3/2015*, 1 ss., <https://www.forumcostituzionale.it/wordpress/?p=6721>; F. GIUFFRÈ, *Alle radici dell'ordinamento: la solidarietà tra identità e integrazione*, in *Rivista AIC*, 2019, fasc. 3, 555 ss.; E. ROSSI, *La doverosità dei diritti: analisi di un ossimoro costituzionale?*, in *GdP – Gruppo di Pisa*, 2019, fasc. 2, 51 ss., <https://www.gruppodipisa.it/8-rivista/349-emanuele-rossi-la-doverosita-dei-diritti-analisi-di-un-ossimoro-costituzionale>; V. TONDI DELLA MURA, *La solidarietà fra etica ed estetica. Tracce per una ricerca*, in *Rivista AIC.*, 2010, fasc. 4, 1 ss., <https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/vincenzo-tondi>

Come è avvenuto per i doveri costituzionali nel loro complesso, ha ricevuto un'attenzione tutto sommato marginale nella riflessione dottrinale e nell'elaborazione giurisprudenziale della Consulta<sup>86</sup>; al contrario degli altri doveri, però, quello di solidarietà ha ammalato i giudici ordinari che a partire dalla fine del secolo scorso – sulla scorta di aperture timidamente affacciate a partire dagli anni Sessanta – ne hanno progressivamente argomentato la diretta applicabilità<sup>87</sup> in chiave “orizzontale”<sup>88</sup> in un sempre più esteso ventaglio di ambiti del diritto privato, dai rapporti familiari a quelli di impresa, dal mondo del lavoro alla tutela della salute e dell'ambiente<sup>89</sup>, fino all'emersione recente, a livello giurisprudenziale e normativo, di una visione di “solidarietà intergenerazionale”<sup>90</sup> e alla recentissima polarizzazione attorno al principio di

---

*della-mura/la-solidariet-fra-etica-ed-estetica-tracce-per-una-ricerca*; I. MASSA PINTO, *Principio di solidarietà, abuso del diritto e indefettibile necessità di un ordinamento coercitivo: appunti per una riconsiderazione della dottrina pura del diritto al tempo dell'anomia*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, fasc. 1, II, 69 ss.; con ampia analisi del rapporto fra solidarietà e diritto dei contratti e d'impresa, M. MANTELLO, *Autonomia dei privati e problemi giuridici della solidarietà*, Milano, 2007.

<sup>86</sup> Lo denuncia da ultimo E. ROSSI, *La doverosità dei diritti*, cit., 51 s.

<sup>87</sup> La *Drittwirkung* del dovere costituzionale di solidarietà nei rapporti contrattuali è inaugurata dalla Cassazione nel 2005 con la nota sentenza n. 18128 resa a Sezioni Unite il 13 settembre (in Banca dati One-legal) che riconosce al giudice anche d'ufficio il potere di riconduzione ad equità della penale *ex art.* 1384 cod. civ., anche se i semi di questa impostazione vengono gettati più di un decennio prima dai giudici della Prima Sezione (Cass., 13 gennaio 1993, n. 343, in *Corr. giur.*, 1993, 834 ss.) e coltivati in altri precedenti (Id., 24 settembre 1999, n. 10511; Id., 23 maggio 2003, n. 8188, entrambe commentate, unitamente alla sentenza di Sezioni Unite del 2005, da A. RICCIO, *L'equità correttiva è, dunque, assurta a regola generale*, in *Contr. impr.*, 2005, 927 ss.). Per una visione storica di ampio respiro, segnalo G. D'AMICO, *Problemi (e limiti) dell'applicazione diretta dei principi costituzionali nei rapporti di diritto privato (in particolare nei rapporti contrattuali)*, in *Giust. civ.*, 2016, 443 ss.; e, con approfondita e documentata ricostruzione dell'evoluzione storica, F. MACARIO, *L'autonomia privata nella cornice costituzionale: per una giurisprudenza evolutiva e coraggiosa*, in *Questione giustizia*, 2016, fasc. 4, [https://www.questionegiustizia.it/rivista/articolo/l-autonomia-privata-nella-cornice-costituzionale\\_per-una-giurisprudenza-evolutiva-e-coraggiosa\\_397.php](https://www.questionegiustizia.it/rivista/articolo/l-autonomia-privata-nella-cornice-costituzionale_per-una-giurisprudenza-evolutiva-e-coraggiosa_397.php); da ultimo, A. LEPORE, *Principio di solidarietà e autonomia negoziale nel sistema giuridico italiano*, in UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CAMERINO, *Annali della Facoltà Giuridica. Nuova serie*, 2020, vol. IX, 121 ss.

<sup>88</sup> Si è soliti distinguere (S. GALEOTTI, *Il valore della solidarietà*, in *Dir. e soc.*, 1996, 10 ss. ripreso da E. ROSSI, *sub art.* 2, cit., 57 s.; F. GIUFFRÈ, *I doveri di solidarietà sociale*, in AA.VV., *I doveri costituzionali: la prospettiva del Giudice delle leggi*, a cura di R. BALDUZZI-M. CAVINO-E. GROSSO-J. LUTHER, Torino, 2007, 31 ss.; V. TONDI DELLA MURA, *op. cit.*, 10 ss.) fra solidarietà “verticale” (o anche istituzionale, pubblica, paterna) che si esplica nel compito della Repubblica e delle istituzioni di rimuovere gli ostacoli all'eguaglianza e libertà (art. 5 Cost.) e trova oggi una declinazione specifica nel principio del regionalismo solidale scolpito nell'art. 119, comma 5, Cost.; e solidarietà “orizzontale” (o anche sociale, doverosa, fraterna) intesa come immanente dovere proprio di ciascuna persona di tenere un contegno «doveroso e cooperante [...] nell'adempimento delle loro varie solidarietà», un contegno dunque diretto a temperare l'esercizio dei propri diritti con obiettivi superiori di perseguimento del bene comune, «ossia per il bene di tutti e di ciascuno perché tutti siamo veramente responsabili di tutti» usando le parole dell'enciclica di Giovanni Paolo II *Sollicitudo rei socialis* del 1987, ed anche «delle generazioni future» secondo la dizione che si legge nel *Preambolo* della Carta Europea dei diritti fondamentali (sulla solidarietà intergenerazionale, si veda specificamente V. TAMBURRINI, *I doveri costituzionali di solidarietà in campo sociale: profili generali e risvolti applicativi con particolare riferimento alla tutela della salute*, in *Ianus*, 2018, n. 18, 28 cui adde i riferimenti in nota 80).

<sup>89</sup> M. TAMPIERI, *La riscoperta del principio di solidarietà*, in *Jus civile*, 2020, 612 ss.; V. TAMBURRINI, *op. cit.*, *passim*.

<sup>90</sup> E. ROSSI, *sub art.* 2, cit., 58. V. TAMBURRINI, *op. cit.*, 28. Il concetto di «solidarietà intergenerazionale» è stato per la prima volta elaborato ed espressamente enunciato dalla Corte Costituzionale nella nota vicenda delle c.d. “pensioni d'oro” che la legge di stabilità 2014 aveva sottoposto a prelievo qualificato co-

solidarietà dei molteplici interventi emergenziali (che ancora perdurano, mentre questo scritto viene redatto) che hanno costellato gli ultimi ventiquattro mesi di questa nuova era d.C. (*durante Covid*)<sup>91</sup>. Certo non sono mancate e si odono ancora oggi voci critiche che appuntano le proprie perplessità ora sull'assenza di specifiche norme di legge primaria attuative del dovere di solidarietà<sup>92</sup>, ora sulla inconciliabilità delle logiche solidaristiche con le dinamiche egoistiche tipiche del rapporto sinallagmatico<sup>93</sup>, ora sull'imprevedibilità degli effetti di un canone di condotta e di giudizio che – in difetto di criteri specifici – lascia troppo spazio alla sensibilità personale del magistrato e dunque crea incertezze nocive ai mercati e all'economia.

Ciò nondimeno, l'art. 2 Cost. innerva ormai profondamente il tessuto civilistico<sup>94</sup> ed è assurdo, nell'applicazione giudiziaria, a parametro che – in termini concreti – assi-

---

me “contributo di solidarietà”: Corte cost., 13 luglio 2016, n. 173, in *Foro it.*, 2017, I, 3205 ss. (in relazione alla quale si veda M.A. PROCOPIO, *La legittimità costituzionale delle pensioni d'oro: il singolare "dietro-front" operato dal giudice delle leggi*, in *GT – Rivista di giurisprudenza tributaria*, 2016, 836 ss.; giova appena ricordare per completezza di informazione che la precedente Corte cost., 5 giugno 2013, n. 116, si era invece pronunciata in senso contrario: M.A. PROCOPIO, *L'illegittimità costituzionale del contributo di solidarietà: una sentenza dall'esito scontato*, in *GT – Rivista di giurisprudenza tributaria*, 2014, 102 ss.).

<sup>91</sup> Fra gli scritti che in modo più strutturato hanno trattato il tema della solidarietà della legislazione pandemica, segnalò il vasto volume collettaneo AA.VV., *Il processo civile solidale. Dopo la pandemia*, a cura di A. DIDONE-F. DE SANTIS, Milano, 2020, *passim*, il cui *fil rouge* è rappresentato dall'analisi delle regole del processo civile attraverso la “lente” della solidarietà costituzionale declinata come chiave ermeneutica di garanzia del persistente funzionamento del “sistema giustizia” anche durante le severe fasi del *lockdown* generalizzato della primavera 2020 attraverso il riconoscimento della doverosità da parte di tutti gli attori del processo di comportamenti ispirati alla semplificazione, alla collaborazione, alla condivisione per la realizzazione dell'effettività della tutela giurisdizionale.

<sup>92</sup> A. BARBERA, *sub art. 2, commento*, in AA.VV., *Commentario della Costituzione*, a cura di G. BRANCA, Bologna, 1975, 99; G. LOMBARDI, *Contributo allo studio dei doveri costituzionali*, Milano, 1967, 92 ss. da ultimo, L. MENGONI, *Fondata sul lavoro: la Repubblica tra diritti inviolabili e doveri inderogabili di solidarietà*, in *Jus*, 1998, 49, ad avviso del quale è «fuori discussione» «che il dovere di solidarietà non possa rendersi operante, nella forma di specifici obblighi giuridici, senza l'interposizione del legislatore»; F. FESTI, *Solidarietà costituzionale e rapporti d'affari*, in *Einaudi Blog*, 2 settembre 2020, <https://www.einaudiblog.it/solidarieta-costituzionale-e-rapporti-daffari/>. È in realtà opinione maggioritaria che sia possibile applicare direttamente norme costituzionali proprio quando manchi una regolamentazione legislativa specifica (che non sarebbe necessaria stante la portata precettiva delle norme costituzionali) e sicuramente in presenza di norme “in bianco” quali le clausole generali che attribuiscono al giudice il potere di concretizzarne il significato in coerenza con i principi dell'ordinamento (pensiamo al principio di correttezza in materia contrattuale; per una riflessione di ampio respiro sulle clausole generali del diritto, si veda P. MONTALENTI, *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2015, 133 ss.); all'opposto, si nega spazio all'applicazione diretta in presenza di norme di legge primaria, in particolare se il richiamo ai principi costituzionali sia finalizzato a disapplicare la legge, aggirando di fatto il procedimento di sindacabilità costituzionale formale (approfonditamente su questi temi G. D'AMICO, *op. cit.*, 453 ss.; F. MACARIO, *op. cit.*, *passim*).

È tuttavia indiscutibile che sia necessaria una norma di legge primaria ogniqualvolta il principio di solidarietà incida sulla sfera privata personale e patrimoniale del singolo, essendo vietata qualsiasi imposizione di prestazioni in assenza di una disposizione che la preveda: A. MORELLI, *op. cit.*, 6.

<sup>93</sup> F. FESTI, *op. cit.*, che giudica errata e foriera di problemi l'applicazione diretta del principio di solidarietà, ritenendo che sia utopistico, antistorico e antieconomico pretendere che una parte del contratto non persegua interessi personali ma tenga conto delle difficoltà dell'altro contraente.

<sup>94</sup> Ma non solo. Secondo la Cassazione penale (Cass. pen., 7 gennaio 2016, n. 4931, in *Dir. pen. e processo*, 2016, 629 ss.; *Id.*, 5 dicembre 1995, n. 494, in *Riv. giur. edil.*, 1996, I, 815), il dovere di solidarietà si impone a tutti i consociati ed esclude l'inevitabilità dell'errore di diritto sulla legge penale poiché esige che ognuno diligentemente si informi e conosca le disposizioni normative applicabili per quanto complesse esse



cura che l'autonomia privata sia esercitata in conformità ai precetti costituzionali, cioè che non sia dominio dell'arbitrio egoistico del singolo ma strumento di realizzazione di interessi e funzioni meritevoli di tutela e socialmente utili al lume dell'art. 41 Cost., e che si espliciti in modo proporzionale e ragionevole rispetto agli interessi individuali in gioco. Mi piace qui ricordare la limpida e pregnante definizione data da Luigi Mengoni della solidarietà come «*criterio regolatore di interessi che non si contrappongono su un medesimo piano: essa ha una dimensione collettiva, significa “farsi carico”, nell'esercizio di un diritto individuale di libertà, anche del bene comune, almeno nel senso minimale – spiegato dall'art. 41, comma 2, con riguardo all'esercizio della libertà di iniziativa economica – di non perseguire il proprio interesse individuale in contrasto con l'utilità sociale e con l'interesse generale al rispetto [della salute, dell'ambiente,]*<sup>95</sup> della sicurezza, della libertà e della dignità umana»<sup>96</sup>.

Detto in altri termini, il dovere di solidarietà si qualifica come *limite esterno*, o *superiore*, all'esercizio dei diritti individuali e delle libertà (anche d'impresa) che da essi discendono, di guisa che grava su tutti e su ciascuno l'onere di «*sobbarcarsi, in proporzione delle proprie possibilità, il peso comune costituito dai costi dello stare insieme in società*»<sup>97</sup>. Ora, se è vero, come si è scritto, che l'impresa (anche collettiva, soggiungo) «*può essere considerata una “società intermedia”, attraverso cui il singolo individuo, non sempre nelle condizioni di prendere parte al governo e alla amministrazione della cosa pubblica, partecipando le proprie esigenze e rappresentando i propri bisogni, contribuisce alla definizione di specifici interessi e alla formazione di precise istanze della collettività*»<sup>98</sup>, è parimenti evidente che questa “formazione sociale”, espressione di interessi privati, non vive in uno spazio franco e non può sottrarsi – tenuto anche conto dell'accento che la l. cost. n. 1/2022 ha posto sui temi sociali e ambientali proprio nell'impresa – al dovere di contribuire solidalmente al benessere collettivo, alla salvaguardia dei beni comuni e alla promozione dell'interesse generale (in una parola, ad un dovere di “cittadinanza attiva”). È d'altronde ciò che a più riprese ha osservato la Consulta nel giudicare della legittimità costituzionale dei decreti ILVA rimarcando l'imprescindibilità di un ragionevole ed equilibrato bilanciamento dei valori costituzionali in gioco (prosecuzione dell'attività di impresa vs diritto alla salute, alla

---

siano. Allo stesso modo si è espressa la Cassazione civile (Cass., 18 luglio 2016, n. 14634, in *Banca dati Onelegale*) escludendo che la complessità del quadro normativo e giurisprudenziale possa giustificare una riduzione del quantum del risarcimento «*in quanto i doveri di informazione, conoscenza e comprensione del significato della legge costituiscono diretta esplicazione del dovere costituzionale di solidarietà sociale*».

<sup>95</sup> L'interpolazione, nella definizione data da Luigi Mengoni, della tutela della salute e dell'ambiente che mi sono permesso di effettuare sarebbe stata certamente coerente con il pensiero dell'Autore al lume del nuovo testo dell'art. 41 risultante dalla l. cost. n. 1/2022 che ha incluso questi due valori all'interno del perimetro dei valori che fungono da limiti all'iniziativa economica.

<sup>96</sup> L. MENGONI, *op. cit.*, 49; in armonia con il pensiero di questo autorevole studioso, E. ROSSI, *sub art.* 2, cit., 58.

<sup>97</sup> Ancora L. MENGONI, *op. cit.*, 50, il quale osserva come il principio di solidarietà concorra al funzionamento del mercato come istituzione governata dall'ordinamento che lo regola (e qui riecheggiano le parole di S. CASSESE, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 1986, fasc. 2, 5 ss.) «*al fine, da un lato, di promuovere l'utilità sociale valorizzando le intrinseche attitudini del mercato a produrre ricchezza e benessere, dall'altro, di correggere le disparità di potere contrattuale pregiudizievoli alla libertà e razionalità delle scelte economiche individuali*».

<sup>98</sup> P. RICCI, *L'articolo 41 della Costituzione Italiana e la responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. it. rag. econ. az.*, 2010, 142 ss.

vita e all'incolumità, tutela dell'ambiente) secondo «criteri di proporzionalità e di ragionevolezza, in modo tale da non consentire né la prevalenza assoluta di uno dei valori coinvolti, né il sacrificio totale di alcuno di loro, in modo che sia sempre garantita una tutela unitaria, sistemica e non frammentata di tutti gli interessi costituzionali implicati»<sup>99</sup>.

Fino ad oggi il dovere di solidarietà ha trovato applicazione giurisprudenziale in ambito d'impresa in casi molto specifici e sempre in chiave di valutazione di non meritevolezza di un determinato "comportamento" negoziale con conseguente sua invalidità per abuso ovvero per violazione dei principi di buona fede e correttezza direttamente derivanti dal dovere di solidarietà: così in materia di licenziamento di lavoratore subordinato affetto da disabilità sopravvenuta in assenza di adeguata valutazione di destinazione ad altra mansione<sup>100</sup>; di scioglimento da contratto a seguito di apertura di procedura concorsuale<sup>101</sup>; di riduzione dell'ammontare della penale manifestamente eccessiva<sup>102</sup>; di esercizio del recesso seppur contrattualmente previsto<sup>103</sup>; di esclusione del diritto alla provvigione del mediatore per fatto unicamente delle parti<sup>104</sup>. Non (mi) constano invece applicazioni di questo principio all'attività di gestione d'impresa e alla correlata responsabilità degli amministratori<sup>105</sup>, sebbene il terreno normativo non sia

<sup>99</sup> Da ultimo Corte Cost., 23 marzo 2018, n. 58; Id. 9 maggio 2013, n. 85, entrambe in <https://www.cortecostituzionale.it/>. Attualissime sono le riflessioni di L. CASSETTI, *op. cit.*, 197 ss., sviluppate nello studio sull'impatto della riforma costituzionale dell'art. 41 sulla libertà d'impresa.

<sup>100</sup> Il caso più recente è stato deciso da Cass., 9 marzo 2021, n. 6497, in Banca Onelegale.

<sup>101</sup> Cass., 23 novembre 2020, n. 26568, in Banca dati Onelegale; il recente d.l. n. 118/2021 ha positivamente il criterio della buona fede nel contesto della procedura negoziata di composizione della crisi all'art. 10, comma 2: S. MANSOLDO, *Effetti del procedimento. § 2. Trasferimento d'azienda e rinegoziazione dei contratti*, in AA.VV., *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento. d.l. 118/2021 conv. in l. 147/2021*, diretto da M. IRRERA-S.A. CERRATO, coordinato da F. PASQUARIELLO, Bologna, 2022, 188 ss.

<sup>102</sup> Cass., 19 giugno 2020, n. 11908, in *Studium juris*, 2021, 225; Id., 6 dicembre 2012, n. 21994, in *Corr. giur.*, 2013, 759 e in *Contratti*, 2013, 680; Id., 13 settembre 2005, n. 18128, in Banca dati Onelegale; Id., 24 settembre 1999, n. 10511, in *Giust. civ.*, 1999, I, 2929;

<sup>103</sup> *Leading case* è la nota vicenda Renault decisa da Cass. 18 settembre 2009, n. 20106, in *Contratti*, 2009, 813 ss. Ma già in precedenza la Suprema Corte si era espressa nello stesso senso con riferimento ad una improvvisa revoca di affidamenti da parte di una banca: Cass., 6 agosto 2008, n. 21250, in Banca dati Onelegale.

<sup>104</sup> Cass., 5 marzo 2009, n. 5348, in Banca dati Onelegale.

<sup>105</sup> Chi maggiormente si è spinto in questa direzione senza tuttavia espressamente considerare questo scenario è Giorgio Oppo che, nell'ambito della preziosissima trattazione dei principi del diritto commerciale che inaugura il *Trattato* curato da Vincenzo Buonocore muove dalla qualificazione dell'utilità sociale «non solo come mera utilità economica ma come valore comprensivo di sicurezza, libertà, dignità umana (art. 41 Cost.) e dunque del dovere di solidarietà, anche economica (art. 2)» (enfasi dell'Autore) per riconoscere che si tratta di «valori da rispettare nei rapporti interni ed esterni all'impresa» (G. OPPO, *Principi*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale diretto da V. Buonocore*, sez. I, t. I, Torino, 2001, 39; ma v. anche per ulteriori considerazioni su mercato, globalizzazione e obiettivi di utilità sociale, *ivi*, 78 ss.).

In sintonia con il pensiero di Oppo, V. BUONOCORE, *L'impresa*, nel medesimo *Trattato*, sez. I, t. 2.1, Torino, 2002, 8 ss., rimarca la funzione dell'«utilità sociale» come limite alla libertà di impresa osservando che il comma 3 dell'art. 41 Cost. legittima il legislatore ordinario ad introdurre prescrizioni che vincolino l'imprenditore in nome dei superiori obiettivi collettivi e l'autorità giudiziaria a sindacarne l'operato non chiaramente nell'ottica di accertarne la conformità all'utilità sociale ma alla norma positiva che tale utilità mira ad assicurare (*ivi*, 11); il che però non esclude a mio avviso, come si dirà, che vi sia spazio già oggi per una diretta applicazione giudiziaria del precetto costituzionale della solidarietà sotto forma di sindacato che si appunti sul "se" e "come" l'imprenditore contempera concretamente l'esercizio della libertà d'impresa con il dovere di solidarietà.

totalmente vergine di addentellati: mi riferisco in particolare a quelle norme settoriali – alla cui applicazione non si sottraggono appunto le imprese – che impongono un *governo solidale* di talune risorse comuni, l’ambiente e l’acqua. E precisamente: l’art. 3 *quater* d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152 (il c.d. Testo unico ambientale o Codice dell’ambiente) nell’enunciare il principio dello sviluppo sostenibile richiede che «*nell’ambito delle dinamiche della produzione e del consumo si inserisca altresì il principio di solidarietà per salvaguardare e per migliorare la qualità dell’ambiente anche futuro*» [enfasi mia]; l’art. 1, comma 1, l. 5 gennaio 1994, n. 36, oggi riversato nell’art. 144 del Testo unico ambientale, impone l’utilizzo dell’acqua «*secondo criteri di solidarietà*» (e pensiamo a quante attività produttive fanno massiccio uso di acqua)<sup>106</sup>. Nell’uno come nell’altro caso – anche a mente dell’art. 3 *ter*, che impone a «*tutti gli enti pubblici e privati*» e alle «*persone fisiche e giuridiche pubbliche o private*» la tutela dell’ambiente e degli ecosistemi naturali – pare logico corollario che un amministratore, se nell’assumere una decisione gestoria che implichi sfruttamento di risorse ambientali o incida anche potenzialmente sull’ambiente con esternalità negative ometta di considerare in chiave solidale le ricadute della propria azione sul territorio, sull’ambiente circostante, sulla flora e fauna e sugli altri utilizzatori delle risorse naturali (pensiamo a massicce captazioni di acque che riducano la portata dei rivi a scapito di chi sia a valle), cioè in una parola non includa nel processo decisionale il principio di solidarietà, possa essere responsabile per il pregiudizio che la società amministrata abbia a patire in conseguenza di sanzioni amministrative (ai sensi del medesimo Codice, comminate per la violazione delle succitate norme) o anche penali (art. 25 *undecies* d.lgs. n. 231/2001) ovvero della rifusione di danni alla quale sia stata condannata in sede civile a causa della propria decisione<sup>107</sup>.

Mi domando se non vi sia spazio per generalizzare il principio sotteso alle disposizioni sopra richiamate, circoscritto allo specifico settore dell’ambiente e dello sfruttamento delle acque (che sono indiscutibilmente un profilo del più ampio ambito dell’*Environment* che compone l’acronimo ESG), così da fornire alla responsabilità “sociale” (in senso ampio) e alla sostenibilità dell’impresa una base giuridica più solida e delineata di quanto consentano le vaghe formule dell’interesse sociale allargato o dell’*enlightened shareholder’s value*, e tutto sommato più compatibile con i valori fon-

---

Sono peraltro notissime le esitazioni della nostra dottrina al cospetto dell’art. 41 Cost., e in specie del suo secondo comma, alimentate dagli spettri di un ritorno alla funzionalizzazione dell’impresa che la caduta del pensiero corporativo aveva confinato alla storia del diritto: mi piace qui ricordare, perché offre una puntuale cronaca del processo evolutivo e del crollo del pensiero corporativo, la densa ricerca di N. RONDINO-NE, *Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici*, Torino, 2020, *passim*; e naturalmente, come capofila delle posizioni che si sono contrapposte nel tempo, G. MINERVINI, *Contro la «funzionalizzazione» dell’impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 618 ss., e F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. GALGANO, vol. I, *La costituzione economica*, Padova, 1977, 511 ss. Da ultimo, un invito a rivalutare l’art. 41 Cost. nell’attuale contesto anche comunitario, superando così le antiche remore, è autorevolmente formulato da P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 343.

<sup>106</sup> Il rilievo costituzionale della materia ambientale, anche prima della recente modifica, era pacifico: P. DELL’ANNO, *La tutela dell’ambiente come “materia” e come valore costituzionale di solidarietà e di elevata protezione*, in *Ambiente e sviluppo*, 2009, 285 ss.

<sup>107</sup> Nel senso che le lesioni all’ambiente legittimo al risarcimento del danno patito dai singoli o dalle collettività, Cass., 19 giugno 1996, n. 5650; Id., 10 ottobre 2008, n. 25010, in Banca dati Onelegale.

danti del nostro diritto d'impresa. Potrebbe peraltro anche essere – soggiungo incidentalmente – un'efficace tecnica di recepimento dell'eventuale futura direttiva sulla *corporate sustainability due diligence*, alternativa e preferibile rispetto al meccanico travaso di norme eteronome con tutto ciò che potrebbe implicare in chiave di coerenza complessiva del sistema.

Si potrebbe in altre parole suggerire che l'art. 2380 *bis* cod. civ. e le corrispondenti disposizioni negli altri tipi sociali e (perché no?) anche l'art. 2082 cod. civ. vengano integrati con un precetto che imponga di gestire l'impresa secondo le finalità sue proprie stabilite dall'imprenditore *nel rispetto del principio di solidarietà costituzionale*. Peraltro non escluderei che un intervento normativo sia fin superfluo atteso che – lo si ricordava poco sopra – è opinione diffusa in giurisprudenza che l'art. 2 Cost. (filtrato attraverso il disposto dell'art. 41 Cost. e i doveri generali di buona fede e correttezza) possa avere diretta applicazione anche in assenza di norme primarie che lo attuino concretamente. Il dovere di solidarietà incide in effetti *direttamente* sulle scelte imprenditoriali: ma non nel senso di dar fiato a istanze di governo *etico* d'impresa come teorizzato da alcuni studiosi di economia aziendale<sup>108</sup> ed auspicato anche nella dottrina sociale della Chiesa<sup>109</sup>, che riscuote interesse anche fra studiosi della nostra materia<sup>110</sup>; e neppure di rinvigorire antiche teorie sulla funzionalizzazione dell'impresa che come un fiume carsico talvolta riaffiorano<sup>111</sup>. Bensì imponendo all'imprenditore – come insegna la Consulta – di orientare il proprio agire secondo logiche di proporzionalità, ragionevolezza e bilanciamento fra il proprio interesse individuale ed egoistico e quello di coloro che, anche in prospettiva futura (pensiamo alla solidarietà cd. intergenerazionale oggi scolpita nel nuovo comma 3 dell'art. 9 Cost.), possano subire gli effetti delle iniziative intraprese. E questo anche a prescindere dall'esistenza di norme puntuali come quelle in materia di ambiente e acqua, tenuto conto dell'ampiamente condivisa affermazione della diretta applicabilità dei precetti costituzionali (artt. 2 e 41 Cost.) nei rapporti fra privati di cui si diceva.

E poiché a conti fatti il problema degli interessi finisce sempre per essere una questione di responsabilità degli amministratori, è naturale domandarsi se la “via alternativa” della solidarietà costituzionale possa apparire preferibile rispetto alle incerte e perigliose rotte che seguono coloro che tentano il “trapianto” delle logiche ESG nel “co-

<sup>108</sup> P. RICCI, *op. cit.*, 146 ss.

<sup>109</sup> È ancora Giovanni Paolo II a ricordare che l'impresa è una comunità di uomini che «costituiscono un particolare gruppo al servizio dell'intera società», di tal ché «il profitto è un regolatore della vita dell'azienda, ma non è l'unico; a esso va aggiunta la considerazione di altri fattori umani e morali che, sul lungo periodo, sono almeno altrettanto essenziali per la vita dell'impresa» (GIOVANNI PAOLO II, *Enciclica Centesimus Annus*, 1991); più di recente Benedetto XVI nell'Enciclica *Caritas in veritate* ha ammonito che «la gestione d'impresa non può non tenere conto degli interessi dei soli proprietari della stessa, ma deve anche farsi carico di tutte le altre categorie di soggetti che contribuiscono alla vita dell'impresa: i lavoratori, i clienti, i fornitori dei vari fattori di produzione, la comunità di riferimento».

<sup>110</sup> Da ultimo, M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, 53 ss.

<sup>111</sup> È accaduto ad esempio con le imprese bancarie durante la crisi di fine anni 2000 (V. SANTORO, *Un tentativo di funzionalizzazione dell'impresa bancaria*, in *Banca, impresa società*, 2010, 3 ss.); ma già nel primo decennio dell'Italia repubblicana, come ho ricordato, si temeva che l'impresa potesse divenire *longa manus* dell'intervento pubblico, rivitalizzando in veste rinnovata le logiche del corporativismo fascista (G. MINERVINI, *op. cit.*, 618 ss.).

dice genetico” della società ibridandone lo scopo, ai quali più sopra abbiamo fatto cenno. Ovviamente la riflessione può essere solo sviluppata ad uno stadio molto iniziale e senza presunzioni di esaurire il discorso: mi pare tuttavia che qualche spunto confortante si possa già evidenziare.

Innanzitutto, il criterio della solidarietà mette al riparo dai rischi di una espansione incontrollata della *business judgment rule* insiti nell’insindacabilità di una scelta che apparterebbe pienamente al merito della gestione, come avverrebbe nella prospettiva dell’ampliamento dello scopo sociale che renderebbe ciascuna categoria di (portatori di) interessi come obiettivo alternativo dell’azione gestoria. Non implica, in altre parole, che gli amministratori si arroghino scelte discrezionali, arbitrarie, anche di politica economica se vogliamo (sulla cui legittimazione vi sarebbe anche molto da interrogarsi) scegliendo questo o quello *stakeholder* o gruppo di interesse, oppure di contemperare gli interessi degli uni con quelli degli altri, bensì richiede che nel processo istruttorio-decisionale considerino adeguatamente le altre situazioni giuridiche costituzionalmente riconosciute e protette. Il principio di solidarietà è, scrivevo poc’anzi, un limite superiore alla libertà di impresa e non un diritto o una pretesa di questa o quella categoria, magari azionabile come tale; e la giurisprudenza costituzionale individua nella ragionevolezza e proporzionalità i criteri di bilanciamento dell’interesse dell’impresa con gli altri valori costituzionalmente protetti (salute, ambiente, biodiversità, fauna, sicurezza, libertà dignità umana) che il dovere di solidarietà impone di considerare. Il riferimento ai canoni di ragionevolezza e proporzionalità richiama subito alla mente concetti familiari al giuscommercialista, cioè il plesso dei doveri di condotta che gravano sugli amministratori che sono perno della *governance* societaria: quelli di corretta amministrazione, di diligente gestione, di agire in modo informato, di ragionevolezza e prudenza, di assicurare la continuità, di non perseguire interessi diversi connessi all’incarico di conduzione dell’impresa che spetta – sia pure in ragione della posizione rivestita, anche in coerenza con l’art. 2381 cod. civ. – a ciascun componente dell’organo amministrativo. E dunque ci proietta al di fuori del *safe harbour* della *business judgment rule*, in quello spazio giuridico ove può esercitarsi il sindacato giudiziario perché l’atto gestorio viene in considerazione non nel suo contenuto finale ma nella sua dimensione procedimentale di iter logico che – insegnano gli studi di processi aziendali<sup>112</sup> – ha normalmente genesi negli *input* dati (le informazioni che gli amministratori posseggono), transita per la loro elaborazione, integrazione, revisione, collazione e sistematizzazione in un quadro unitario, giunge – anche nel confronto dialettico interno all’organo, con le funzioni competenti e con eventuali advisor esterni, alla configurazione di uno o più scenari alternativi, dai quali scaturisce infine la decisione (*outcome*). Conclusivamente, il dovere di solidarietà verrebbe ad iscriversi fra le coordinate giuridiche dei doveri di condotta gestoria e a fianco di essi (nonché in sinergia con essi)

<sup>112</sup> Le scienze aziendali approcciano al *board process* sia due modi. In termini statici, considerando la correlazione fra taluni fattori (come ad esempio la composizione del *board*) sulle decisioni; e in termini dinamici, considerando come si sia evoluto il processo decisionale in risposta alle modifiche normative intervenute nel tempo. Tanto nell’una quanto nell’altra visione le fasi interne al processo decisionale sono determinanti nella qualità e verificabilità del risultato finale (*outcome*). Fra i molti studi, merita citazione A. PRY-A. PETTIGREW, *Studying Board Context, Process and Dynamics: Some Challenges for the Future*, in *British journal of management*, 2005, S27 ss.; M. HAMMER-J. CHAMPY, *Reengineering the Corporation*, New York, 1993.

plasmerebbe il modello di comportamento al quale gli amministratori debbono attenersi nel prendere una decisione, imponendo naturalmente che anche di questo specifico segmento del processo decisionale si dia adeguata evidenza e considerazione<sup>113</sup>. Con la conseguenza che, non vertendosi in un caso di valutazione del merito delle decisioni gestorie protette dalla *business judgment rule* ma di adempimento di doveri di condotta nel processo di assunzione di una decisione, anche la violazione di questo principio potrà essere sindacato dal giudice e sarà idoneo a far sorgere una responsabilità per *mala gestio* dell'amministratore. Né mi inquieta il rischio – che si potrebbe paventare – di decisioni arbitrarie per *ontologica vaghezza* del concetto di solidarietà (con conseguente eterogenesi dei fini della soluzione proposta): la nostra giurisprudenza civile ha già dato ampiamente prova di equilibrio e saggezza nel governo delle clausole generali del diritto e saprà delineare efficacemente i contorni della “gestione solidale” anche con il prezioso supporto della giurisprudenza della Corte costituzionale dalla quale può inferirsi che è “solidale” una decisione gestoria che, potendo incidere sulla posizione e sui diritti di categorie diverse di soggetti, non ne sacrifica nessuno in modo irragionevole o sproporzionato<sup>114</sup>.

Un secondo aspetto della proposta formulata, meritevole di essere rimarcato, è la piena compatibilità del criterio della solidarietà costituzionale con la nozione tradizionale della società quale strumento di perseguimento di lucro a beneficio dei soci: le soluzioni prospettate anche sui tavoli istituzionali comunitari dove si discute del futuro della *corporation* sembrano inevitabilmente esigere il superamento dell'esclusività del lucro come fine “tipico” della società, la quale dovrebbe responsabilmente assumersi l'onere di contribuire al benessere collettivo, creando però per tal guisa un “modello organizzativo” “liquido”, ibrido o ibridabile a piacimento, privo di una vera identità, degno epigono del Vitangelo Moscarda protagonista di *Uno, nessuno, centomila* di Pirandello che venne consumato dalla follia per il non saper chi in realtà fosse. Applicando alla *governance* societaria il criterio della solidarietà l'obiettivo lucrativo rimane invece stabilmente al centro dell'operato dell'organo gestorio il quale è chiamato a considerare (non più su base volontaria ma obbligatoriamente) nel processo decisionale l'adozione di accorgimenti volti a minimizzare ragionevolmente (quindi nei limiti di un sacrificio accettabile del beneficio per i soci) il pregiudizio cagionato ai valori fondamentali della salute, dell'ambiente, della sicurezza, della libertà e della dignità umana. In tal modo si crea anche un diaframma giuridico impermeabile e chiaramente identificabile che separa il piano, comune a tutte le imprese, delle condotte doverose da quello – popolato da una babele di formule e slogan<sup>115</sup> nel cui labirinto sembrano ormai aggirarsi confusamente studiosi, operatori, imprese e istituzioni – dei comportamenti meramente volontari in adesione a norme, linee guida, regole di settore, diretti ad accre-

<sup>113</sup> Solo in questo modo, infatti, sarà possibile avere cognizione del percorso logico/decisionale che ha condotto ad una determinata composizione dei diversi interessi rilevanti secondo le metriche ESG e sarà possibile valutare se ed in quale misura siano stati esercitati i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale imposti all'organo amministrativo. Analogamente C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 6.

<sup>114</sup> Sia ancora consentita una notazione: mi rendo conto che il canone di giudizio potrebbe ancora apparire vago, ma non più e non meno, forse, del principio di “correttezza sostanziale e procedurale” dell'agire gestorio che è parimenti lasciato caso per caso alla sensibilità e al prudente apprezzamento del magistrato.

<sup>115</sup> Sulle quali ha tentato con consueta finezza di riflessione di porre ordine M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, cit., *passim*.

scere l'*ESG accountability* mediante la valorizzazione di interessi di specifiche categorie a patto che non determinino pregiudizio per l'interesse dei soci.

Non sono poi trascurabili benefici neppure la consolidata giurisprudenza sull'art. 2 Cost. in materia contrattuale, che può offrire una stabile bussola per orientare gli operatori e gli interpreti, prima ancora dei giudici, nell'applicazione del principio di solidarietà al processo di assunzione delle decisioni imprenditoriali; e l'immediata praticabilità di questa soluzione normativa che non richiede necessariamente di essere implementata mediante (mai semplici e sempre subottimali) modifiche legislative al quadro vigente, essendo già insita nel sistema – a maggior ragione dopo la modifica alla Costituzione – la doverosità di condotte solidali nell'esercizio dell'impresa.

7. *Dai vichinghi ai santi sociali?* – Le tensioni sociali che la pandemia ha acuito, i movimenti spontanei per sensibilizzare larghi strati della popolazione e le istituzioni per i problemi ambientali, la crisi che lacerava molteplici settori dell'economia sono fattori che hanno rinvigorito le istanze per un capitalismo responsabile. Le misure di sostegno comunitarie (*Next Generation UE*) e nazionali (PNRR), fortemente intrise da una filosofia ecologista, possono contribuire a darvi concreta attuazione.

Ma ogni medaglia ha due facce: il mondo dell'impresa, e specialmente della grande impresa, non può più permettersi, e non da oggi, il lusso di perpetrare logiche egoistiche al cospetto dell'urgenza di radicali interventi sul piano sociale, economico, ambientale; norme che creino incentivi all'adozione di buone pratiche di responsabilità sociale sono raccomandabili ma debbono restare confinate sul terreno dell'adesione volontaria da parte delle imprese. Imporre alle società il perseguimento di interessi diversi da quello dei soci appare a molti una panacea<sup>116</sup>: rischia invece di alimentare un male peggiore, la deresponsabilizzazione del *management*, per non parlare del pericolo che gli investitori fuggano razionalmente da mercati e imprese che – gravati da obblighi di perseguimento di obiettivi non lucrativi – non massimizzano più i rendimenti; inaugurare, in una parola, il crepuscolo del capitalismo.

Spero di non essere annoverato, per ciò, fra quei giuristi che, ha scritto Piergaetano Marchetti, sembrano «*opporre una resistenza preconçetta sulla base di asserite incompatibilità con categorie o sistemazioni teoriche ricevute, in genere costruite in altri scenari di cui il fluire della storia può far giustizia, comunque modificare*»<sup>117</sup>. Credo invece sia il momento di essere concreti, ma anche realisti, «*abbandonare la retorica degli slogan e trovare vie più costruttive*»<sup>118</sup>: la strada dell'implementazione del dovere di solidarietà costituzionale nel coacervo dei doveri della *corporate governance* (sfruttando la quanto mai tempestiva riforma degli artt. 9 e 41 Cost.) potrebbe rappresentare, nel suo piccolo, quantomeno un punto di partenza o una guida per un processo equilibrato e sorvegliato di transizione verso il capitalismo del futuro.

<sup>116</sup> M. VENTORUZZO, *Beware of the Panacea of Stakeholder-friendly Corporate Purposes*, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/04/beware-panacea-stakeholder-friendly-corporate-purposes/>.

<sup>117</sup> P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., 2021, 340.

<sup>118</sup> S. FORTUNATO, *Battelli del reno e scorribande vichinghe: un difficile compito per il giurista*, in *I battelli del Reno*, <http://www.ibattellidelreno.it/>, 2013, 5, che ricorda fra l'altro l'invito formulato da Paolo Montalenti ad abbandonare gli "assoluti" e convergere verso ricostruzioni più pragmatiche.

Forse... domani non importerà più se a navigare sul Reno siano i pacifici battelli di Rathenau<sup>119</sup> ed Asquini o i vascelli dei battaglieri vichinghi vagheggiate da Ariberto Mignoli e Floriano d'Alessandro<sup>120</sup>: l'importante sarà... che siano alimentati da energia solare!

---

<sup>119</sup> In verità come già segnalava A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.* 1958, 731, nt. 22, la frase («*Die Verwaltung ist nicht dazu da, Dividenden zu verteilen, sondern Schiffahrt zu treiben*») sarebbe erroneamente attribuita al Rathenau, essendo stata invece probabilmente pronunciata da un amministratore della Norddeutsche Lloyd.

<sup>120</sup> Ben noti a tutti sono gli scritti di A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 617 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988, V, 48 ss.; A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986, 729 ss. ai quali è sufficiente far qui rinvio.



# ORIZZONTE TEMPORALE E *CORPORATE GOVERNANCE* SOSTENIBILE TRA INIZIATIVE EUROPEE E AUTODISCIPLINA INTERNA\*

di *Gian Domenico Mosco e Raffaele Felicetti*

SOMMARIO: 1. Il Rapporto 2020 Ernst & Young per la Commissione europea sui doveri degli amministratori e una *corporate governance* sostenibile. – 2. Il dibattito nord-americano sull'orizzonte temporale degli amministratori. – 3. Lo *short-termism* nel Rapporto. – 3.1. Acquisto di azioni proprie. – 3.2. Livello di dividendi. – 3.3. Investimenti in ricerca e sviluppo. – 4. Mercati diversi, indici eguali? – 5. I fattori che causano lo *short-termism* e le proposte del Rapporto. – 5.1. Doveri degli amministratori e interesse sociale. – 5.1.1. Criticità. – 5.2. La remunerazione degli amministratori. – 6. Il Rapporto e l'azione della Commissione. – 7. Diritto societario italiano, auto-disciplina e sostenibilità.

1. *Il Rapporto 2020 Ernst & Young per la Commissione europea sui doveri degli amministratori e una corporate governance sostenibile.* – Nell'ambito del Programma di lavoro per il 2021<sup>1</sup> la Commissione europea<sup>2</sup> ha commissionato a Ernst & Young

---

\* Il lavoro è frutto del contributo congiunto dei due Autori. Nondimeno, a Gian Domenico Mosco vanno attribuiti in particolare i paragrafi 1, 4, 6, 7; a Raffaele Felicetti i paragrafi 2, 3, 5 e relativi sottoparagrafi. Resta la responsabilità di entrambi per l'intero articolo. Mentre il lavoro era in stampa è stata pubblicata la proposta di direttiva della Commissione relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità 2022/051 (COD) (v. *infra*, in particolare nt. 8 e testo corrispondente nonché par. 7) alla quale gli autori hanno dedicato l'articolo *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 1/2022, 185 ss., che riprende una parte delle considerazioni qui svolte, e due post: G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Fin troppa diligenza sulla sostenibilità delle società*, in *La Voce*, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.lavoce.info/archives/96293/fin-troppa-diligenza-sulla-sostenibilita-delle-societa/> e G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *The EU's Corporate Sustainability Due Diligence Directive: An Excessively Diligent Proposal*, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog>.

<sup>1</sup> Si veda la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2020) 690, disponibile all'indirizzo [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>2</sup> Nell'ambito di numerose – e significative – iniziative normative in tema di sostenibilità: si pensi, oltre al c.d. *Green Deal* e ai vari interventi relativi agli obiettivi di sostenibilità nella finanza, alla *Corporate Sustainability Reporting Directive*, adottata dalla Commissione europea il 21 aprile 2021 e con cui si propone la modifica della *non-financial reporting directive* (NFRD) – la direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario – con l'obiettivo, tra i vari, di estenderne l'ambito di applicazione: se la proposta fosse approvata, gli obblighi informativi oggi imposti dalla NFRD si applicherebbero alla generalità delle imprese (a eccezione delle c.d. microimprese quotate in borsa) e non più soltanto a quelle di maggiori dimensioni (e cioè agli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni aventi in media più di 500 dipendenti e agli enti di interesse pubblico che sono imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni con una media di oltre 500 dipendenti su base consolidata).

In una direzione simile va anche il Parlamento europeo che, pur non essendo dotato del potere d'iniziativa legislativa, può stimolare l'attività della Commissione europea mediante l'adozione di risoluzio-

uno studio relativo ai doveri degli amministratori e alla *corporate governance* sostenibile (in seguito, il “Rapporto”)<sup>3</sup>, reso pubblico nel luglio del 2020.

Il Rapporto conclude, in sintesi, che nell’Unione non si riscontra una *corporate governance* realmente sostenibile e individua il fondamento del problema nell’orizzonte temporale troppo breve degli azionisti e, soprattutto, degli amministratori (c.d. “*short-termism*”), elevandolo a primario campo di intervento della nuova regolamentazione europea<sup>4</sup>.

La Commissione ha aperto una consultazione pubblica terminata l’8 ottobre 2020<sup>5</sup> con l’obiettivo di intercettare le opinioni di esperti e *stakeholders* su un possibile intervento normativo sul governo societario sostenibile. Nel proprio *Inception Impact Assessment*, la Commissione aveva indicato le possibili linee direttrici dell’intervento regolatorio, che potrebbe combinare una serie di misure per (i) introdurre un principio di “*not to do harm*” per le imprese societarie e (ii) autorizzare gli amministratori a considerare, nel contesto del processo decisionale, anche interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti<sup>6</sup>. Secondo la Commissione queste misure, che incidono direttamente sulla conformazione dei doveri degli amministratori, potrebbero essere accompagnate anche da altri interventi, per esempio in materia di retribuzione dei componenti dell’organo amministrativo<sup>7</sup>.

A oggi si è ancora in attesa che la Commissione europea dia seguito al Rapporto, all’*Inception Impact Assessment* e alla consultazione con una proposta di atto normativo in materia<sup>8</sup>. Nel frattempo, però, il Rapporto e i possibili contenuti dell’intervento

---

ni. Con una di quelle recentemente adottate, il Parlamento chiede alla Commissione di adottare una direttiva per identificare e regolamentare standard di diligenza da applicare alle imprese stabilite nella Ue per quanto riguarda gli impatti negativi potenziali o effettivi sui diritti umani, sull’ambiente e sulla buona governance che derivano dalle loro attività e operazioni. Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese.

<sup>3</sup>ERNST & YOUNG, *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*, 2020. La redazione del Rapporto è stata commissionata dalla DG-JUST della Commissione europea.

<sup>4</sup>La Commissione europea, facendo seguito all’*Action Plan ‘Financing Sustainable Growth’*, già a inizio 2019 aveva invitato le tre autorità europee di vigilanza – ESMA, EBA e EIOPA – a redigere, ciascuna per quel che riguarda le rispettive aree di competenza, dei rapporti che presentassero evidenze empiriche e possibili suggerimenti in materia di *short-termism*. Si v. al riguardo il Rapporto ESMA “*Undue short-term pressure on corporations*” (disponibile online all’indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762\\_report\\_on\\_undue\\_short-term\\_pressure\\_on\\_corporations\\_from\\_the\\_financial\\_sector.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf)); il Rapporto EBA “*Undue short-term pressure from the financial sector on Corporations*” (disponibile online all’indirizzo [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Final%20EBA%20report%20on%20undue%20short-term%20pressures%20from%20the%20financial%20sector%20v2\\_0.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final%20EBA%20report%20on%20undue%20short-term%20pressures%20from%20the%20financial%20sector%20v2_0.pdf)), nonché il Rapporto EIOPA “*Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors*” (disponibile online all’indirizzo [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/eiopa-bos-19-537\\_report\\_on\\_investigation\\_undue\\_short\\_term\\_pressure.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/eiopa-bos-19-537_report_on_investigation_undue_short_term_pressure.pdf)).

<sup>5</sup>I risultati della consultazione sono sintetizzati nel *Summary Report* disponibile online all’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_en).

<sup>6</sup>Cfr. Commissione europea, *Inception Impact Assessment* disponibile online all’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance_en).

<sup>7</sup>*Ibidem* Per le soluzioni proposte dal Rapporto, sulle quali si basano le misure ipotizzate della Commissione, v. la nt. 37.

<sup>8</sup>A dicembre 2021 il sito istituzionale della Commissione dichiara ancora che l’iniziativa legislativa in materia di *sustainable corporate governance* è in programma per il quarto trimestre del 2021: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance_en).

Ue hanno suscitato un ampio dibattito, con una netta prevalenza di voci critiche<sup>9</sup>, pur non mancando commenti favorevoli<sup>10</sup>.

Il Rapporto e la connessa iniziativa della Commissione avrebbero un rilevante impatto anche sul nostro diritto societario. Senza che sia qui possibile affrontare i molti e complessi temi toccati dal Rapporto, può dunque essere utile analizzarne almeno due aspetti: le basi empiriche sul quale poggia e alcuni dei fattori che secondo il Rapporto indurrebbero l'emersione dello *short-termism*. Un'analisi, pur sommaria, che può fornire spunti utili a una riflessione preliminare sulle possibili specificità del contesto italiano.

A questo fine, il contributo si sviluppa nel modo seguente: anzi tutto riferisce dei contenuti del dibattito nello scenario statunitense e dei principali elementi sui quali in quell'ambito si basano le teorie dello *short-termism*, che il Rapporto fa in sostanza proprie. Analizza poi il loro rilievo con riguardo alle società europee, focalizzandosi in particolare sul mercato italiano. Esamina inoltre alcuni fattori che secondo il Rapporto sono alla base di un orizzonte temporale insufficiente e i rimedi proposti. Formula alcune osservazioni conclusive sulle posizioni assunte dal Rapporto e sulle possibili iniziative della Commissione. Accenna infine al diritto societario italiano con una particolare attenzione alle soluzioni di auto-disciplina.

2. *Il dibattito nord-americano sull'orizzonte temporale degli amministratori.* – Negli Stati Uniti l'orizzonte temporale degli azionisti e, soprattutto, del consiglio di amministrazione delle grandi società è da molti considerato eccessivamente a breve termine<sup>11</sup>. La tesi di fondo è, in estrema sintesi, quella di un'attenzione ingiustificata verso il prezzo *corrente* delle azioni rispetto alle prospettive di crescita di lungo periodo dell'impresa, legate alla sostenibilità o indipendentemente da questa.

---

*governance\_en* [https://perma.cc/X9XG-2DKP]. Sembra a questo punto però chiaro che vi sia stato uno slittamento al 2022.

<sup>9</sup> Tra le varie si vedano, per esempio, la risposta dei professori della Harvard Law School e della Harvard Business School (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en)), quella degli European Company Law Experts (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384_en)), quella della Copenhagen Business School (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594593\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594593_en)), quella dei professori della University of Hamburg (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615_en)). Si v. anche le risposte di Assonime (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594565\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594565_en)), di Better Finance (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594608\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594608_en)) e della German Insurance Association (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F583720\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F583720_en)).

<sup>10</sup> V., per es., M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss., spec. 329 ss.

<sup>11</sup> V., per esempio W. W. BRATTON, M. L. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2010, 158, 653 ss.; BUSINESS & SOCIETY PROGRAM, *Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, Aspen Institute, reperibile in internet all'indirizzo [https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome\\_short\\_state0909\\_0.pdf](https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf) [http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/bsp/overcome\\_short\\_state0909.pdf](http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/bsp/overcome_short_state0909.pdf).

A sostegno della tesi si richiamano, fondamentalmente, due “fatti”: da un lato, la frequenza e l'importanza dei dividendi distribuiti agli azionisti<sup>12</sup> e degli acquisti di azioni proprie effettuati dalle società quotate<sup>13</sup>; dall'altro lato, i “modesti” livelli di investimento in attività di ricerca e sviluppo (R&D) di queste imprese<sup>14</sup>.

Gli azionisti attivisti (in particolare, gli *hedge funds*) eserciterebbero pressioni sui consigli di amministrazione per sollecitare il conseguimento di risultati di breve termine a discapito della crescita di lungo periodo. In risposta a queste pressioni, gli amministratori sarebbero disposti a distribuire la gran parte degli utili prodotti e a far acquistare alla società le sue stesse azioni, così “premiando” l'investimento, ma limitando significativamente il re-impiego degli avanzi di gestione per investimenti di lungo periodo in R&D<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> W. LAZONICK *et al.*, *US Pharma's Financialized Business Model*, Inst. for New Econ. Thinking, Working Paper, 2017, 60, 3 (“*US pharma companies claim that high drug prices fund investments in innovation. Yet the 18 drug companies in the S&P 500 Index in January 2016 and publicly listed from 2006 through 2015 distributed 99 percent of their profits to shareholders over the decade, 50 percent as buybacks and 49 percent as dividends.*”). V. però in senso contrario M.J. ROE, *Stock Market Short-Termism's Impact*, ECGI Working Paper, 2018; L.A. BEBCHUK, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-term Value*, *Columbia Law Review*, 2013, 113, 1637 ss.

<sup>13</sup> Negli Stati Uniti, specie negli ultimi anni, sembra essersi registrato un netto incremento dei livelli di *buybacks*. Cfr. M. EGAN, *Corporate America gives out a record \$1 trillion in stock buybacks*, CNN, 27 dicembre 2018, reperibile in internet all'indirizzo (“*US companies, led by Lowe's (LOW) and AbbVie (ABBV), rewarded shareholders by unveiling \$34.4 billion in buybacks [...]. That lifted repurchase announcements above \$1 trillion for the first time ever [...], exceeding the prior record of \$781 billion set in 2015.*”). Il trend sembra aver subito un'accelerazione specie a seguito dei tagli fiscali introdotti dall'amministrazione Trump nel 2017. Questi provvedimenti hanno incrementato drasticamente la liquidità delle società, garantendo dunque ingenti somme da investire in queste operazioni. Cfr. M. EGAN, *Stock buybacks exploded after the tax cuts. Now they're slowing down*, CNN, 22 agosto 2019, reperibile in internet all'indirizzo <https://edition.cnn.com/2019/08/22/investing/stock-buybacks-drop-tax-cuts/index.html>. Per la tesi secondo la quale le specifiche preoccupazioni sui livelli di acquisto di azioni proprie da parte delle società non trovano riscontro empirico cfr. J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, *Short-Termism and Capital Flows*, in *Rev. Corp. Fin. Stud.*, 2019, 8, 207 ss.

<sup>14</sup> L.E. STRINE JR, *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *Yale L. J.*, 2017, 126, 1870 ss., 1939 (“*American public corporations seem to be spending much more of their free cash flow on stock buybacks, increasing dividends, and other tactics to guarantee immediate payoffs than on research and development and other forms of long-term investment.*”); W. LAZONICK, *Profits Without Prosperity*, in *Harvard Business Review*, 2014, 92, 46 ss., 47 (“*Corporate profitability is not translating into widespread economic prosperity. The allocation of corporate profits to stock buybacks deserves much of the blame. Consider the 449 companies in the S&P 500 index that were publicly listed from 2003 through 2012. During that period those companies used 54% of their earnings—a total of \$2.4 trillion—to buy back their own stock, almost all through purchases on the open market. Dividends absorbed an additional 37% of their earnings. That left very little for investments in productive capabilities or higher incomes for employees.*”); LAZONICK *et al.*, *op. cit.*, *supra*, nt. 12, 17 (“*Major US pharmaceutical companies have the [maximizing shareholder value] disease, as evidenced by not only massive stock buybacks and exploding executive pay but also the “productivity crisis” in drug discovery, mentioned above. Companies such as Merck and Pfizer have spent the last two decades living off patented blockbuster drugs, with very little to replace them in the pipeline [...].*”); v. anche S. LATHAM, M. BRAUN, *Does Short-termism Influence Firm Innovation? An Examination of S&P 500 Firms, 1990-2003*, in *Journal of Managerial Issues*, 2010, 22, 368 ss. (“*The findings of this empirical analysis indicate that management's R&D spending is indeed sensitive to fluctuations of their organization's market valuation. That is, managers increase R&D investment levels in step with better market indicators of their firm and reduce R&D expenditures as their firm's market performance deteriorates*”).

<sup>15</sup> LAZONICK *et al.*, *op. cit.*, *supra*, nt. 14; v. anche S. LATHAM, M. BRAUN, *Does Short-termism Influence Firm Innovation? An Examination of S&P 500 Firms, 1990-2003*, in *Journal of Managerial Issues*, 2010, 22, 368 ss.; STRINE, *op. cit.*, *supra*, nt. 14.

Nel contesto del dibattito sull'opportunità e sulle modalità con le quali contrastare lo *short-termism* si è proposto, tra l'altro, d'incentivare azionariati di medio-lungo periodo, in particolare costituendo un *long-term stock exchange* (LTSE) al cui interno sarebbe permesso l'utilizzo dei *loyalty shares*<sup>16</sup>, non diversamente da quanto già accade in alcuni ordinamenti europei<sup>17</sup>; di abolire la c.d. *quarterly earnings guidance*, che avrebbe l'effetto collaterale di costringere gli amministratori a porsi degli obiettivi di risultato a breve termine<sup>18</sup>; di tassare il c.d. *trading* ad alta frequenza<sup>19</sup>.

Questo dibattito, tuttavia, non ha ancora portato in USA a concrete iniziative di regolamentazione.

3. *Lo short-termism nel Rapporto.* – Come si è accennato, il Rapporto ripropone nella sostanza le posizioni emerse negli Stati Uniti e, a loro sostegno, le medesime basi empiriche<sup>20</sup>, facendo leva su frequenza e significatività della distribuzione dei dividendi ai soci e dell'acquisto di azioni proprie e sui contemporanei bassi investimenti in R&D pure delle società europee<sup>21</sup>.

Anche considerate le perplessità suscitate dalla presenza di imprese britanniche nel campione esaminato,<sup>22</sup> occorre chiedersi se gli indici considerati negli Stati Uniti siano "tal quali" utilizzabili nei paesi dell'Unione per convalidare la tesi dello *short-termism* delle imprese europee.

3.1. *Acquisto di azioni proprie.* – Quanto all'acquisto di azioni proprie, è stato osservato che, pure laddove le risorse investite in queste operazioni rappresentino una percentuale elevata dei ricavi netti, non è detto che ciò possa essere invocato a supporto della tesi sullo *short-termism*, posto che i dati sugli acquisti di azioni proprie, non tenendo conto delle risorse reperite dalla società tramite, per esempio, aumenti di capita-

<sup>16</sup> M.J. ROE, F. CENZI VENEZZE, *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*, in *The Business Lawyer*, 2021, 76, 467 ss., 479. Ciò in aggiunta alla possibilità, già ammessa oggi negli Stati Uniti, di prevedere due o più categorie di azioni con diversi diritti di voto (*dual class shares*).

<sup>17</sup> V. tra i molti G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, Bologna, vol. II, 2020, 1667 ss.

<sup>18</sup> Cfr. ad esempio FCLT GLOBAL, *Moving Beyond Quarterly Guidance: A Relic of the Past*, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.fcltglobal.org/wp-content/uploads/Moving-Beyond-Quarterly-Guidance-A-Relic-of-the-Past.pdf>.

<sup>19</sup> Si v., in tal senso, la proposta legislativa negli Stati Uniti del Senatore Schatz, reperibile all'indirizzo: <https://www.schatz.senate.gov/imo/media/doc/WSTA%20Final.pdf>.

<sup>20</sup> E alcune delle proposte avanzate in USA per contrastarlo: a esempio, l'abolizione della *quarterly earnings guidance and returns* (cfr. *supra* par. 2).

<sup>21</sup> V. pp. 14-22 del Rapporto.

<sup>22</sup> Si vedano i rilievi contenuti nella risposta inviata dagli European Company Law Experts, disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384_en) [<https://perma.cc/42S4-GCTB>]. V. anche Comitato Italiano Corporate Governance, *Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 26.

Le stesse imprese inserite nel campione esaminato dal Rapporto non sembrano individuabili né singolarmente, né per paesi d'appartenenza o per altri parametri rilevanti (settori economici, dimensioni, ecc.). Il Rapporto si limita a indicare il numero di imprese parte del campione (4.719; v. p. 4 del Rapporto) e, in generale, i 16 Stati membri nei quali queste sono quotate (p. 4 del Rapporto).

le, non riflettono tutte le movimentazioni di risorse tra società e soci<sup>23</sup>.

Inoltre, a differenza di quel che accade negli Stati Uniti, nella Ue l'acquisto di azioni proprie incontra numerosi limiti e condizioni, inizialmente introdotti con la seconda direttiva 77/91/CEE e oggi riprodotti nella direttiva 2017/1132, alcuni di applicazione generalizzata negli ordinamenti europei che intendano consentire, almeno in parte, le operazioni di acquisto di azioni proprie<sup>24</sup>; altri lasciati alle decisioni dei singoli stati membri, che possono aggiungere ulteriori restrizioni<sup>25</sup>. In Italia, per esempio, l'acquisto di azioni proprie per le società che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio è tuttora subordinato al limite quantitativo del 20% del capitale sociale.

Ne consegue che da un canto nell'Unione europea è più difficile quel largo ricorso agli *share buybacks* che caratterizza gli Stati Uniti, dall'altro canto sussistono diversità normative tra gli Stati UE che vanno considerate nell'analisi dei dati.

3.2. *Livello di dividendi* – Quanto alla distribuzione dei dividendi, anche il relativo dato sembra scarsamente significativo. Per esempio, se si guarda all'esperienza italiana e se ne assume l'indicatività per quella europea, si nota come i dividendi erogati dalle società italiane oggi quotate sull'MTA di Borsa italiana indicano livelli medi che è difficile considerare eccessivamente elevati. Negli ultimi cinque anni le società oggi quotate sull'MTA hanno infatti distribuito in media dividendi per meno dell'1% dei profitti netti. E anche quando le distribuzioni hanno superato questa soglia, come è accaduto nel 2018 e nel 2020, le percentuali sono rimaste contenute, attestandosi, rispettivamente, all'1.23% e all'1.12% dei profitti netti delle società interessate<sup>26</sup>.

3.3. *Investimenti in ricerca e sviluppo*. – In relazione, infine, agli investimenti in R&D occorre interrogarsi sull'effettiva indicatività dei dati pubblicati nel Rapporto. Per esempio, si mostra il tendenziale declino degli investimenti in R&D, considerati in rapporto percentuale sia ai ricavi totali<sup>27</sup>, sia agli utili netti<sup>28</sup>. Tuttavia, non sono considerati altri investimenti, realizzati per esempio tramite acquisizioni<sup>29</sup>. Inoltre, dallo stesso Rapporto emerge che gli investimenti in R&D, là dove considerati isolatamente – e cioè non in rapporto con i ricavi o con i profitti netti – sono invece incrementati tra il 1995 e il 2018<sup>30</sup>.

---

<sup>23</sup> V. la critica sul punto al Rapporto di J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, *Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investment in the EU*, in corso di pubblicazione su *European Financial Management* e reperibile in internet all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3706499](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3706499).

<sup>24</sup> Ci si riferisce alla necessità dell'autorizzazione assembleare, al divieto di procedere ad acquisti di azioni proprie nei casi in cui l'operazione comporti una diminuzione dell'attivo netto patrimoniale al di sotto del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto della società non permettono di distribuire nonché al divieto di acquistare azioni che non siano state interamente liberate.

<sup>25</sup> V. l'art. 60, par. 1 della direttiva.

<sup>26</sup> Fonte: FactSet. Il campione di società include quelle oggi quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana s.p.a.

<sup>27</sup> Cfr. Rapporto, p. 18, grafico 8.

<sup>28</sup> *Ibidem*, p. 19, grafico 9.

<sup>29</sup> Cfr. la già citata analisi di M. FRIED, C.C.Y. WANG, *op. cit.*, *supra*, nt. 23., V. anche Comitato Italiano Corporate Governance, *op. cit.*, *supra*, nt. 22, 26.

<sup>30</sup> Rapporto, p. 18, grafico 8. A questa conclusione arriva già l'indagine empirica di J.M. FRIED,

Il Rapporto, oltretutto, considera soltanto le società quotate, che almeno in Italia non sempre coincidono con quelle di maggiori dimensioni (basti pensare a Ferrero, Barilla, Versace). Inoltre, ferma la centralità delle imprese di grandi dimensioni non quotate ai fini della misurazione dei complessivi livelli di investimenti in R&D, la spesa delle imprese italiane di piccole e medie dimensioni per questi investimenti può determinare un effetto “compensativo” in grado di far registrare una crescita dell’R&D proveniente dal mondo imprenditoriale complessivamente inteso anche quando gli investimenti delle società di grandi dimensioni segnano tassi di decrescita rispetto agli anni precedenti<sup>31</sup>. Sarebbe dunque stato opportuno – se si fosse voluto fare un impiego avveduto del parametro relativo alle spese in ricerca e sviluppo – ampliare il campione delle imprese considerate, così da includere almeno tutte le grandi imprese e possibilmente anche le imprese di minori dimensioni. Ciò avrebbe consentito di individuare con più precisione l’*output* globale dell’R&D, che potrebbe indicare un saldo positivo nonostante le *performances* negative di alcune società quotate, posto anche che lo stesso Rapporto dà conto che nelle PMI l’azionista di controllo tende a considerare diversamente il lungo termine<sup>32</sup>.

Pure in questo caso, dunque, si tratta di un indice non troppo sicuro.

4.  *Mercati diversi, indici eguali?*  – In definitiva, sia pure guardando solo all’Italia i limiti all’acquisto di azioni proprie e le percentuali dei dividendi distribuiti rispetto agli utili prodotti e una prima verifica dei dati presi a riferimento con riguardo agli investimenti in R&D rendono incerto che i livelli di *pay-outs* siano in Europa un indice di *short-termism* di portata generale sul quale fare pieno affidamento.

Il che sembra sufficiente a suscitare il dubbio che il Rapporto, nel porre a fondamento del presunto *short-termism* delle società europee gli stessi indici dell’analisi USA, abbia trascurato le caratteristiche dei mercati dei singoli Stati membri, non sempre paragonabili a quelle del mercato nord-americano.

Utilizzare soltanto distribuzione dei dividendi, acquisto di azioni proprie e investimenti in R&D senza alcun distinguo o correttivo non era forse la strada più corretta da seguire<sup>33</sup>.

Del resto, anche il loro porsi alla base dell’insufficiente attenzione alla sostenibilità lascia qualche dubbio, non nel senso che possa sussistere un collegamento, ma in quel-

---

C.C.Y. WANG, *op. cit.*, *supra*, nt. 23, che mostra un incremento dei livelli di R&D anche quando rapportati ai ricavi.

<sup>31</sup> Un esempio di questo effetto “compensativo” è fornito dai dati sulla R&D in Italia per il 2018. Rispetto all’anno precedente, nel 2018 la spesa per R&D è aumentata del 15,8% nelle piccole imprese e del 9,3% nelle medie, ma è diminuita (-1,3%) quella delle grandi imprese. A fronte di questa lieve flessione proveniente dal mondo delle grandi imprese, si è assistito a un saldo positivo dei livelli di R&D delle imprese complessivamente intese, che hanno visto un incremento percentuale rispetto all’anno precedente pari al 7,4%. Cfr. Istat, *Ricerca e Sviluppo in Italia, 2018-2020*, reperibile in Internet all’indirizzo: [https://www.istat.it/it/files/2020/09/Ricerca\\_e\\_sviluppo\\_2018\\_2020.pdf](https://www.istat.it/it/files/2020/09/Ricerca_e_sviluppo_2018_2020.pdf).

<sup>32</sup> Par. 5.2.1.1 riferendo delle risposte di alcuni intervistati, i quali sottolineano altresì che, al contrario, nelle società finanziate con *private equity* l’orizzonte temporale è (necessariamente) più orientato al breve termine (v. G.D. MOSCO-A. NIGRO (a cura di), *Private equity, venture capital e crescita delle PMI*, AGE 1-2/2021).

<sup>33</sup> *Supra*, parr. 3-5.

lo di un rapporto causa-effetto che non è dimostrato, nemmeno dal Rapporto<sup>34</sup>, come decisivo. Un rapporto in effetti di difficile dimostrazione, anche solo considerato che, in tesi, ricerca e sviluppo non sono necessariamente connessi alla sostenibilità<sup>35</sup>.

5. *I fattori che causano lo short-termism e le proposte del Rapporto.* – Se, dunque, non sembrano solide le stesse basi empiriche sulle quali poggia il Rapporto, ne risente inevitabilmente anche l'indicazione dei fattori che causano lo *short-termism* e delle soluzioni in grado di ridurre l'impatto, che rappresentano la parte più importante dello studio di E&Y.

Su alcuni di questi fattori<sup>36</sup>, e sulle relative soluzioni<sup>37</sup>, vale comunque la pena soffermarsi, coinvolgendo alcune delle questioni più rilevanti del dibattito sull'evoluzione del diritto societario. In particolare, sembra opportuno concentrarsi sul ruolo degli amministratori, considerato l'indubbio rilievo che assume per la realizzazione di politiche di sostenibilità da parte delle società.

5.1. *Doveri degli amministratori e interesse sociale.* – Anzi tutto, nel Rapporto si lega l'orizzonte temporale allo scopo della pura e semplice creazione di valore per gli azionisti, che indurrebbe i *boards* ad adottare un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine, con una gestione caratterizzata da un'attenzione eccessiva al prezzo corrente e da un impiego degli avanzi di gestione a solo beneficio degli azionisti (e, se titolari di *stock options*, degli stessi amministratori). Uno scopo che ricomprendesse invece

<sup>34</sup> Che sembra fare affidamento a riguardo solo su alcuni lavori presenti in letteratura: v. per es. pp. 22 ss. del Rapporto.

<sup>35</sup> Lo stesso rapporto tra *short-termism* e (difetto di) sostenibilità è stato posto in dubbio dagli *European Company Law Experts*, cit., retro, nt. 22, come è ricordato anche da M.V. ZAMMITTI, Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1/2021, 255 ss. E pure il *long-termism* non può essere sempre collegato a un impatto positivo sui fattori ESG: v. M. ROE, R. SHAPIRA, *The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking*, Harvard Public Law Working Paper No. 20-21, 16 ss.; M. STELLA RICHTER JR, Long-termism, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 16 ss., 42.

<sup>36</sup> Il Rapporto indica otto fattori di particolare rilievo che causerebbero lo *short-termism*: a. un'interpretazione in chiave eccessivamente di *shareholder value* dei doveri degli amministratori; b. le pressioni a breve termine degli investitori; c. la mancanza di visione strategica da parte delle società sulle questioni di sostenibilità; d. l'incapacità di identificare i relativi rischi e impatti; e. gli schemi di retribuzione degli amministratori; f. l'attuale composizione del c.d.a., che non rappresenterebbe adeguatamente gli interessi degli *stakeholders*; g. l'attuale quadro normativo di *corporate governance*; h. il mancato (o comunque limitato) *enforcement* del dovere degli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa. V. p. 61 ss. del Rapporto.

<sup>37</sup> Il Rapporto propone le seguenti soluzioni di *policy*: 1. chiarire che il contenuto dei doveri fiduciari degli amministratori non si limita alla sola creazione di valore per gli azionisti, ma include anche l'interesse a lungo termine dell'impresa e quelli degli *stakeholder*; 2. promuovere un azionariato a lungo termine, incluso il divieto di pubblicare le *quarterly earnings guidance and returns*; 3. integrazione, da parte dei *boards*, degli aspetti di sostenibilità (rischi, impatti, opportunità) nelle strategie di *business*; 4. modifica degli schemi di retribuzione degli amministratori, al fine di ancorare quest'ultima alla creazione di valore sostenibile; 5. modifica dei processi di nomina degli amministratori, in modo da assicurare che i criteri di sostenibilità siano integrati in tali processi; 6. coinvolgimento degli *stakeholders* nella gestione dell'impresa; 7. rafforzamento dell'*enforcement* del dovere degli amministratori di agire nell'interesse dell'impresa. Per una panoramica sulle soluzioni proposte cfr. pp. xiii e ix del Rapporto. Per i dettagli delle varie soluzioni v. pp. 61 ss. del Rapporto.



anche la considerazione degli interessi degli *stakeholders* escluderebbe un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine, in quanto gli interessi degli *stakeholders* sarebbero, a differenza di quelli degli azionisti, necessariamente a lungo termine<sup>38</sup>.

Più in particolare, l'interpretazione dei doveri degli amministratori avverrebbe in chiave di *shareholder primacy* e mancherebbe di una nozione chiara del concetto di "interesse sociale", elementi che contribuirebbero a far coincidere il significato di quest'ultimo con quello di massimizzazione nel breve termine del valore per gli azionisti<sup>39</sup>. La prevalenza degli interessi economici a breve termine degli azionisti lascerebbe poco o nessuno spazio per l'identificazione e la mitigazione dei fattori sociali e di sostenibilità che influenzano l'esistenza e la continuazione dell'impresa nel lungo termine.

Il Rapporto, muovendo dall'idea che occorre riconoscere all'organo amministrativo maggiore discrezionalità per consentirgli di bilanciare l'interesse degli azionisti con quelli dei vari *stakeholders*, propone pertanto di chiarire – tramite una campagna di sensibilizzazione condotta dalla Commissione europea, una raccomandazione o una nuova direttiva – che nell'esercizio del potere gestorio gli amministratori debbano bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli a lungo termine (almeno 5-10 anni) della società, dei lavoratori, dei clienti, dell'ambiente e delle comunità in cui l'impresa opera,<sup>40</sup> secondo un approccio che sembra ispirarsi alla versione pura dello *stakeholderism*<sup>41</sup>, che considera il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* quale finalità meritevole a prescindere dalla circostanza che questo sia strumentale a un incremento del valore per gli azionisti<sup>42</sup>.

<sup>38</sup> Si pone in evidenza, per esempio, che "[t]he short-term payback periods of financial markets take precedence over the long-term time horizons of ecological and social systems". Cfr. A. HOFFMAN, M.H. BASERMAN, *Changing Practice on Sustainability: Understanding and Overcoming the Organizational and Psychological Barriers*, in S. SHARMA et al., *Organizations and The Sustainability Mosaic: Crafting Long-Term Ecological and Societal Solutions*, 2007, 92.

<sup>39</sup> Rapporto, p. 33. Anche in Italia il dibattito si è fatto da ultimo serrato: v., per esempio, S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 99 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 29 ss.; M.V. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 255 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *supra*, nt. 35; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019; H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 615 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020*, in *Società*, 2020, 439 ss.; A. PERRONE, *Lo statement della Business Roundtable. Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 589 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 627 ss.; M. MAUGERI, *«Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 637 ss.

<sup>40</sup> V. pp. 62 ss. del Rapporto.

<sup>41</sup> Sulla *stakeholder theory* v., tra i tanti, R.E. FREEMAN., J.S. HARRISON, A.C. WICKS, *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*, New Haven, 2007; M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Va. L. Rev.*, 1999, 85, 247 ss.; E. ELHAUGE, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, in *N.y.u. L. Rev.*, 2005, 80, 733 ss.; C.M. BRUNER, *Corporate Governance in a Time of Crisis*, in *J. Corp. L.*, 2011, 36, 309 ss.; L. JOHNSON, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, in *Del. J. Corp. L.*, 2013, 38, 405 ss.; M. LIPTON, *Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment*, in *Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance*, 24 dicembre 2019, reperibile in internet all'indirizzo <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>; K. SCHWAB, P. VANHAM, *Stakeholder Capitalism: A Global Economy that Works for Progress, People and Planet*, 2021.

<sup>42</sup> Il c.d. *enlightened shareholder value* enfatizza invece il nesso di reciprocità tra gli interessi degli

5.1.1. *Criticità*. – La soluzione di affidare all'organo amministrativo il compito di tutelare gli interessi degli *stakeholders* è stata oggetto di osservazioni critiche, anche in Italia<sup>43</sup>.

Tra le osservazioni più significative va ricordata quella secondo la quale il bilanciamento comporterebbe inevitabilmente un incremento della discrezionalità degli amministratori, senza alcuna garanzia che venga utilizzata a favore degli *stakeholders*. Non a caso, nei paesi nord-americani che hanno adottato i *multi-constituency statutes*<sup>44</sup>, nel negoziare i termini di alcune acquisizioni i *boards* non sembrano aver utilizzato la discrezionalità loro riconosciuta per proteggere gli interessi dei vari *stakeholders*, ma per estrarre vantaggi per loro stessi e per gli azionisti<sup>45</sup>.

La questione più delicata tra quelle segnalate, in ogni caso, è quella delle possibili forme di *enforcement* e in particolare sulla possibilità di far valere la responsabilità civile del *management* che non effettui il bilanciamento tra i vari interessi. La questione appare complessa già con riguardo all'individuazione dei legittimati: la legittimazione spetterebbe ai soli soci nell'interesse della società – che peraltro potrebbero non avere sufficienti incentivi per promuovere l'azione<sup>46</sup> – o a tutti gli *stakeholders*, come ipotiz-

---

azionisti e quelli degli *stakeholders* e la protezione degli interessi degli *stakeholders* è vista come strumentale al perseguimento dell'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti. Si pensi, per esempio, a un'impresa che paghi un salario più vantaggioso ai propri lavoratori: da questa decisione potrebbe derivare un incremento dell'efficienza di questi ultimi: v. R.E. FREEMAN *et. al.*, *op. cit.*, *supra*, nt. 41, 28; J.S. HARRISON, A.C. WICKS, *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance*, in *Bus. Ethics Q.*, 23, 2013, 97 ss., spec. 105; J.S. HARRISON, D.A. BOSSE, R.A. PHILLIPS, *Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage*, in *Strategic Mgmt.*, 2010, 31, 58 ss.; R. SISODIA, D. WOLFE, J.N. SHETH, *Firms of Endearment: How Worldclass Companies Profit From Passion and Purpose*, 2007. Sui punti di divergenza tra le due visioni dello *stakeholderism* cfr., da ultimo, L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 2020, *Cornell Law Review*, Vol. 106, 91 ss. 108-121.

<sup>43</sup> Cfr. S. ROSSI, *op. cit.*, *supra*, nt. 39, 125-126, che pone in evidenza come questa soluzione rischierebbe di mettere in discussione la funzione, tipica dell'impresa societaria e, in particolare, della s.p.a., di collettore di risorse finanziarie. Preoccupazioni sono sollevate anche da F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, cit., 617; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 630, secondo il quale “[l]’afferinarsi della CSR costituisce, tendenzialmente, un freno ad un’applicazione incisiva delle norme antitrust [...]”.

<sup>44</sup> Cfr., per esempio, la § 607.0830 (6) del *Florida Business Corporation Act* (“in discharging board or board committee duties, a director may consider such factors as the director deems relevant, including the long-term prospects and interests of the corporation and its shareholders, and the social, economic, legal, or other effects of any action on the employees, suppliers, customers of the corporation or its subsidiaries, the communities and society in which the corporation or its subsidiaries operate, and the economy of the state and the nation.”). Sui *multi-constituency statutes* cfr. M. BARZUZA, *The State of State Antitakeover Law*, in *Virginia Law Review*, 2009, 95, 1973 ss.

<sup>45</sup> L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *op. cit.*, *supra*, nt. 42, 91 ss. Del resto, la maggiore discrezionalità degli amministratori potrebbe, secondo alcuni (L.A. BEBCHUK, *supra*, nt. 12), incrementare di fatto la loro protezione dalle pressioni degli azionisti con conseguenze negative quali la riduzione dell'incisività del monitoraggio che gli azionisti esercitano sui *boards*. Inoltre, in presenza di un numero elevato di interessi da bilanciare si aprirebbero spazi significativi per consentire ai *boards* di giustificare più facilmente l'assunzione di comportamenti opportunistici adducendo a sostegno delle proprie decisioni, a seconda dei casi, talvolta la protezione di un qualsiasi interesse degli *stakeholders* (se a essere sacrificato è l'interesse degli azionisti), talaltra quello degli *shareholders* (se a essere sacrificato è invece quello di uno o più portatori d'interesse).

<sup>46</sup> Nel caso in cui l'azione venisse attribuita agli azionisti sembrano configurabili due opzioni legislative. Una che subordinerebbe l'azionabilità del meccanismo di *enforcement* all'esistenza di un danno subito dalla società. La soluzione, però, avrebbe l'evidente limite di consentire una tutela degli interessi degli *stakeholders* soltanto se il loro danneggiamento arreca pregiudizio anche al patrimonio sociale. L'altra che consentirebbe l'azione indipendentemente dalla circostanza che la società abbia subito un danno. In questo caso non si vede però perché la società dovrebbe essere risarcita e quale sarebbe l'incentivo per gli azionisti

za la Commissione sulla scorta del Rapporto? Quest'ultima opzione può portare a conflitti tra gli interessi delle varie categorie di *stakeholders* – e tra queste e i soci – ed è vista da molti come un fattore di disturbo della “linearità” del rapporto fiduciario tra amministratori e azionisti nonché di esposizione degli amministratori a un surplus inaccettabile di responsabilità<sup>47</sup>.

5.2. *La remunerazione degli amministratori.* – Nell'ambito di varie indicazioni relative ai compensi degli amministratori, visti come elementi che contribuiscono in modo determinante a una gestione eccessivamente pro-azionisti e che pertanto incentivano un orizzonte temporale a breve termine<sup>48</sup>, il Rapporto dà inoltre particolare rilievo alla circostanza che le strutture remunerative degli amministratori non sono necessariamente ancorate anche a *Key Performance Indicators* (KPIs) non finanziari, quali per esempio la *performance* dell'impresa in materia di sostenibilità<sup>49</sup>.

Il Rapporto apporta così elementi utili ai fini del dibattito<sup>50</sup> sull'eventuale necessità di allungare i periodi di *vesting* e imporre legislativamente alle società il collegamento tra livelli di retribuzione del *board* e metriche non finanziarie<sup>51</sup>, quali per l'appunto il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità (c.d. “*ESG-related remuneration*”). Con particolare riferimento a quest'ultimo profilo, come per le altre proposte, il Rapporto contiene un ventaglio di soluzioni dall'intensità variabile, partendo da opzioni di policy più *soft* – una campagna di sensibilizzazione della Commissione europea per incoraggiare le società a collegare la retribuzione degli amministratori alla creazione di valore sostenibile per l'impresa<sup>52</sup> – ad altre più pervasive. Con riferimento a queste ultime, il Rapporto propone di andare oltre l'impostazione attuale della normativa europea che, com'è noto, si limita a richiedere che la politica di remunerazione contribuisca, tra

---

– nelle nostre s.p.a., che rappresentino almeno un quarantesimo (in quelle chiuse, un quinto) del capitale sociale o la minore misura prevista dello statuto – a far valere la responsabilità degli amministratori. Anzi, i rischi reputazionali che deriverebbero da questa azione, con il conseguente possibile contraccolpo che la società e, di riflesso, i soci potrebbero subire sul piano finanziario rappresenterebbero probabilmente un ostacolo insormontabile.

<sup>47</sup> In argomento v. anche il par. 7.

<sup>48</sup> Rapporto, pp. 35-36.

<sup>49</sup> V. pp. 114 ss.

<sup>50</sup> Al quale hanno anche contribuito alcune iniziative spontaneamente intraprese da società di rilievo globale: si vedano, per esempio, i casi di Apple (M. SEGAL, *Apple Introduces ESG Modifier to Executive Compensation*, in *ESG Today*, 7 gennaio 2021, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.esgtoday.com/apple-introduces-esg-modifier-to-executive-compensation/>), Volkswagen (C. RAUWALD, *Volkswagen to Link Top Executives' Bonuses to ESG Targets*, in *Bloomberg*, 20 dicembre 2020, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.bloombergquint.com/business/volkswagen-plans-to-link-top-executives-bonuses-to-esg-targets>) e Deutsche Bank (REUTERS, *Deutsche Bank to link management pay to sustainability targets*, 8 dicembre 2020, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.reuters.com/article/deutsche-bank-esg-change-suite-idUSKBN28I08N>).

<sup>51</sup> V. PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENTS, *Integrating ESG Issues Into Executive Pay*, 2016, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.unpri.org/download?ac=1798>. In Germania già esiste un obbligo di collegare la retribuzione del *board* agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'impresa (cfr. §87 I 2 dell'*Aktengesetz*) e lo stesso Codice di Corporate Governance italiano prevede che “la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del *top management* [debba essere] funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società [...]” (v. art. 5, XV).

<sup>52</sup> Rapporto, pp. 109 ss.

l'altro, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società<sup>53</sup>, per rendere l'utilizzo di metriche ESG legate agli obiettivi di sostenibilità dell'impresa obbligatorio in fase di *design* dei pacchetti di retribuzione degli amministratori<sup>54</sup>.

Specie qualora si procedesse con queste opzioni più drastiche, non è però facile comprendere, nel silenzio sul punto del Rapporto, come la soluzione possa essere effettivamente implementata. Il primo problema sembra riguardare l'identificazione degli obiettivi non finanziari ai quali ancorare i livelli retributivi. Gli *stakeholders* sono molti e con diversi interessi: quali di questi dovrebbe rilevare ai fini della determinazione della retribuzione degli amministratori?

Un secondo problema attiene alla possibilità di quantificare le metriche ESG. Si pensi al concetto di *diversity*, sempre più frequentemente invocato con riferimento alla composizione degli organi amministrativi e di controllo. A quale concetto di diversità dovrebbe guardarsi? A quello di genere, di etnia, di *background*? E anche una volta definito questo profilo, come andrebbe quantificato l'impatto sulla retribuzione della *performance* effettiva (nell'esempio, il tasso di diversità) sulla metrica non finanziaria?

Anche a voler assumere che risulti possibile sia la chiara individuazione degli interessi da far rilevare ai fini retributivi, sia la quantificazione delle metriche non finanziarie, un ultimo profilo problematico attiene all'efficacia della soluzione. Gli schermi remunerativi (e non potrebbe essere altrimenti) non solo continuerebbero a prevedere la presenza di una sostanziosa componente fissa, ma soltanto una parte della componente variabile della retribuzione sarebbe ancorata a metriche non finanziarie.

Ne inferisce che permarrebbero in capo al *board* incentivi a perseguire gli interessi degli azionisti anche a discapito di quelli degli *stakeholders*, se tutelare questi ultimi potesse avere effetti negativi sui primi: in fondo, è meglio perdere una parte della remunerazione che tutta, come succederebbe se gli amministratori non fossero rieletti dagli azionisti insoddisfatti della redditività del proprio investimento.

6. *Il Rapporto e l'azione della Commissione.* – Innovazioni così radicali come molte di quelle proposte dal Rapporto richiedono un'attenta considerazione degli elementi strutturali e delle dinamiche che caratterizzano il mercato di ciascun Stato membro, in grado di alterare significato e significatività dei dati empirici<sup>55</sup>.

Non appare pertanto condivisibile la scelta del Rapporto di una riproposizione sostanzialmente critica sia delle fondamenta empiriche, sia delle soluzioni di *policy* emerse nel dibattito nord-americano con riguardo a società e mercato anche molto diversi da quelli europei. Del resto, anche negli USA dati e proposte non sono da tutti condivisi, con le seconde comunque ancora lontane da tradursi in interventi concreti.

<sup>53</sup> Art. 9-bis, comma 6, direttiva 2007/36, come modificata dalla c.d. *Shareholder Rights Directive II* (direttiva (UE) 2017/828).

<sup>54</sup> Il Rapporto propone due approcci per raggiungere l'obiettivo: quello meno stringente richiederebbe una raccomandazione della Commissione europea, che non avrebbe effetti vincolanti. Quello più drastico comporterebbe invece una modifica della *Shareholder Rights Directive II* al fine d'introdurre un obbligo in tal senso. Cfr. pp. 114-122 Rapporto.

<sup>55</sup> A seconda di come si inquadra il tema variano le misure da proporre, come osservano per es. M.J. ROE *et al.*, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's "Study on directors' duties and sustainable corporate governance"*, reperibile al seguente indirizzo: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en).

È certo, però, che una sempre maggiore considerazione dei fattori ambientali e sociali nelle strategie e nella *governance* delle società non solo è auspicabile, ma sembra ormai inevitabile per una serie di ragioni, non ultima le convinzioni degli investitori con le conseguenti strategie dei gestori del risparmio<sup>56</sup>.

Forse non è azzardato affermare che è già in atto un'evoluzione delle società con finalità lucrative verso un benigno *doppelgänger* della sostenibilità, con l'obiettivo lucrativo e quello sociale destinati prima o poi a fondersi in una concezione nuova dell'impresa<sup>57</sup> che dia vita a un quarto settore che abbinati profitto e benefici comuni, impresa pubblica e privata<sup>58</sup>.

7. *Diritto societario italiano, auto-disciplina e sostenibilità.* – Non è possibile sapere se e in che misura la Commissione europea condividerà analisi e proposte del Rapporto e dunque non si può nemmeno indicarne l'impatto sul diritto societario italiano. La Commissione sembra però decisa a contrastare lo *short-termism* e a integrare gli obiettivi di sostenibilità nella regolamentazione societaria europea, preferendo un intervento nell'area della *corporate governance* e in particolare dei doveri degli amministratori<sup>59</sup>, come si è fatto in Gran Bretagna<sup>60</sup>, piuttosto che in quella dello stesso scopo della società<sup>61</sup>, come invece si è fatto di recente in Francia<sup>62</sup>, nonché soluzioni vincolanti per le società, o almeno per una parte di loro, rispetto a quelle di *soft law*<sup>63</sup>.

<sup>56</sup> Secondo il 7° Osservatorio nazionale sullo stile di vita sostenibile 2021, scaricabile su [www.lifegate.it](http://www.lifegate.it), il 91% della popolazione privilegerebbe un investimento sostenibile a parità di rendimento con uno non sostenibile, il 63% anche se il rendimento fosse inferiore; tuttavia, solo il 37% degli intervistati conosce gli investimenti ESG e solo il 12% li ha già effettuati. Di una vera e propria svolta culturale parla M. LIBERTINI, *supra*, nt. 10, 334. Per un'analisi empirica sulle modalità con cui i grandi *asset managers* declinano le questioni ambientali e sociali nelle loro attività di *stewardship* in UE cfr. R. FELICETTI, *Institutional Investors' Non-Financial Reporting: Should the EU Regulatory Framework Be Updated?*, *Columbia Journal Of European Law*, 2022, 28 (in corso di pubblicazione).

<sup>57</sup> Peraltro, far crescere la torta e non mangiarne di più è quanto possono fare già oggi le imprese secondo A. EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge University Press, 2020.

<sup>58</sup> V. G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *AGE* 1/2018, 81 ss., spec. 92 ss.; e già in precedenza G.D. MOSCO, *L'impresa non speculativa*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 216 ss. Un obiettivo al quale può contribuire anche il recente Piano d'azione europeo per l'economia sociale presentato nel dicembre 2021 dalla Commissione europea e rinvenibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=89&newsId=10117&furtherNews=yes#navItem-1>.

<sup>59</sup> Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit. *supra*, nt. 6, 3.

<sup>60</sup> V. più avanti nel testo e nella nt. 70.

<sup>61</sup> Anche la Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 (*retro*, nt. 2) va in questa direzione proponendo che siano imposti doveri di "dovuta diligenza" alle imprese – e dunque nelle società in particolare agli amministratori – per il rispetto dei diritti umani, dell'ambiente e di una buona *governance*. È stato osservato (da P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss., 348) che il rispetto dei fattori ESG sarebbe per ciò solo assunto nello scopo delle società, diverrebbe un a-priori, una "regola del gioco comune". Diversamente, prima della risoluzione del marzo 2021, v. per tutti U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla "supremazia dell'interesse dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, I, 1 ss.

<sup>62</sup> È noto che in Francia la c.d. *Loi Pacte* ha modificato l'art. 1833 del codice civile francese, il quale ora prevede che la società sia gestita nell'interesse sociale e prendendo in considerazione anche le questioni sociali e ambientali ("*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.*").

<sup>63</sup> Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit. *supra*, nt. 6, 2. La necessità di interventi

In ogni caso, il nostro diritto delle società ha già specifiche regole sulla sostenibilità societaria<sup>64</sup>, come riconosciuto anche dalla Commissione<sup>65</sup>. Anzitutto, per via dell’impatto di vari provvedimenti dell’Unione, molti relativi alle società quotate, altri riguardanti quelle di grandi dimensioni. Ci si riferisce, in particolare, al recepimento delle direttive sull’informazione non societaria (d.lgs. n. 254/2016); sulle politiche di remunerazione degli amministratori, che devono contribuire al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustrare le modalità con le quali lo fanno (art. 123-ter, co. 3-bis, d.lgs. n. 58/1998); sugli obblighi di informazione nel caso di OPA riguardanti “la valutazione degli effetti che l’eventuale successo dell’offerta avrà sugli interessi dell’impresa, nonché sull’occupazione e la localizzazione dei siti produttivi” (art. 103, co. 3-bis, d.lgs. n. 58/1998); sulla istituzione di un comitato aziendale o sull’obbligo di consultazione dei lavoratori (d.lgs. n. 113/2012). In via mediata, sulla politica di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi che include (andando comunicata) le modalità di monitoraggio delle società partecipate anche con riguardo ai risultati non finanziari e all’impatto sociale e ambientale (artt. 124-quinquies e sexies d.lgs. n. 58/1998)<sup>66</sup>.

Inoltre, con riguardo a tutte le società, in ragione della legislazione sulle imprese sociali (d.lgs. n. 112/2017) e sulle società benefit (l. n. 208/2015, co. 376-384), che consentono alle società (in origine lucrative o mutualistiche) di abbinare, in modo molto diverso con riguardo alle une e alle altre<sup>67</sup>, finalità di lucro e sociali. E che (non possono come le altre società, ma) devono farsi carico di una “super” responsabilità sociale.

A quest’ultimo riguardo, le imprese sociali (diverse da cooperative sociali ed enti religiosi) devono adottare modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorire il coinvolgimento di lavoratori, utenti e altri *stakeholders*. Il principio va attuato nello statuto e nel regolamento aziendale rispettando varie disposizioni del d.lgs. n. 112 che si spingono fino a prevedere vere e proprie forme di cogestione con riguardo ai lavoratori, lungo la stessa strada ora ventilata dalla proposta di direttiva sulla *due diligence*<sup>68</sup>. Le società benefit devono più genericamente operare in modo responsabile, trasparente e sostenibile.

Infine, anche sul piano dell’autodisciplina si riscontrano regole significative sulla sostenibilità<sup>69</sup>. Il Codice di *Corporate Governance* 2020 chiede infatti all’organo di amministrazione di guidare la società perseguendone il “successo sostenibile”, riecheggiando la notissima formula dello “sviluppo sostenibile” diffusa nel 1987 dal Rapporto Brundtland con il sostantivo mutato in “successo”, termine peraltro estraneo al nostro linguaggio societario e ripreso dall’art. 172 del *Companies Act* britannico modificato nel 2006<sup>70</sup>. Nel complesso si vuole indicare un obiettivo che “si sostanzia nella crea-

---

imperativi è sostenuta anche da una parte degli interpreti: v. per es. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotate è andata esaurendosi*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2021, 581 ss.

<sup>64</sup> Lo ricorda ASSONIME, *Rapporto su Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 2021, 10 ss.

<sup>65</sup> Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit., *supra*, nt. 6, ancora 2.

<sup>66</sup> Su quest’ultimo profilo cfr. anche FELICETTI, *supra*, nt. 56.

<sup>67</sup> G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto*, *retro*, nt. 58, 81 ss.

<sup>68</sup> V. *retro*, nt. 2. In argomento F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l’aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.

<sup>69</sup> Ne lamenta la vaghezza riconoscendo loro un valore soprattutto “simbolico”, F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di Corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 2, 235 ss.

<sup>70</sup> V. l’art. 172 del *Companies Act* (“A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole [...]”).

zione di valore a lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società”, così riprendendo ancora l’art. 172 del *Companies Act*, ma diversamente da questo senza indicare nel dettaglio le categorie dei portatori di interesse da considerare.

Inoltre, per il Codice di autodisciplina il piano industriale che definisce gli obiettivi strategici dell’impresa e le azioni da compiere deve essere redatto “nell’ottica di promuovere il successo sostenibile della società”; la politica di remunerazione di amministratori, *top management* e sindaci deve essere a questo funzionale (art. 5, principio XV) e per gestori e vertici aziendali deve legare le componenti variabili a obiettivi di *performance* finalizzati a promuovere il successo sostenibile della società (art. 5, racc. 27, lett. c); il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi deve “contribuire al successo sostenibile delle società” (art. 6, principio XVIII).

Non si tratta di indicazioni di agevole traduzione in regole di condotta (anzi tutto) per gli amministratori, fermo restando che un successo per essere sostenibile deve al tempo stesso (i) perseguire la creazione di valore per i soci in un orizzonte temporale di lungo periodo e (ii) “tener conto” degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società<sup>71</sup>, con i quali occorre “dialogare” (art. 1, principio IV).

Se, intuitivamente, è soprattutto la locuzione “tener conto” a risultare di difficile interpretazione, come è testimoniato dal dibattito britannico sul punto<sup>72</sup>, non sembra esserci altra strada se non quella di lasciare alle stesse società il compito di chiarirne la portata<sup>73</sup>.

Si può certamente pensare che il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato<sup>74</sup> già ricomprenda quello di considerare i fattori ESG e gli interessi di chi è toccato dall’attività della società; del resto, una parte di questi fattori va con sicurezza inclusa nel modello di organizzazione e gestione da adottare ai sensi del d.lgs. n. 231/2001, che gli assetti societari necessariamente integra.

L’adesione al *Codice di Corporate Governance* e alle sue previsioni sul successo sostenibile dà comunque forza a questo orientamento interpretativo: gli assetti devono essere curati, valutati e vigilati anche “in funzione” (secondo la terminologia dell’art. 2086 c.c.) della sostenibilità, sia indicando la *governance* amministrativa, operativa e dei controlli relativa ai profili ESG, sia definendo le politiche e le procedure volte a individuare fattori e interessi rilevanti e a come “tener(ne) conto”<sup>75</sup>. Dunque, anche se, in che limiti e con quali modalità (per esempio, di motivazione) una decisione di gestione

<sup>71</sup> V. P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. Corporate Governance*, 2021, 1, 30 ss.

<sup>72</sup> V. per es. C. MAYER, *Prosperity. Better business makes the greater good*, Oxford, 2020, cit. anche da ASSONIME, cit., *supra*, nt. 64, 54.

<sup>73</sup> Valutando, anzitutto, gli assetti statuari (v. per es. N. ABRIANI, *Successo sostenibile e regole statuarie: il ruolo del board nel Codice di Corporate Governance*, in *Riv. Corporate Governance*, 2021, 1, 7 ss.), senza peraltro che appaia indispensabile modificarli considerato quanto osservato di seguito nel testo e le stesse scelte del Codice di autodisciplina, che non lo richiedono.

<sup>74</sup> Sul quale v. G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss., spec. 133 ss., dove anche ulteriori riferimenti.

<sup>75</sup> Come del resto previsto nella sostanza, ponendo un obbligo informativo, dalla proposta di direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting* (*retro*, nt. 2). Per P. MONTALENTI, *supra*, nt. 71, l’espressione “tenendo conto” “dovrà essere coordinata con le procedure di *assessment* interno, funzionali all’elaborazione della DNF”.

può avere su di essi un impatto negativo qualora vi siano interessi – di altri *stakeholders* o degli stessi azionisti – che si considerano più importanti ai fini della decisione, senza che occorra in ogni caso effettuare un bilanciamento che salvaguardi tutti gli interessi rilevanti<sup>76</sup>.

È, insomma, sul piano complessivo degli assetti, prima ancora di quello delle singole operazioni o del solo piano industriale (come indica il Codice 2020<sup>77</sup>), che sembra necessario e possibile dare concretezza alle indicazioni di auto-disciplina, anche se non può che trovare applicazione la *business judgment rule* sia alla loro definizione<sup>78</sup> (anche sotto il profilo della sostenibilità), sia alle singole scelte gestionali<sup>79</sup>.

Per quanto la Commissione appaia orientata diversamente, la strada dell'auto-regolamentazione – se non lasciata a mere indicazioni programmatiche – sembra al momento preferibile rispetto a quella di un intervento normativo vincolante, al di là del rafforzamento appena ricordato del *reporting* sociale, già solo per via della delicatezza dei temi e dell'ancora insufficiente analisi empirica e teorica, che ovviamente pesano di più nel caso di soluzioni imperative<sup>80</sup>.

Forse, come da più parti è stato notato<sup>81</sup>, non è il diritto societario l'area più importante nella quale intervenire autoritativamente per salvaguardare l'ambiente, contrastare le crescenti diseguaglianze e farsi carico delle esigenze sociali, ma quella di soluzioni sistemiche a problemi sistemici.

In altre parole, l'Unione dovrebbe piuttosto assumersi la responsabilità di decisioni coraggiose che ostacolino le esternalità negative, specialmente ambientali<sup>82</sup>, rivedendo i tempi e integrando le proposte del *Green Deal*. Certo sono decisioni non prive di rischi e costi e dunque da ben valutare e sostenere adeguatamente. Si deve però essere consapevoli che questa è forse la sfida più grande che capitalismo e regolatori abbiano mai affrontato, considerato che ormai già si intravede quel confine estremo varcato il quale, per dirla con Amleto, nessun viaggiatore ritorna.

<sup>76</sup> Come accade invece nelle società benefit e, secondo le formulazioni più estreme della tesi, nella teoria dello *stakeholderism* (*supra*, par. 5.1).

<sup>77</sup> V. sul piano industriale e sostenibilità P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel Codice di Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 75 ss.

<sup>78</sup> V. Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Le Società*, 2020, 1339 ss.

<sup>79</sup> La chiara e ben definita inclusione della sostenibilità negli assetti societari potrebbe consentire una più agevole e mirata azione individuale *ex art.* 2395 c.c. di uno o più *stakeholders* che siano stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori assunti in violazione delle politiche e delle procedure adottate dalla stessa società, riducendo al tempo stesso i rischi indicati nel par. 5.1.1.

<sup>80</sup> Favorevole a soluzioni di *soft law* con riguardo al diritto societario è, per es., F. MÖSLEIN, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*, *European Company Law Journal*, 2021, 18, 7 ss.

<sup>81</sup> L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *op. cit.*, *supra*, nt. 42, 168 ss. Si v. anche la risposta alla consultazione della Commissione europea della Copenhagen Business School, Center for Corporate Governance, p. 2 (disponibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F584003\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F584003_en)); v. altresì F. MÖSLEIN, *op. cit.* nella nt. 80.

<sup>82</sup> Per fare un unico esempio, la c.d. *carbon tax*. Secondo il *Carbon Pricing Dashboard* della World Bank vi sono in tutto il mondo soltanto 35 casi di *carbon tax* già implementate. Queste iniziative riguardano 2.93 GtCO<sub>2</sub>e (o il 5,4% delle emissioni globali di gas serra) per un totale di 27 giurisdizioni nazionali interessate. Si è quindi molto distanti dall'obiettivo di raggiungere una tassazione su larga scala delle emissioni di gas inquinanti.



# LA “SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE” DELLE SOCIETÀ QUOTATE. NOTE INTRODUTTIVE

di Anna Genovese

SOMMARIO: 1. Il contesto. – 2. Sviluppo sostenibile e impresa. – 3. Il piano Ue per il *commitment Esg* delle società quotate e delle imprese finanziarie. – 4. La *sustainable corporate governance* e il diritto dell’Ue. – 5. I modelli di regolazione della *sustainable corporate governance*.

1. *Il contesto*. – A fine 2021, le misure Ue di regolazione per la finanza sostenibile – che implementano il Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile pubblicato dalla Commissione Europea a marzo del 2018<sup>1</sup> – risultano affiancate da varie altre iniziative. Fra queste spiccano: la prima emissione di Euro *green bond* (diretti a finanziare progetti imprenditoriali *green* previsti dai *Recovery plan* nazionali post pandemia); e l’introduzione a Piazza Affari di Milano di un nuovo indice borsistico (il *Mib Esg Index*) che combina la misurazione delle *performance* economiche delle società quotate con la valutazione dei risultati sul fronte degli impegni ambientali, sociali e di *governance*, secondo un modello già utilizzato dalla Borsa di Parigi.

In generale, nel corso del 2021, ha preso sempre più consistenza il *framework* normativo che delinea una comune politica degli Stati Ue per la transizione *green* dell’economia del vecchio continente.

Le misure Ue per lo sviluppo e il Mercato Unico sostenibile sono numerose e dislocate in vari plessi normativi<sup>2</sup>. Nel comparto finanziario, esse hanno spinto gli operatori a considerare nelle proprie scelte anche i fattori *Esg* (i fattori ambientali, sociali e di governo di seguito indicati anche con l’acronimo *Esg* che sta per *Enviromental, Social e Governance*) dell’investimento. Ciò ha contribuito a stimolare le imprese industriali a intraprendere piani strategici e attività connotati da intrinseca sostenibilità. La sostenibilità, in questo contesto, è quella definita dai *goals* e dai *target* dell’Agenda Onu per il 2030<sup>3</sup> e

---

<sup>1</sup> Per una sintesi del contenuto e degli obiettivi del Piano di azione Ue del 18 marzo 2018, nel quadro più ampio delle iniziative Ue e internazionali in materia di sviluppo sostenibile e finanza sostenibile, si rinvia a N. LINCIANO-E. CAFIERO-A. CIAVARELLA-G. DI STEFANO-E. LEVANTINI-G. MOLLO-S. NOCELLA-R. SANTAMARIA-M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, Quaderno Consob, Roma, 2021, 75 ss.

<sup>2</sup> Cfr. G. CAPALDO, *La strategia digitale dell’Unione Europea verso un mercato unico sostenibile*, in S. ORLANDO-G. CAPALDO (a cura di), *Annuario 2021, Osservatorio giuridico sulla innovazione digitale*, Roma, 2021, 35 ss.

<sup>3</sup> L’Agenda Onu per il 2030 è stata adottata dall’Assemblea delle Nazioni Unite il 25 settembre 2015 («*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*») e indica i precisi 17 *goals* di sviluppo economico sostenibile (*Sustainable Development Goals – Sdg’s*) a cui le imprese dovrebbero concorrere.

del *Green New Deal* europeo<sup>4</sup>. Misure convergenti sono in via di completamento per orientare nello stesso verso i finanziamenti del comparto bancario alle imprese<sup>5</sup>.

L'insieme di queste azioni, entro il prossimo decennio dovrebbe – il condizionale è d'obbligo – ridurre le emissioni di gas serra e l'esposizione del sistema economico europeo a rischi ed esternalità *Esg* negative, aumentando, al tempo stesso, il tasso di crescita dell'economia dell'Unione.

Nel disegno europeo assume specifico rilievo la declinazione normativa di precisi obiettivi, priorità e tempi di completamento (al 2050) della transizione, e di conseguimento di alcuni risultati intermedi al 2030 e al 2040<sup>6</sup>. La declinazione degli obiettivi pone vincoli al processo di transizione. Il cambio di paradigma a cui l'Ue vuole dare un impulso e un governo è infatti, oltre che “verde”, inclusivo, ovvero giusto e solidale. Ossia idoneo a favorire la nascita e l'affermazione di imprese, processi, prodotti e finanza che abbattano le emissioni di anidride carbonica e il consumo di risorse naturali senza aumentare, ma possibilmente riducendo, le diseguaglianze<sup>7</sup>. Nei documenti dell'Ue si fa altresì sovente menzione dello scenario di “doppia transizione”, che associa la transizione *green* a quella digitale e gli interventi di regolazione necessari su questo doppio fronte<sup>8</sup>.

L'approccio regolatorio è organico ma anche progressivo, ossia definito *step by step*. Una partita importante, perciò, riguarda la scelta delle tappe del processo. I primi interventi sulla tassonomia delle attività economiche sostenibili (previsti dal Regolamento Tassonomia 2020/852 Ue del 18 giugno 2020) hanno preso in considerazione parametri di impatto ambientale delle attività e alcuni obiettivi *green*. Segnatamente, gli obiettivi di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici, di riduzione delle emissioni di Co2 e degli scarti di produzione sono stati considerati fra i più urgenti da assoggettare alla tassonomia condivisa prevista dal Regolamento Tassonomia (cfr. l'art. 9 del Regolamento citato) e alla regolazione delegata (cfr. il Reg. delegato Ue 2021/2139, per quanto riguarda le attività economiche in talune settori energetici, e il Reg. delegato Ue 2021/2178, relativo all'utilizzo della tassonomia europea nei *report*

---

<sup>4</sup>La *Comunicazione* della Commissione del 11 dicembre 2019, n. COM (2019) 640 descrive lo *European Green Deal* come «una nuova strategia di crescita mirata a trasformare l'Ue in una società giusta e prospera, dotata di una economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse». Il *Green Deal* prevede un piano d'azione che include, fra l'altro, una legge europea sul clima in cui sia definito l'impegno della neutralità climatica entro il 2050, un piano di investimenti europei per la transizione e di meccanismi per una transizione “giusta”: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it). Fra i vari documenti che illustrano l'impianto organico e coordinato delle misure si veda la Risoluzione del Parlamento europeo del 25 novembre 2020 sul tema *Verso un mercato unico più sostenibile per le imprese e i consumatori* e la *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, intitolata *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, 21 aprile 2021, COM(2021)188.

<sup>5</sup>Per primo riferimento alle misure di regolazione *Esg* riferite agli enti creditizi cfr. A. GENOVESE, *I bilanci di sostenibilità dopo la Non Financial Reporting Directive: rilevanza e prospettive*, in C. COSTA-A. MIRONE-R. PENNISI-P.M. SANFILIPPO-R. VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Vol. II, *Impresa, Società, Crisi d'impresa*, T. I, Torino, 2021, 375 ss., spec. 383, testo e note.

<sup>6</sup>Cfr. la *Comunicazione* della Commissione la Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle Regioni, *Un traguardo climatico 2030 più ambizioso per l'Europa Investire in un futuro a impatto climatico zero nell'interesse dei cittadini*, del 17 settembre 2020.

<sup>7</sup>Cfr. l'*Action Plan* della Commissione Europea del 18 marzo 2018, cit., 4 ss.

<sup>8</sup>Cfr. G. CAPALDO, *La strategia digitale*, cit., 41 ss.

sulla sostenibilità). La visione integrata di sostenibilità è stata comunque preservata con il criterio del “*Do Not Significant Harm*” e con la previsione di alcune garanzie riferite ai diritti umani<sup>9</sup>. Successivi interventi sono previsti per includere nella tassonomia ulteriori obiettivi ambientali e tutti gli obiettivi sociali rilevanti.

Nello scenario globale, l’Ue è una delle giurisdizioni con il modello di transizione *green* più avanzato e con un piano organico di regolazione finanziaria per realizzarlo. Sono però ancora numerosi i tasselli mancanti del mosaico. Importanti nodi da sciogliere attengono alla messa a punto di criteri uniformi di classificazione e di misurazione del profilo *Esg* di un emittente, di uno strumento finanziario o di un portafoglio e al contrasto del *greenwashing*<sup>10</sup>. Più in generale, appare ardua la messa a punto di un impianto regolatorio che, per correggere la traiettoria dello sviluppo economico, confida anche nelle forze di mercato che muovono gli investimenti<sup>11</sup>.

L’esito delle politiche dell’Unione in materia di sviluppo sostenibile è dunque incerto. Pesano le incognite geopolitiche e l’avanzamento degli accordi globali sul clima, dopo lo snodo della Cop 26, di fine 2021. Tentennamenti scaturiscono anche da timori (probabilmente non infondati) riguardo le immediate ricadute economiche e sociali della fase iniziale della transizione *green*, in termini di possibili maggiori costi di beni e di servizi di largo consumo e crisi aziendali. Incidono altresì le pressioni delle lobby economiche e gli interessi nazionali contrapposti (si pensi, per esempio, agli interessi che gravitano intorno al trattamento del nucleare di nuova generazione nell’ambito della tassonomia europea delle fonti energetiche *green*<sup>12</sup>).

Non di meno, sia in Ue sia su scala globale, continuano a crescere il mercato dei *green bond*, l’interesse degli operatori finanziari per il profilo *green* e “responsabile” degli investimenti<sup>13</sup>, le dichiarazioni e le offerte commerciali di emittenti e di operatori finanziari che – in un modo genuino o decettivo – fanno riferimento ai fattori *Esg* o alla sostenibilità dello sviluppo<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> In base al Regolamento Tassonomia citato nel testo, una attività economica, quindi, può essere considerata ecosostenibile a fini di investimento se contribuisce a uno o più di tali obiettivi, senza arrecare danno significativo ad alcuno degli altri, ed è svolta nel rispetto delle linee guida Ocse e dei principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani: puntuali riferimenti in N. LINCIANO e altri AA., *La finanza*, cit., 80-81 e 106 ss.

<sup>10</sup> Sugli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile cfr. N. LINCIANO e altri AA., *La finanza*, cit., 59 ss.

<sup>11</sup> Fra i contributi che, da diverse prospettive, denunciano questa debolezza di fondo della regolazione Ue in materia di finanza sostenibile cfr. F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. I, 281 ss., spec. 300 ss.; M. STELLA RICHTER, *Long-Termism*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. II, 901 ss., spec. 916 s. e R. FELICETTI, *Gli obblighi di trasparenza degli investitori in materia ambientale e sociale: un cortocircuito logico?*, Relazione presentata al XII Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, *La libertà d’impresa*, 17-18 settembre 2021.

<sup>12</sup> La *Comunicazione della Commissione* intitolata *Tassonomia dell’UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità*, cit., chiarisce che la questione della tassonomia dell’energia nucleare sarà affrontata e definita a stralcio, con un apposito atto delegato di implementazione del Regolamento Tassonomia (Reg. 2020/852 del 18 giugno 2020) separato dagli altri atti delegati già adottati o in procinto di essere assunti.

<sup>13</sup> Per primo riscontro sulla crescita del comparto dei *green bond*, del numero di fondi europei che integrano i criteri *Esg* nelle strategie e negli obiettivi di investimento e delle pratiche *rebranding* dei fondi in chiave ESG, cfr. S. CAVALLO, *Il nuovo paradigma di sostenibilità e la centralità ESG per l’industria finanziaria*, in *Diritto bancario.it*, marzo 2021, 11 ss., testo e note in cui riferimenti anche a ricerche di mercato che sollevano dubbi sulla genuinità delle dichiarazioni degli investitori professionali più schierati per la sostenibilità.

<sup>14</sup> Cfr. le lettere indirizzate da Larry Fink (Ceo di Blackrock) agli *executive directors* delle più influenti

In tale contesto di iniziative che si rincorrono, mentre *opinion leader*, scienziati e movimenti chiedono ai governanti più determinazione e ambizione nelle politiche per la riduzione delle emissioni di Co2 e per la tutela dell'ambiente, l'Ue chiede alle imprese più grandi e strutturate di non limitarsi a cogliere le opportunità della transizione *green*, ma di assumere anche impegni e responsabilità per lo sviluppo sostenibile.

2. *Sviluppo sostenibile e impresa*. – Il Piano di Azione dell'Ue del 2018 presuppone un rapporto necessario fra sviluppo sostenibile e modello di amministrazione e controllo dell'impresa, nonché impatto ambientale e sociale dei prodotti, delle pratiche e delle strategie d'impresa.

Per il *commitment Esg* delle imprese industriali e finanziarie, il Piano d'Azione contempla diverse iniziative. In generale, le misure ipotizzate dal Piano sono rivolte ad accrescere la trasparenza sui rischi *Esg* per il mercato dei capitali; a contrastare i comportamenti e le strategie di impresa che non mitigano ma, al contrario, incrementano i rischi *Esg*; e a incentivare i comportamenti e le strategie che alimentano sviluppo sostenibile. Tuttavia, mentre gli obiettivi di massima sono chiari e condivisi, l'individuazione dei comportamenti e delle strategie su cui intervenire, e quindi degli strumenti regolatori da utilizzare, è controversa.

Una delle questioni maggiormente dibattute riguarda i rapporti fra modello di sviluppo economico desiderabile e modelli di gestione e di responsabilità delle imprese. Come è noto, su questo tema regolatorio si è applicata diffusamente la dottrina economica e giuridica del secolo scorso<sup>15</sup>. Fino ai primi anni del nuovo millennio, l'orienta-

---

*corporations* del mondo dal 2018 in poi (L. FINK, *A Sense of Purpose*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>; ID., *Purpose & Profit*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter>). In argomento cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.; lettere seguite, nell'agosto 2019, dallo "Statement on the Purpose of a Corporation" della *Business Roundtable* e, poco più tardi, dal *Davos Manifesto 2020 (The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*. December 2019). Fra i numerosi commenti a tali prese di posizione dell'industria finanziaria, si vedano: L.E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 1018, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3461924](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3461924); M.J. ROE, *Why Are America's CEOs talking About Stakeholder Capitalism Now?*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-business-roundtable-ceos-corporate-purpose-by-mark-roe-2019-11?barrier=accesspaylog>; L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, in *Oxford Business Law Blog*, 12 settembre 2019, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>; P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 1303 ss.; V. CALANDRA BUONAURO-F. DENOZZA-M. LIBERTINI-G. MARASÀ-M. MAUGERI- R. SACCHI- U. TOMBARI, in *Lo Statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. PERRONE, in *ODC*, 3/2019, 589 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, *ivi*, 615 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto della responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, *ivi*, 627 ss.; e M. MAUGERI, "Pluralismo" e "monismo" nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), *ivi*, 637 ss.

<sup>15</sup> I contributi in tema sono stati innumerevoli e tutti hanno avuto come punto di riferimento le posizioni di M. FRIEDMAN nel celeberrimo *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *The New York Times Magazine*, September 13, 1970, da cui muove la teoria economica e giuridica della *governance* per lo *shareholder value*; e cfr. anche E. STENBERG, *Just business ethics in action*, Oxford, 2000, 42 ss. A tale analisi teorica si contrapponeva, in quegli anni, quella di R.E. FREEMAN, *Strategic management A Stakeholder Approach*, Boston-Pitman, 1984, ri-pubblicato da Cambridge University Press, 2010, *passim*. Una rassegna critica delle diverse posizioni, da Berle-Means (1932) fino alla fase ante crisi finanziaria del

mento prevalente puntava sul modello di gestione delle imprese maggiormente funzionale a generare profitti per gli azionisti e a fare crescere le dimensioni e l'efficienza dei mercati. Il vento però è cominciato a cambiare con il mutamento dello scenario complessivo. Segnatamente, dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e anche a seguito del dibattito che, nel 2015, ha portato le principali Nazioni del Pianeta a sottoscrivere gli Accordi di Parigi sul clima e l'Agenda Onu per il 2030.

Semplificando al massimo si può dire che oggi le linee di pensiero a confronto sono essenzialmente due. Una, maggioritaria, include tra le dinamiche critiche per lo sviluppo sostenibile alcuni criteri correnti di remunerazione del capitale investito nelle grandi società azionarie<sup>16</sup>. Questi criteri, infatti, non attribuiscono alcun rilievo alla (positiva o negativa) sostenibilità ambientale e sociale della gestione. E ciò malgrado le scelte di gestione di una attività economica possano avere ripercussioni favorevoli o sfavorevoli per le persone e l'ambiente, per i rischi *Esg* e per le esternalità negative<sup>17</sup>. Il modello imperante anzi sarebbe quello della "società del rischio" che, su scala globale, determina scelte di gestione che, in una logica di economicità e in assenza di incentivi e costrizioni, causano scarso contenimento dei rischi *da* impresa e delle esternalità negative. Ossia una situazione di oggettiva e non remunerata esposizione a rischio di soggetti che a vario titolo – volontariamente o involontariamente – entrano in contatto con l'imprenditore<sup>18</sup>.

Il risultato di queste dinamiche sarebbe una crescita economica "tossica" per l'ambiente e per la maggior parte delle persone. La crescita di ricchezza si accompagnerebbe, infatti, a crescente esposizione di tutti gli attori economici a rischi sistemici e finanziari non gestibili, non diversificabili e catastrofali<sup>19</sup>. E sarebbe trainata da imprese grandi e impattanti, che hanno un potere di mercato enorme (non contenuto dalla

---

2008, si può trovare in P.L. SACCO-M. VIVIANI, *La responsabilità sociale d'impresa prospettive teoriche nel dibattito italiano*, in *Economia politica*, 2006, 1 ss., in [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).

<sup>16</sup> Cfr. almeno M.E. PORTER-M.R. KRAMER, *Creating shared value*, in *Harvard Business Review*, gennaio-febbraio 2011 n. 1/2, 68 ss.; R.E. FREEMAN, *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation*, in *The Corporation and Its Stakeholders*, Toronto, 2016, 125-138; L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco, 2012; C. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the greater Good*, Oxford, 2018; e ID., *The Future of the Corporation and the Economics of Purpose* (Novembre 16, 2020). *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 710/2020, Forthcoming in the Journal of Management Studies*, 2021, disponibile in <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.>; P. COLLIER, *The future of Capitalism. Facing the New Anxieties*, UK, 2018, 100 ss. (in edizione italiana, ID., *Il futuro del capitalismo*, Bari, 2020). Per la dottrina italiana si veda U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 1 ss., e ID., *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 3 ss. In dottrina, una posizione a sé stante è quella di O. HART-L. ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2017, 247 ss.

<sup>17</sup> Cfr. D. LENZI, *La gestione del rischio di danno ambientale per le società di capitali*, in S.A. CERRATO (a cura di), *Impresa e rischio, Profili giuridici del risk management*, Torino, 2019, 233, spec. 237, testo e note, per i riferimenti alle diverse ipotesi in cui l'attività di un soggetto genera effetti nella sfera economico giuridica di un altro soggetto secondo modalità che sfuggono ai meccanismi del mercato, ovvero si realizzano danni il cui costo non è sostenuto dal responsabile.

<sup>18</sup> Cfr. D. LENZI, *La gestione*, cit., 236-237.

<sup>19</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss. che ne ricava un determinato inquadramento della disciplina sulle dichiarazioni non finanziarie, e una specifica definizione dell'interesse sociale che, in forza di essa, gli amministratori devono perseguire, avuto riguardo per una determinata categoria di investitori (gli investitori istituzionali).

concorrenza o dalle norme antitrust); e da questo, esercitato anche sulle persone e sulle risorse del Pianeta, traggono elevatissimi profitti<sup>20</sup>.

La critica investe, dunque, anche le normative in materia di governo societario e di responsabilità delle imprese azionarie. Tali normative, infatti, prescrivono agli amministratori di soddisfare l'aspettativa degli azionisti di massimizzare i legittimi ritorni dell'investimento, senza tracciare in un modo completo le esternalità (primato degli *shareholders* sugli altri *stakeholders*). Occorrerebbe, dunque, intervenire e ridefinire sia la nozione sia la rilevanza di alcune esternalità (positive e negative, ambientali e sociali), sia il paradigma di gestione delle società di capitali (doveri, poteri e responsabilità degli amministratori). Specialmente con riferimento alle grandi società quotate o finanziarie, che ordinariamente hanno un potere di mercato considerevole e un impatto ambientale e sociale notevole<sup>21</sup>.

Queste conclusioni sono contestate da chi<sup>22</sup> sostiene che la crescita trainata dal libero mercato e dalle imprese capitalistiche, anche nella dimensione globale raggiunta, sarebbe l'unica in grado di accrescere il *surplus* di ricchezza e il benessere diffuso. I vincoli per garantire la sostenibilità ambientale e sociale dello sviluppo, se necessari, dovrebbero essere definiti dalle politiche pubbliche e dovrebbero restare esterni ai meccanismi di gestione delle imprese (anche grandi e quotate). Ciò sia per ragioni di legittimazione politica (che manca a chi controlla e gestisce un'impresa) sia per ragioni funzionali. L'unico scopo e l'unica responsabilità di queste organizzazioni dovrebbero essere quelle di competere sui mercati per massimizzare i legittimi ritorni degli investitori. Una *governance* orientata a ottenere obiettivi diversi dalla massimizzazione dello *shareholder value* produrrebbe risultati complessivi più dannosi (in termini di perdita di efficienza) che vantaggiosi. Ricostruzioni di differenze tenere sarebbero inficciate da errate e incomplete analisi e da insanabili aporie. Si osserva peraltro che non è chiaro perché una impresa dovrebbe inquinare più di quanto è consentito dalla legge ed è necessario per non essere messa fuori mercato o dovrebbe tagliare sui costi del personale più di quanto è consentito dalla legge se potesse stare sul mercato anche sostenendo

---

<sup>20</sup> Cfr., fra gli altri, C. MAYER, *Prosperity*, cit., *passim* e THE BRITISH ACADEMY, *Principles for Purposeful Business. How to deliver the framework for the Future of the Corporation. An Agenda for business in the 2020s and beyond*, Novembre 2019; B. SPIESSHOFER, *Responsible Enterprise. The Emergence of a Global Economic Order*, Munich-Oxford, 2018; e M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo finanziario*, Bologna, 2017, 13 ss.

<sup>21</sup> Cfr. R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020.

<sup>22</sup> Senza pretese di esaustività, si rinvia a L.A. BEBCHUCK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3544978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978), 2020 (destinato alla pubblicazione in *Cornell Law Review*); G. FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity* (March 10, 2020), 20 ss., disponibile in <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3552156>; M. VENTORUZZO, *On 'Prosperity' by Colin Mayer: Brief Critical Remarks on the (Legal) Relevance announcing a Multi-Stakeholders 'Corporate Purpose'* (February 28, 2020) *Bocconi Legal Studies Research Papere No. 3546139*, disponibile in <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3546139>; L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, in *Oxford Business Law Blog*, 12 settembre 2019, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>; M. STELLA RICHTER jr., *Long – Termism*, cit., 906 ss. Nella produzione saggistica si segnala F. DE BENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Venezia, 2021. Da una diversa prospettiva, peraltro, anche i movimenti ambientalisti tacciano di insincerità e di inefficacia le teorie che prospettano la transizione dell'economia verso il paradigma ESG come un processo a cui devono, e possono utilmente, partecipare anche le imprese grandi e strutturate.

maggiori costi. A meno che non abbia potere di mercato e decida di esercitarlo in modo filantropico<sup>23</sup>. Al di fuori di questa ipotesi, privilegiando la sostenibilità *Esg* di una attività economica si rischierebbe di sacrificare quella finanziaria<sup>24</sup>.

Tali letture sono scettiche sia nei confronti di misure regolatorie volte ad accrescere le responsabilità sociali e ambientali delle grandi imprese quotate europee (che devono potere competere con imprese stabilite in altre giurisdizioni ad armi pari); sia nei confronti di misure volte a inglobare nelle decisioni di gestione dell'impresa elementi riferiti all'impatto sociale e ambientale dell'attività. Possono ammettere, tutt'al più, che si favorisca la nascita e la diffusione di imprese gestite per finalità che, da contratto, non siano, o non siano solo, quelle di lucro (ossia che si innesti nel tessuto economico un significativo numero di imprese, come sono ad esempio le società *benefit* di cui alla legge 28 dicembre 2015, n. 208, o le società di capitali a controllo pubblico non quotate a cui si applica l'art. 6 del d.lgs. 18 settembre 2016, n. 175, in tema di gestione improntata alla responsabilità sociale). E che le politiche pubbliche, in quadro di convergenza e cooperazione internazionale, incentivino per le società quotate o grandi (per esempio attraverso misure fiscali opportunamente congegnate) i piani industriali e le scelte di gestione coerenti con gli obiettivi di progressiva transizione dei comparti produttivi verso attività economiche a basse emissioni ed inclusive.

La disputa sui rapporti fra sviluppo sostenibile e impresa tocca, dunque, questioni che si situano al vertice del diritto dell'impresa. Il confronto riguarda diverse concezioni dei rapporti fra Stato e mercato e diverse istanze di funzionalizzazione della libertà d'impresa, in quanto potere<sup>25</sup>. Da una parte, istanze che, per questa funzionalizzazione, nello stadio attuale dello sviluppo, chiedono di porre a carico di chi controlla e gestisce una impresa maggiori doveri e responsabilità. Obblighi che, in definitiva, sarebbero l'espressione di un vincolo di solidarietà fra *shareholder* e *stakeholder* della società o anche fra l'imprenditore e il contesto in cui l'impresa è esercitata<sup>26</sup>. Dall'altra parte, istanze che escludono la praticabilità e l'utilità di tale prospettazione<sup>27</sup>.

Senza negare le manifestazioni critiche dello sviluppo, si può infatti ritenere che spetti alle istituzioni politiche governare il possibile *trade off* fra sviluppo economico e tutela dell'ambiente o della coesione sociale. E che l'innovazione e la regolazione in campo gestionale, assicurativo e finanziario possano rendere governabili anche i nuovi rischi dello sviluppo<sup>28</sup>.

### 3. Il piano *Ue* per il commitment *Esg* delle società quotate e delle imprese finanziarie. – Il piano d'azione dell'*Ue* per il commitment *Esg* delle società quotate e delle im-

<sup>23</sup> Così C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss. spec. 16.

<sup>24</sup> Così M. STELLA RICHTER, *Long – Termism*, cit., 915.

<sup>25</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Sulla nozione di libertà economica*, in *Contratto e impresa*, 2019, 1255 ss.

<sup>26</sup> La base Costituzionale di questi obblighi potrebbe essere rinvenuta nella utilità sociale di cui all'art. 41 Cost. ma anche alla solidarietà di cui all'art. 2 Cost.: conf. M. DE MARI, *L'impresa sostenibile (non benefit)*, in corso di pubblicazione, in *Studi in onore di Sabino Fortunato*, ivi altri riferimenti cui adde E. RIMINI, *I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie*, in *AGE*, 2018, 187 ss.

<sup>27</sup> Cfr. gli Autori citati *supra*, nt. 22.

<sup>28</sup> Cfr. per la disamina di questi meccanismi cfr. D. LENZI, *La gestione*, cit., 241 ss.

prese finanziarie, in questo stadio della sua definizione, si focalizza su alcune politiche industriali (*Green New Deal* e *Next Generation Ue*) e sulla regolazione finanziaria.

Gli interventi di politica industriale non innovano la *corporate governance*. Questi interventi si limitano ad accrescere, con un indice che varia in funzione delle caratteristiche (industriali, finanziarie, proprietarie e manageriali) di ciascuna società, i costi opportunità della mancata destinazione di risorse ad iniziative di mercato che (come l'energia prodotta da fonti rinnovabili o l'economia circolare) sono fattori abilitanti dello sviluppo sostenibile a cui l'Ue sta puntando anche con il programma *Next Generation Ue*.

Gli interventi di regolazione finanziaria, invece, influenzano la gestione degli emittenti e possono innovare la *corporate governance* e la responsabilità d'impresa.

Il *framework* regolatorio che favorisce investimenti sostenibili e responsabili attraverso la *disclosure* influenza la gestione degli emittenti in vario modo. Le misure Ue per la trasparenza dei rischi *Esg* nell'ambito di bilanci di sostenibilità raccordati con i bilanci finanziari puntano ad auto aggiustamenti che rendono migliore la gestione dei rischi *Esg* di cui le società quotate possono essere responsabili e a cui sono esposte. Queste misure di trasparenza si prefiggono, in ultima analisi, di migliorare l'informazione finanziaria sui rischi *Esg* della società, rendendola più accurata e completa<sup>29</sup>. In questo senso le misure servono anche a scomputare dal profitto della società gli oneri che servono alla copertura dei rischi *Esg* a cui questa è finanziariamente esposta. Esse, perciò, possono sia disincentivare le scelte di gestione che non contengono questi rischi, sia migliorare l'efficienza dei mercati finanziari.

Non si tratta di interventi di scarsa portata e non sono ancora risolte, né semplici da risolvere, le numerose questioni tecniche sottese<sup>30</sup>. Particolare rilievo assume la comparabilità delle informazioni e la scelta degli standard tecnici in base ai quali definire la materialità finanziaria di un rischio *Esg*. In ogni caso, con più presidi di *disclosure* dei rischi *Esg* a cui la società è esposta le dinamiche gestorie che si attivano sono ordinarie. La responsabilità degli amministratori di massimizzare i profitti degli investitori risulta ordinariamente sopravanzata dalla responsabilità (civile, amministrativa e in casi estremi penale) della stessa società di produrre (per il mercato e per gli stessi azionisti) una informativa finanziaria – periodica e ad evento – veritiera, corretta e completa.

Altre misure di regolazione finanziaria, invece, potrebbero di gran lunga sopravanzare questo risultato. Potrebbero infatti spingere gli amministratori delle società quotate a privilegiare opzioni di gestione e modelli di *business* più sostenibili da un punto di vista ambientale e sociale. Ossia modelli meno sbilanciati a favore dei ritorni che producono per gli *shareholder* in confronto a quelli che rendono agli *stakeholder*. Queste misure attuerebbero il capitolo del citato Piano d'Azione Ue intitolato alla *sustainable corporate governance*<sup>31</sup> che delinea il nuovo approccio Ue alla *corporate social responsibility*<sup>32</sup>. Queste misure, che potrebbero incidere non favorevolmente sui profitti capitalistici della società, sono fortemente controverse.

<sup>29</sup> Cfr. A. GENOVESE, *I bilanci*, cit., 387 ss.

<sup>30</sup> Cfr. N. LINCiano e altri AA., *La finanza*, cit., 27 e ss.

<sup>31</sup> L'azione n. 10 del Piano d'Azione Ue del 2018 ha il duplice obiettivo di favorire la *sustainable corporate governance* degli emittenti e di attenuare l'orientamento al breve termine dei (partecipanti ai) mercati dei capitali.

<sup>32</sup> Cfr. S. ROSSI, *Il diritto della corporate social responsibility*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. II, 785 ss.



Alcune di tali misure, in vero, risultano già varate sia pur nella configurazione *soft* dei presidi di trasparenza. Ci si riferisce alle misure che, nella disciplina europea sui *report* di sostenibilità e nelle legislazioni nazionali di recepimento, sanciscono gli obblighi di *disclosure* (oltre che sui rischi, anche) sulle politiche *Esg* praticate dalle società (cfr. l'art. 1, punto 1, lettera *b*) della Direttiva 2014/95/UE del 22 ottobre 2014, cui corrisponde l'art. 3, comma 1 del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254)<sup>33</sup>. Questi obblighi di *disclosure*, infatti, ordinariamente comportano l'elaborazione di tali politiche<sup>34</sup> e potrebbero fare sorgere a carico della società "nuove responsabilità"<sup>35</sup>. Ulteriori misure sono però allo studio a livello Ue. Queste misure, se varate, avrebbero rilevanti implicazioni per le "regole di ingaggio" degli amministratori e per i modelli di gestione e di responsabilità delle società quotate europee.

Su questo fronte c'è grande fermento. Si è concluso da poco l'iter preliminare di proposta di riforma della direttiva in materia di informazioni non finanziarie (*Nfrd*) riforma che, fra l'altro, va nella direzione di accrescere il perimetro delle imprese obbligate alla *disclosure* sulle politiche *Esg* praticate. Si è inoltre da poco conclusa una consultazione indetta dalla Commissione Europea su possibili interventi di armonizzazione in materia di *corporate governance* degli emittenti, per favorire la considerazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile nei piani strategici e gestionali delle società europee, contrastando lo "*short termismo*"<sup>36</sup>. È stata infine pubblicata una *Comunicazione* del Parlamento Ue che invita la Commissione ad assumere iniziative per disciplinare la diligenza gestoria e la responsabilità dell'impresa per i danni ambientali e umanitari della catena globale dei fornitori<sup>37</sup>.

Le ultime proposte non sono ancora approdate a un risultato. L'iniziativa di consultazione della Commissione in materia di *governance* sostenibile delle imprese azionarie ha alimentato dibattito riferito al merito e al metodo dell'intervento<sup>38</sup>. Prossimo alla

<sup>33</sup> Ai rapporti fra bilanci di sostenibilità e *sustainable corporate governance*, nella dimensione europea, si riferiscono K. NOTI-F.M. MUCCIARELLI-C. ANGELICI-V. DALLA POZZA-M. PILLININI, *Corporate social responsibility (CSR) and its implementation into EU Company Law*, Studio commissionato dal Parlamento Ue, Brussels, 2020.

<sup>34</sup> Cfr. A. GENOVESE, *I bilanci*, cit., 395 ss.

<sup>35</sup> Cfr. gli spunti di R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., 167 ss.

<sup>36</sup> Il documento di consultazione "*Inception Impact Assessment della Commissione sulla Sustainable Corporate Governance*" è reperibile al seguente indirizzo: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public51288/21consultation>. Per un commento di veda S. ROSSI, *Il diritto*, cit., 785 ss.

<sup>37</sup> Cfr. la *Risoluzione* del Parlamento Europeo del 10 marzo 2021 su *Corporate due diligence and corporate accountability*, recante una proposta di direttiva che impegnerebbe gli Stati membri a stabilire norme idonee a garantire che le imprese esercitino la dovuta diligenza con riguardo agli impatti negativi attuali e potenziali della loro azione e dei loro rapporti d'affari sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona governance: cfr. S. ROSSI, *Il diritto*, cit., 787 ss. La *Risoluzione* appare collegata agli esiti dello Studio commissionato dal Parlamento UE in argomento (cfr. K. NOTI-F.M. MUCCIARELLI-C. ANGELICI-V. DALLA POZZA-M. PILLININI, *Corporate social responsibility (CSR)*, cit.).

<sup>38</sup> Sulle iniziative della Commissione e del Parlamento e i rischi e le opportunità di una *governance multistakeholder* cfr. S. ROSSI, *Il diritto*, cit., 788 ss. Oggetto di confronto è anche il veicolo normativo e il livello (sovranazionale o nazionale) di un simile intervento sulle regole di *corporate governance* degli emittenti: cfr. U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario*, loc. cit. Particolarmente critica nei confronti dello Studio di E&Y che la Commissione Europea pone alla base della consultazione "*Inception Impact Assessment della Commissione sulla Sustainable Corporate Governance*" è ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità* (Rapporto Assonime del 18 marzo 2021), Note e Studi 6/2021, in <http://www.assonime.it>, 7 ss. testo e note.

conclusione, invece, è l'iter di revisione della *Nfrd*, a cui le istituzioni Ue annettono rilevanza non solo di informazione ma anche di *sustainable corporate governance*<sup>39</sup>.

L'insieme di queste misure delinea il contenuto e il rilievo della *sustainable corporate governance* delle società quotate, nel più ampio novero delle misure Ue per il *commitment Esg* delle imprese. E, come correttamente osservato, delinea il possibile nuovo statuto Ue della *corporate social responsibility (CSR)* delle società quotate<sup>40</sup>.

4. *La sustainable corporate governance e il diritto dell'Ue.* – I temi di regolazione riferiti alla *sustainable corporate governance* toccano delicati ingranaggi di funzionamento dei sistemi economici. Il diritto dell'Unione peraltro fornisce chiare indicazioni di copertura per l'intervento. L'Ue funzionalizza la libertà di impresa e considera l'impresa componente della economia "sociale" di mercato altamente competitiva (art. 3 del Tue.) che ispira la Costituzione economica europea<sup>41</sup>. Come si evince anche dalla storia dell'approccio europeo alla *corporate social responsibility*<sup>42</sup>. Piaccia o no, quindi, sarebbe coerente e consequenziale che la regolazione Ue dei mercati finanziari riferita agli emittenti volesse apprestare incisive risposte alle criticità – presenti e prospettiche – di uno sviluppo economico globale giudicato insostenibile (i.e. trainato da imprese che, per crescere, competere e fare profitti, producono e scaricano sull'ambiente e sul tessuto sociale eccessive esternalità negative).

La scelta di adottare misure correttive, alla fine, ovviamente sarà politica. Per altro verso, si possono comprendere le resistenze e le preoccupazioni riferite ai possibili effetti dell'ingresso di simili principi di diritto euro unitario nei sistemi giuridici degli Stati dell'Unione. Gli Stati dell'Ue, infatti, definiscono secondo il proprio diritto societario e le proprie regole di responsabilità lo "statuto legale" delle attività delle società quotate (che in taluni casi sono anche pubbliche) e di chi le controlla e le gestisce. Parimenti si possono comprendere le preoccupazioni per le possibili ricadute svantaggiose per la competitività delle imprese europee, nella dimensione globale, posto anche che la positiva correlazione fra sostenibilità e *performance* è controversa<sup>43</sup>. Tuttavia, il rilievo di questo tipo di preoccupazioni è, ancora una volta, solo politico.

Il dato di fatto è che, in materia di regolazione per lo sviluppo sostenibile, l'Ue sta vagliando importanti misure di intervento per una *corporate governance* che favorisca il *commitment Esg* delle imprese più grandi e strutturate. L'ipotesi sottesa a questo vaglio è che la dinamica della produzione di beni e servizi per il mercato globale stia avendo conseguenze critiche sull'ambiente, sul clima e sulle disuguaglianze; e che per correggere queste criticità vadano coinvolte le grandi imprese industriali e finanziarie attive sul continente e anche le regole del Mercato Unico.

La logica di questo piano di intervento è rendere le imprese e la crescita parte della soluzione, invece che parte dei problemi dello sviluppo economico. Può essere una soluzione insincera o interessata, ma non è detto. Comunque sia, e come già osservato,

---

<sup>39</sup> Cfr. la *Comunicazione* della Commissione intitolata *Tassonomia dell'UE*, cit.

<sup>40</sup> Cfr. S. ROSSI, *Il diritto*, cit., 785 ss.

<sup>41</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Sulla nozione*, cit., 1271.

<sup>42</sup> Cfr. S. ROSSI, *Il diritto*, cit., 767 ss.

<sup>43</sup> Per i riferimenti cfr. LENZI, *La gestione*, cit., 244 ss.

essa funzionalizza la libertà di alcune grandi imprese sulla base di un paradigma bilanciato di solidarietà e di efficienza coerente con i principi del diritto dell'Unione<sup>44</sup>.

L'intervento Ue, però, per il momento non ha ancora una direzione netta. Il vaglio sulle concrete misure da adottare è in corso e all'attenzione dei *policy maker* ci sono diversi strumenti regolatori. Ciascuno con diverse ripercussioni per gli attori economici e per gli apparati produttivi di ciascun "sistema paese". Le contrapposizioni, però, riguardano non tanto il "se" sia necessario orientare attivamente la *corporate governance* delle società azionarie verso lo sviluppo sostenibile (ossia la maggior considerazione dei fattori *Esg* di rischio e di impatto e degli interessi degli *stakeholders*), ma il "come".

Per la *sustainable corporate governance* delle società quotate la principale alternativa riguarda l'introduzione di presidi di *governance*, e quali; oppure anche di presidi di responsabilità, e quali. Il confronto si va quindi polarizzando intorno a queste due posizioni: se misure che consentano l'emersione e la considerazione dell'impatto *Esg* delle scelte di gestione, in una chiave di miglior soddisfacimento delle aspettative di profitto degli *shareholder*, siano necessarie e sufficienti<sup>45</sup>, oppure siano necessarie ma non sufficienti; e, segnatamente, se occorran anche misure per una *governance multistakeholder* o per nuove responsabilità a carico delle società e nuovi rapporti di forza fra gli *shareholder* e gli *stakeholder*, inclusi i potenziali creditori involontari.

5. *I modelli di regolazione della sustainable corporate governance.* – Da queste brevi note emergono alcune acquisizioni. Per rendere la *corporate governance* delle grandi imprese parte della soluzione delle criticità dello sviluppo economico, un intervento *top down* Ue può azionare diverse leve. Le leve contemplate dal Piano di Azione del 2018 per lo sviluppo e la finanza sostenibile sono di due tipi. Alcune leve (già varate) aumentano la consapevolezza delle criticità della gestione che alimenta sviluppo non sostenibile sul piano ambientale e sociale; altre leve (in fase di valutazione) correggono gli effetti dei meccanismi di "irresponsabilità" che possono orientare la gestione verso obiettivi distonici rispetto a quelli dello sviluppo sostenibile.

L'implementazione del Piano d'Azione della Commissione è in corso<sup>46</sup>. Nessuna opzione appare esclusa in questa fase. Vero è che sin qui sono state varate per le società quotate solo misure di trasparenza e di procedura (come quelle riferite ai bilanci di sostenibilità e all'integrazione fra informazione non finanziaria ESG e informazione finanziaria: vedi *supra*). Non sono affatto escluse però misure più penetranti riferite ai doveri degli amministratori (e quindi ai rapporti fra amministratori e azionisti), ai rapporti fra *shareholder* e *stakeholder* e alla responsabilità della società (cfr. la proposta di direttiva che la Commissione Ue ha pubblicato il 23 febbraio 2022, quando questo scritto era già in bozze).

Commissione e Parlamento Ue sembrano orientati a tacciare come modelli di *business* forieri di sviluppo insostenibile non solo quelli propensi a fare assumere agli azio-

---

<sup>44</sup> Cfr. G. CAPALDO, *La strategia digitale*, cit., 43.

<sup>45</sup> Si veda ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 9 ss., 31 ss. e 52 ss.

<sup>46</sup> Il 6 luglio 2021 è stata pubblicata la nuova Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, contenente la Strategia per finanziare la transizione all'economia sostenibile, che precisa le prossime linee di sviluppo del Piano d'Azione del 2018.

nisti rischi *Esg* in eccesso o non dichiarati (gestioni spericolate), ma anche quelli in cui i profitti degli *shareholders* derivano da un eccessivo sfruttamento dell'ambiente e di relazioni squilibrate con *stakeholder* che, per varie ragioni, non hanno alternative (gestioni opportunistiche). Sembrano altresì orientati a ritenere che la soluzione a queste problemi non debba venire da riequilibri di mercato, sempre possibili nel lungo termine (in termini di alternative di uscita dal rapporto con la società per gli *stakeholder* insoddisfatti) ma dalla regolazione, perché (come è stato notato) nel lungo termine “saremo tutti morti”<sup>47</sup>.

In questo scenario, le questioni dibattute, *de iure condendo*, si riferiscono ai veicoli e al contenuto dei presidi di *sustainable corporate governance* (riferiti allo scopo della società, ai doveri degli amministratori o alle prerogative degli *stakeholder*), al grado di standardizzazione Ue delle regole, il ruolo dell'autodisciplina, nonché ai meccanismi e ai presidi di *public* e di *private enforcement*.

Nel frattempo, però, il dibattito sulla *sustainable corporate governance* si è trasferito anche a livello di ordinamenti nazionali. Le misure Ue adottate e le stesse istanze del Piano d'Azione sono infatti penetrate negli ordinamenti nazionali<sup>48</sup>.

In Italia sono state introdotte misure di recepimento della regolazione europea in materia di Dichiarazioni Non Finanziarie (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 che ha dato attuazione alla Direttiva 2014/95/Ue) e delle previsioni della Direttiva *Shrd II* (d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 che ha dato attuazione alla Direttiva 2017/828/Ue). Sono state altresì varate apposite regole di autodisciplina in materia di *corporate governance* sostenibile (versione gennaio 2020 del Codice di Corporate Governance di Borsa Italiana). Queste misure si aggiungono a numerose altre discipline, dislocate in vari plessi normativi e dedicate alla sostenibilità ambientale e sociale delle attività economiche<sup>49</sup>. I temi della *sustainable corporate governance* sono quindi divenuti temi di diritto societario e di diritto dell'impresa, con disposizioni di riferimento e problemi interpretativi e applicativi<sup>50</sup>.

In questo rinnovato panorama, la *sustainable corporate governance* delle società quotate occupa uno spazio specifico, in ragione delle disposizioni dedicate (speculari a quelle in materia di investimenti sostenibili), e in ragione degli interessi coinvolti<sup>51</sup>.

*De iure condito*, le principali questioni che si pongono riguardano le ricadute della disciplina in materia di Dichiarazioni Non Finanziarie (Dnf) sui poteri e i doveri (di gestione e di *due diligence*) degli amministratori<sup>52</sup>, e sulle prerogative di *voice* e di azione degli *stakeholder*<sup>53</sup>. La possibilità, le condizioni, le modalità, le conseguenze e gli eventuali limiti entro cui la gestione di una società quotata può o deve avere obiettivi di

<sup>47</sup> Cfr. J.M. KEYNES, *A tract on monetary reform*, Londra, 1924, 80.

<sup>48</sup> Per una panoramica riferita alle esperienze di disciplina e di autodisciplina dei principali ordinamenti nazionali dell'UE cfr. P. MONTALENTI, *La società per azioni*, cit., 682 ss.; N. LINCiano e altri AA., *La finanza*, cit., ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 15 ss. e 54 ss.

<sup>49</sup> Un censimento di tali discipline è effettuato da P. MONTALENTI, *La società per azioni*, cit., 674 ss. e da M. DE MARI, *L'impresa sostenibile*, cit.

<sup>50</sup> Per questo approccio cfr. R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa*, cit., 3 ss.; D. CATERINO-I. INGRAVALLO, *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, 2020, *passim*, e M. DE MARI, *L'impresa sostenibile*, cit.

<sup>51</sup> Conf. P. MONTALENTI, *La società per azioni*, cit., 671 ss.

<sup>52</sup> Cfr. le posizioni di P. MONTALENTI, *La società per azioni*, cit., 676 ss.; D. LENZI, *La gestione*, cit., 259 ss.; A. GENOVESE, *I bilanci*, cit., 393 ss.; e ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 9 ss.

<sup>53</sup> Cfr. F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., 304 ss.

sostenibilità ambientale e sociale<sup>54</sup>. L'*enforcement* della regolazione in materia di gestione societaria sostenibile<sup>55</sup>.

Rispetto a tali questioni, che si dovranno affrontare in altra sede, queste note introduttive si prefiggono di apprestare una cornice definitoria e di inquadramento e un possibile catalogo di problemi. Il dibattito sulla *sustainable corporate governance*, infatti, non può essere fruttuoso se le posizioni si riferiscono a generiche nozioni di sostenibilità di una attività economica e a vaghe dimensioni di *corporate governance* sostenibile<sup>56</sup>.

Occorrerà allora riferirsi a una sostenibilità documentata dai bilanci non finanziari (già normati) e analizzare la funzionalità (i pro e i contro, rispetto all'efficienza e rispetto alla sostenibilità) di diverse declinazioni di *sustainable corporate governance*, rispetto a scenari di disciplina, di autonomia statutaria e di responsabilità diversi. Occorrerà in particolare distintamente considerare la conformazione della *sustainable corporate governance* che accresce la discrezionalità gestoria degli amministratori<sup>57</sup>; che introduce presidi di organizzazione, oneri procedurali e di trasparenza, commisurati all'interesse obiettivo della società o alle preferenze dei soci<sup>58</sup>; che amplia i doveri di diligenza degli amministratori e le responsabilità delle società per la protezione di alcuni diritti e beni comuni fondamentali<sup>59</sup>; che incrementa la *voice* e la rappresentanza degli *stakeholder*<sup>60</sup>. A tali diverse declinazioni di *sustainable corporate governance* corrispondono infatti diverse *rationes* di regolatorie della *corporate social responsibility* e diverse possibili sistemazioni ricostruttive del diritto emergente in materia.

---

<sup>54</sup> Cfr. A. CETRA-P. CUOMO, "Responsabilità sociale" e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo codice di corporate governance, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. I, 165 ss.; e M. DE MARI, *L'impresa sostenibile*, cit.; ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 52 ss.

<sup>55</sup> Cfr. R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa*, cit., 111 ss.; P. MONTALENTI, *La società per azioni*, cit., 678; K. NOTI-F.M. MUCCIARELLI-C. ANGELICI-V. DALLA POZZA-M. PILLININI, *Corporate social responsibility (CSR)*, cit., 76 ss.; e ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 31 ss.

<sup>56</sup> Conf. M. STELLA RICHTER, *Long – Termism*, cit., 906 ss.

<sup>57</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., 16.

<sup>58</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. II, 671 ss. spec. 686, nel senso che la ricerca del punto di equilibrio tra profitto e sostenibilità è affidata agli amministratori sia pur non nei termini definiti dalla *business judgement rule*, ma di un criterio elastico retto dal principio di proporzionalità riferito alla "ragionevolezza economica, adeguatezza istruttoria e trasparenza informativa". Sulle declinazioni organizzative della *sustainable corporate governance* prevista dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana vedi A. CETRA-P. CUOMO, "Responsabilità sociale" e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo Codice di corporate governance, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, cit., Vol. II, T. I, 165 ss.; M. DE MARI, *L'impresa sostenibile*, cit., e ASSONIME, *Doveri degli amministratori*, cit., 52 ss.

<sup>59</sup> Cfr. i contributi di R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa*, cit., 111 ss.; e di M.V. ZAMMITTI, *La responsabilità della capogruppo per la condotta socialmente irresponsabile delle società subordinate*, Milano, 2020, 197 ss.

<sup>60</sup> Cfr. F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., 304 ss.

# POLITICHE DI DIALOGO CON GLI AZIONISTI, EQUILIBRIO DI GENERE E FATTORI ESG: APPUNTI

di Eva R. Desana

1. Il nuovo Codice di *corporate governance*, varato dall'omonimo Comitato nel gennaio 2020 e applicabile a partire dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020<sup>1</sup>, ha introdotto, come è noto, una nuova politica delle società, volta a promuovere (e gestire) il dialogo con gli azionisti.

La nuova politica, che si affianca a quelle già regolate dal Codice, offre lo spunto per una riflessione preliminare e per alcune considerazioni sostanziali, che attengono al rilievo dei temi c.d. ESG e della diversità di genere nel dialogo con gli azionisti, anche in una prospettiva unionale e internazionale, considerazioni che naturalmente non possono prescindere dal fecondo e tuttora aperto dibattito sul c.d. *corporate purpose*<sup>2</sup>, de-

---

<sup>1</sup> Le società sono tenute a informare il mercato della propria adesione al nuovo Codice nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso dell'anno 2022. Sul nuovo Codice e sull'attenzione che riserva al tema della sostenibilità, si rinvia anche per ulteriori riferimenti a P. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss. P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di corporate governance*, in *Corporate governance*, 2021, 1, 39 ss., M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 439 ss. e F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo Codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 235.

<sup>2</sup> Sul dibattito in Italia sul futuro e sullo scopo sociale della *corporation* si rinvia, anche per ulteriori riferimenti, a U. TOMBARI, *Corporate purposes e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss., M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, ivi, 2021, 16 ss, nonché al dialogo a più voci, a cura di A. PERRONE, in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss., con interventi di G. MARASÀ, V. CALANDRA BUONAURA, F. DENOZZA, R. SACCHI, M. MAUGERI, U. TOMBARI, M. LIBERTINI; sul tema della responsabilità d'impresa, senza pretesa di completezza, si rinvia fra gli altri a D. CATERINO, I. INGRAVALLO (a cura di), *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, 2020 nonché a M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa: sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, 53 ss.; sia consentito rinviare anche a DESANA, *L'impresa fra tradizione e innovazione*, Torino, 2018, spec. 192 ss. Per la dimensione internazionale del dibattito si rinvia a L.A. BEBCHUCK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3544978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978), 2020 e in *Cornell Law Review*, 2020 [106:91], 1 ss.; E. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Law Working Paper N° 515/2020, reperibile su <https://ecgi.global/content/working-papers>, 1, 2 ss.; J.R. MACEY, *The Central Role of Myth in Corporate Law*, ECGI Law Working Paper N° 519/2020, reperibile su <https://ecgi.global/content/working-papers>, 3 e 7, 27 s.; L.E. STRINEJR, *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 1018, reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3461924](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3461924); M.G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, EUSFiL Research Working Paper Series, Dicembre 2020; World Economic Forum, *Integrated Corporate Governance: A Practical guide to Stakeholder Capitalism for Boards of Directors*, June 2020, reperibile su [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Integrated\\_Corporate\\_Governance\\_2020.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Integrated_Corporate_Governance_2020.pdf), 7; K. SCHWAB, P. VANHAM, *Stakeholder Capitalism. A Global Economy that Works for Progress, People and Planet*, Hoboken, N.J., 2021. I principi elaborati dalla British Academy (*Principles for Purposeful Business*) sono pubblicati in *Riv. dir. soc.*, 2019, 1313 ss.; per un commento agli stessi, cfr. M.L. PASSADOR, *Analisi della ricerca della British Academy*, ivi, 1307 ss.

stinato ad arricchirsi in Italia anche a seguito dell'ingresso nella Carta costituzionale, ad opera della legge costituzionale n. 1 del 2022, del richiamo esplicito all'ambiente e alla salute come limiti all'iniziativa economica riconosciuta dall'art. 41 e all'espressa menzione nell'art. 9 della tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni<sup>3</sup>.

In via preliminare, soffermandosi sulle previsioni contenute nel Codice in materia di politica di dialogo con gli azionisti, è necessario rilevare un certo, almeno apparente, disallineamento fra l'enunciazione del Principio IV dell'art. 1 e la Raccomandazione n. 3 dedicati al tema<sup>4</sup>.

Il Principio IV stabilisce, infatti che "l'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholders* rilevanti per la società", dando rilievo così anche agli altri *stakeholders* (intesi come portatori di interessi), in linea con l'obiettivo che deve guidare l'organo di amministrazione della società, che viene innovativamente identificato dallo stesso Codice nel *successo sostenibile* (art. 1, Principio I). Quest'ultimo è declinato come l'"obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società": dal combinato disposto di queste due previsioni, sembra facile desumere che la nuova politica concerne il dialogo che la società deve instaurare non solo con i propri soci, ma altresì con gli altri *stakeholders*.

Rispetto a questa formulazione, però, la Raccomandazione n. 3 ha un contenuto "minimalista", perché non menziona espressamente gli *stakeholders*, ma si limita a stabilire che "L'organo di amministrazione, su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *Chief Executive Officer*, adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi", aggiungendo che "Il presidente assicura che l'organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti".

Occorre allora domandarsi a quali delle due previsioni si debba dare maggior credito, interrogandosi sui destinatari della politica di dialogo e chiedendosi in particolare se gli stessi comprendano soltanto gli azionisti, come la Raccomandazione n. 3 potrebbe suggerire, oppure se contemplino anche gli altri *stakeholders*. Come dirò a breve, a mio avviso, si deve dare prevalenza al Principio e intendere la politica di dialogo con gli azionisti in un'accezione estesa, che coinvolge anche gli altri *stakeholders* rilevanti per la società, primi fra tutti i dipendenti.

---

<sup>3</sup> Il nuovo testo dell'art. 9 Cost. prevede che "1. La Repubblica promuove lo sviluppo della cultura e la ricerca scientifica e tecnica. 2. Tutela il paesaggio e il patrimonio storico e artistico della Nazione. 3. Tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali». A sua volta, l'art. 41 nel nuovo testo dispone che "1. L'iniziativa economica privata è libera. 2. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. 3. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali".

<sup>4</sup> E tanto, benché secondo la definizione del Codice, Principi e Raccomandazioni siano strettamente intrecciati in quanto i principi "definiscono gli obiettivi di una buona *governance*", mentre "le Raccomandazioni indicano i comportamenti che il Codice reputa adeguati a realizzare gli obiettivi indicati nei Principi".

2. Un secondo aspetto preliminare su cui è necessario soffermarsi riguarda l'individuazione dell'organo competente ad adottare la politica in esame. Nel sistema tradizionale e in quello monistico non vi è dubbio che la sua adozione rientri fra le attribuzioni del consiglio di amministrazione, che opera su impulso del presidente, il quale, a sua volta, si deve coordinare con il CEO; una volta adottata la politica, il consiglio di amministrazione dovrà descriverla nella relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari prescritta dall'art. 123-*bis* TUF (la c.d. "relazione sulla *corporate governance*"), che, a sua volta, come noto, costituisce una apposita sezione della relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati.

Nulla è invece previsto per quanto riguarda la competenza ad adottare la suddetta politica nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico: stando alla definizione di organo di amministrazione racchiusa nel nuovo Codice di *Corporate Governance*, la sua approvazione dovrebbe spettare al Consiglio di sorveglianza<sup>5</sup>. Va però considerato che la citata Raccomandazione n. 3 dispone che la politica di dialogo sia illustrata nella relazione sul governo societario, che costituisce appunto una sezione della relazione sulla gestione, la cui predisposizione rientra fra le competenze del consiglio di gestione ed è sottoposta al consiglio di sorveglianza, chiamato ad approvare il bilancio ai sensi dell'art. 2409-*terdecies* c.c. A chi spetta dunque la sua redazione? La soluzione interpretativa non è agevole e sarebbe stato pertanto opportuno che il Codice stesso individuasse l'organo competente, analogamente a quanto avvenuto con la recente previsione dedicata alla relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti, prevista dal novellato art. 123-*ter* TUF: in quel caso, onde evitare dubbi, la nuova disposizione introdotta dal D.lgs. n. 49 del 2019 in attuazione della Direttiva UE 2017/828 (nota come *SHRD II Directive*), precisa che nelle società che adottano il sistema dualistico il documento è approvato dal consiglio di sorveglianza (su proposta – limitatamente alla sezione prevista dal comma 4, lett. *b* – del consiglio di gestione). Nulla invece è stato disposto per la nuova politica di dialogo.

Occorrerebbe pertanto intervenire al riguardo, eventualmente nel riscrivere il contenuto della relazione sul governo societario, attraverso un'integrazione dell'art. 123-*bis* TUF, norma originariamente introdotta dal D.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, in attuazione della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto e successivamente modificata, da ultimo con il D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 che ha imposto la redazione della dichiarazione non finanziaria (la DNF su cui si tornerà nel prosieguo). La norma citata, infatti, pur elencando in modo dettagliato gli aspetti su cui la relazione deve soffermarsi, non menziona in alcun modo la politica di gestione del dialogo, la cui redazione viene però raccomandata dal Codice di autodisciplina: il catalogo delle informazioni da fornire dovrebbe dunque essere ammodernato e in quell'occasione sarebbe utile specificare quale sia l'organo competente ad approvarla. Sul punto

---

<sup>5</sup> Il Codice definisce infatti l'organo di amministrazione come "l'organo collegiale che ha il compito di deliberare sugli indirizzi strategici, monitorandone l'attuazione, e sulle operazioni di rilevanza strategica" e precisa che esso coincide con: – il consiglio di amministrazione nelle società che adottano il modello tradizionale o "onetier" (per le società italiane il modello monistico); – il consiglio di sorveglianza e, limitatamente al Principio VII e alle Raccomandazioni 4 e 8, il consiglio di gestione nelle società che adottano il modello "two-tier" (per le società italiane il modello dualistico, per le quali il Codice richiede che lo statuto attribuisca al consiglio di sorveglianza anche le funzioni di cd. alta amministrazione).



il nuovo format di Borsa Italiana per la redazione della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari diffuso nel 2022 si limita a raccomandare che le società indichino “se il Consiglio, su proposta del presidente formulata d’intesa con il *Chief Executive Officer*, ha adottato una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi (Raccomandazione 3)”, aggiungendo che “in caso positivo” occorre fornire informazioni su tale politica e sulla sua concreta applicazione, indicando dove essa possa essere eventualmente consultata”.

In terzo luogo, sempre in via preliminare, sorgono alcune questioni interpretative che riguardano la responsabilità degli organi sociali in caso di violazione delle disposizioni in commento. Quali sanzioni si applicheranno se la procedura non sarà adottata o se la stessa, pur formalmente adottata, non descriverà in modo puntuale la politica di dialogo? E ancora, *quid iuris* se la politica non sarà adeguata o se l’organo amministrativo se ne discosterà? Chi ne sarà responsabile? A quest’ultimo quesito sembra agevole rispondere che dovrebbero applicarsi le regole generali dettate dal Codice civile in materia di responsabilità degli amministratori, mentre non parrebbe irrogabile alcuna sanzione specifica da parte dell’Autorità di Vigilanza, non essendo stato introdotto un corrispondente illecito amministrativo concernente la suddetta politica<sup>6</sup>.

Al riguardo occorrerà però vedere quale sarà la prassi dell’Autorità di Vigilanza che, pur in assenza di illeciti amministrativi contestabili agli amministratori, potrebbe comunque irrogare sanzioni pecuniarie all’organo di controllo, ricorrendo ad un’interpretazione dilatata del combinato disposto degli artt. 193, comma 3 e 149, commi 1, lett. a) TUF, che puniscono l’organo di controllo che commette irregolarità nell’adempimento dei doveri previsti dall’art. 149, fra cui vi è quello generalissimo di vigilare “sull’osservanza della legge e dell’atto costitutivo”<sup>7</sup>.

Tale opzione – avallata in alcuni casi dalla Suprema Corte – è stata infatti già seguita dalla Consob a fronte di pretese omissioni concernenti la disciplina delle operazioni con parti correlate o altre procedure violate dall’organo amministrativo, in cui pur non essendo ravvisabile uno specifico illecito amministrativo a carico dell’organo gestorio, si è egualmente deciso di sanzionare i controllanti in forza delle disposizioni sopra citate.

---

<sup>6</sup>Non sembrerebbe, infatti, applicabile l’illecito specifico previsto dall’art. 192-bis, 1° comma *ter* TUF, che commina sanzioni amministrative pecuniarie per la (sola) omissione delle comunicazioni prescritte dall’art. 123-bis, comma 2, lett. a): si tratta della norma che richiede alla società quotate di riportare nella relazione sulla *corporate governance* informazioni riguardanti “l’adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell’eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni [...] nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti da norme legislative [...]”.

<sup>7</sup>Ai sensi della prima norma citata “si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a 1.500.000 ai componenti del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione, che commettono irregolarità nell’adempimento dei doveri previsti dall’art. 149, commi 1, 4-bis [...] ovvero omettono le comunicazioni previste dall’art. 149, comma 3 (ndr si tratta dell’obbligo di comunicare alla Consob eventuali irregolarità riscontrate nell’attività di vigilanza)”. Ai sensi dell’art. 149, comma 1, lett. a), a sua volta, “il collegio sindacale vigila a) sull’osservanza della legge e dell’atto costitutivo, b) sull’adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile” o “c-bis sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai Codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati [...] cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi”.

Tanto è accaduto, ad esempio, nel 2013, in occasione della pubblicazione di un comunicato relativo al prestito obbligazionario convertendo della Telecom: in quella vicenda la Consob ha irrogato ai sindaci sanzioni pecuniarie ai sensi del combinato disposto delle norme citate, sul presupposto che i medesimi non avessero adeguatamente vigilato sull'osservanza della procedura interna che prevedeva l'approvazione del comunicato in seno all'organo amministrativo, procedura non rispettata dagli amministratori<sup>8</sup>; analogo illecito è stato ravvisato in capo ai consiglieri di sorveglianza di UBI Banca per la pretesa omissione di vigilanza sul contenuto della relazione sulla *corporate governance* predisposta dal consiglio di gestione, i cui componenti non sono stati però sanzionati<sup>9</sup>. Del pari, in materia di operazioni con parti correlate, sino al recente innesto dell'art. 192-*quinquies* TUF che prevede specifiche sanzioni a carico delle società e degli amministratori<sup>10</sup>, l'Autorità di Vigilanza era solita sanzionare soltanto i componenti dell'organo di controllo, rei di omissione di vigilanza sul rispetto delle relative disposizioni e tanto pur in assenza di qualsivoglia illecito amministrativo irrogabile agli autori della violazione primaria.

In tutti questi casi, infatti, ad essere sanzionati sono stati soltanto i componenti dell'organo di controllo, ritenuti colpevoli di omissione di vigilanza e non gli amministratori che avevano violato gli obblighi gravanti sugli stessi. Con l'evidente anomalia per cui è stata contestata la violazione soltanto ai soggetti su cui gravava l'attività di vigilanza e non agli autori della condotta. Una parziale correzione del tiro sembra essere stata operata dalla Suprema Corte, seppure limitatamente alla vicenda concernente il contenuto delle relazioni di *corporate governance* di UBI Banca, con la sentenza n. 4962 del 25 febbraio 2020<sup>11</sup>. Con essa i Giudici della Cassazione, nel confermare l'annullamento del-

---

<sup>8</sup> La vicenda è giunta all'attenzione della II sezione della Cassazione che l'ha decisa con la sentenza 15 gennaio 2019 n. 812, respingendo il ricorso proposto da uno dei sindaci che aveva impugnato la sanzione pecuniaria di 55.000 euro irrogatagli dalla Consob e confermata dalla Corte d'Appello di Milano. Le violazioni ascritte ai componenti del collegio sindacale concernevano l'art. 149, comma 1, lett. b) e c-bis) in relazione all'inadeguata vigilanza sulla corretta applicazione della Procedura per la gestione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate in ordine alla mancata approvazione, da parte del consiglio di amministrazione, del comunicato stampa del 7 novembre 2013, nonché l'art. 149, comma 3, per l'omessa segnalazione a Consob della relativa irregolarità consistente, appunto, nella mancata approvazione nel *plenum* dell'organo amministrativo de comunicato.

<sup>9</sup> In quella vicenda ai consiglieri di sorveglianza era stato ascritto l'illecito previsto dal combinato disposto degli artt. 193, comma 3, e 149, comma 1, lett. a) TUF "per omessa vigilanza in merito all'assenza nelle Relazioni sulla corporate governance di UBI Banca relative agli esercizi dal 2009 al 2013 di informazioni rilevanti ai sensi dell'art. 123-bis, comma 1, lett. l) e comma 2, lett. d), del TUF, quali il riferimento ai principi di pariteticità, alternatività e tendenziale alternanza tra Derivazione BPU e Derivazione Banca Lombarda disciplinanti la composizione del Comitato Nomine e degli organi sociali della Banca". La delibera, come meglio si vedrà nel testo, è stata però annullata dalla Corte d'Appello di Brescia con la sentenza del 19 giugno 2017, n. 880 confermata in Cassazione.

<sup>10</sup> Il nuovo testo dell'art. 192-*quinquies*, rubricato *Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate*, stabilisce al comma 1 che "1. Nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano l'articolo 2391-bis del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni"; inoltre il comma 2 introduce un illecito specifico anche a carico dell'organo amministrativo, disponendo che "Salvo che il fatto costituisca reato, per le violazioni indicate nel comma 1, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione si applica, nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1°, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a euro un milione e cinquecentomila".

<sup>11</sup> La sentenza è coeva e gemella della n. 4963 del 2020, che riguardava la medesima delibera, ma un altro consigliere di sorveglianza; gli stessi principi sono stati affermati in una terza sentenza dello stesso tenore.

la delibera Consob disposto dalla Corte d'Appello di Brescia<sup>12</sup>, hanno sancito il principio di tassatività degli illeciti amministrativi, escludendo che possa essere configurato un illecito per omissione di vigilanza in capo all'organo di controllo se non sia *in primis* ravvisabile uno specifico illecito dell'organo gestorio a cui era imputabile l'inadempimento. Emblematica è la statuizione della Corte, che ha appunto riconosciuto che "Nel caso di specie non è possibile individuare un concorso nell'illecito omissivo *quoad functionem* perché coloro che hanno posto in essere la condotta omissiva rispetto alle informazioni sul governo societario non ne rispondono [...]". Ad avviso della Corte, "ritenere che nell'ambito della responsabilità diretta di vigilanza sull'osservanza dello statuto ex art. 149, comma 1, lett. a) TUF rientri anche quello di vigilare sulla regolarità delle informazioni sul governo societario significa ampliare in modo generico e indifferenziato la responsabilità del consiglio di sorveglianza, estendendo la stessa anche a condotte non costituenti a loro volta alcun illecito da parte di chi le ha poste in essere [...]"<sup>13</sup>.

I principi stabiliti dalla Corte secondo cui l'organo di vigilanza non può essere chiamato a rispondere di un illecito amministrativo in assenza di una responsabilità amministrativa in capo agli amministratori dovrebbero trovare applicazione anche con riferimento alle eventuali lacune nell'illustrazione della politica di dialogo con gli azionisti, con riferimento alle quali i componenti dell'organo di controllo potrebbero essere responsabili soltanto sul piano civilistico (e in concorso con gli amministratori) e non su quello degli illeciti amministrativi.

4. Infine vorrei toccare un ultimo aspetto, che però è quello più rilevante: quali sono le materie oggetto del dialogo e chi sono i destinatari dello stesso? Sul punto sembra esservi ampia discrezionalità in capo alla società.

Riallacciandomi a quanto osservato sul disallineamento fra le previsioni contenute nel Principio n. IV e nella Raccomandazione n. 3 del nuovo Codice, credo che si debba propendere per un'interpretazione evolutiva della previsione e che fra i temi del dialogo non possano mancare i fattori ESG e il modo in cui le società li integrano nelle proprie strategie. D'altro canto, come è stato colto dall'autorevole dottrina a cui questo scritto è dedicato<sup>14</sup>, il percorso dallo *shareholders' value* verso i fattori ESG è innega-

---

re e riferita sempre alla medesima delibera, pronunciata dalla Cassazione a qualche mese di distanza, la n. 8636 del 7 maggio 2020.

<sup>12</sup> Corte d'Appello di Brescia, 19 giugno 2017, n. 880.

<sup>13</sup> Continua infatti la Corte, rilevando che "affinché una condotta omissiva possa essere fonte di responsabilità è necessario o che il legislatore imponga di tenere una determinata condotta o nell'illecito commissivo mediante omissione che sia configurabile in capo al responsabile un obbligo giuridico di garanzia al fine di impedire il realizzarsi di una condotta altrui che si presuppone a sua volta illecita"; nel caso di specie, "il legislatore [...] non ha previsto alcuna sanzione per l'omissione nella relazione annuale sul governo societario delle informazioni che non rientrano tra quelle previste dall'art. 123 bis TUF, comma 2, lett. a), sicché di tale omissione non sono chiamati a rispondere coloro che facevano parte del consiglio di gestione che è l'organo responsabile della suddetta relazione annuale. D'altra parte, non è possibile neanche ipotizzare un illecito omissivo proprio con riferimento diretto al contenuto della relazione annuale sulla *corporate governance* perché la responsabilità della stessa grava sul consiglio di gestione e, tantomeno, è possibile attribuire al consiglio di sorveglianza, sulla base dell'art. 149, comma 1, lett. a), una responsabilità per aver omesso di vigilare su tale condotta, non autonomamente sanzionata".

<sup>14</sup> Lo ha colto Paolo Montalenti nel suo scritto *La nuova società quotata: quali prospettive?* in *Atti del convegno di Courmayeur*, del 9 aprile 2021, *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di MONTALENTI, NOTARI, Milano, 2022, 13.

bilmente in atto, così come è indubbio che il diritto europeo sia orientato non solo verso una prospettiva *long term*, ma anche nel senso di una legittimazione di strategie *profit oriented* che tengono conto degli interessi degli *stakeholders*<sup>15</sup>.

Il *trend* che si registra a livello europeo ed internazionale e di cui le società non possono non tenere conto va infatti verso una duplice direzione, ovvero verso i) l'accentuazione del rilievo delle politiche in materia ESG quale oggetto del dialogo con gli azionisti e ii) verso l'allargamento della sfera degli interlocutori, dagli azionisti agli *stakeholders* rilevanti per la società, primi fra tutti i dipendenti. Il rilievo di questi aspetti d'altro canto è indubbiamente accentuato dalla recente modifica della Carta costituzionale di cui si è dato conto.

La novità registrata nel nostro ordinamento non è un fenomeno isolato. In questo senso alcuni spunti si possono trarre da diversi atti unionali, che dimostrano, ancora una volta, come il sistema delle fonti del diritto commerciale sia ormai significativamente influenzato dal diritto dell'Unione Europea. Fra gli altri provvedimenti merita ricordare il Regolamento sulla Tassonomia n. 2020/852<sup>16</sup>, a norma del quale è stato conferito alla Commissione europea il mandato di fornire, mediante atti delegati, i criteri di vaglio tecnico per determinare se un'attività economica contribuisce in modo sostanziale agli obiettivi ambientali, la Proposta di Risoluzione sul governo societario sostenibile del Parlamento Europeo del 2 dicembre 2020, la proposta di Direttiva sulla sostenibilità del 21 aprile 2021<sup>17</sup>, che mira a modificare, fra gli altri, la Direttiva contabile 2013/34 e la Direttiva 2006/43/CE relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità e, da ultimo, la Proposta sull'obbligo di *due diligence* in materia di sostenibilità del 23 febbraio 2022 COM (2022) 71 *final*.

Nella Proposta di Risoluzione appena ricordata, il Parlamento Europeo suggerisce alcuni interventi, fra cui la rimodulazione della nozione di interesse dell'impresa e dei doveri degli amministratori. Si legge nella Premessa Q, che l'interesse sociale è stato oggetto di interpretazioni diverse in diverse giurisdizioni e che è stato spesso equiparato agli interessi finanziari dell'azionista: tuttavia, ciò che “viene considerato essere l'interesse di un'impresa dovrebbe includere anche gli interessi delle parti interessate, compresi i dipendenti nonché quelli della società in senso lato; che un'interpretazione limitata di questo dovere con un'eccessiva attenzione alla massimizzazione dei profitti a breve termine si ripercuote negativamente sui risultati a lungo termine delle imprese e sulla loro sostenibilità e può pertanto andare a scapito degli interessi a lungo termine degli azionisti”; conseguentemente, “al fine di rendere il governo societario nell'UE più sostenibile, trasparente e responsabile, la Commissione dovrebbe presentare, oltre

---

<sup>15</sup> P. MONTALENTI, *Il socio di società quotate*, in AA.VV., *Disciplina della società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, v. I, 2020, 169, sul punto 179. Sul rilievo dell'ambiente e del cambiamento climatico anche nella prospettiva della responsabilità degli amministratori e sul confronto fra il modello europeo e quello USA, si rinvia allo scritto di S. BRUNO, *Climate Corporate Governance: Europe vs. USA?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, 6, 687.

<sup>16</sup> Il riferimento è al Regolamento sulla Tassonomia, 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (il “regolamento Tassonomia dell'UE”) già entrato in vigore il 12 luglio 2020.

<sup>17</sup> Si tratta della Proposta del 21.4.2021 COM (2021) 189 final, che modifica la Direttiva 2013/34/UE, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e il Regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità.

alle proposte di riesame della Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, una nuova normativa sul dovere di diligenza e sugli obblighi degli amministratori ...” (Premessa S)<sup>18</sup>.

Dall’auspicio di una revisione degli obblighi degli amministratori discende anche la reinterpretazione dell’obbligo giuridico che incombe ai direttori esecutivi: essi dovranno agire nell’interesse della loro impresa, ma dovranno integrare gli interessi a lungo termine e i rischi relativi alla sostenibilità, gli impatti, le opportunità e le dipendenze nella strategia globale dell’impresa, con un chiaro favore per il passaggio dagli investimenti insostenibili a quelli sostenibili; di qui l’invito alla Commissione a presentare una proposta legislativa per garantire che gli obblighi incumbenti sugli amministratori non possano essere fraintesi come massimizzazione del valore per gli azionisti nel breve termine, ma includano obbligatoriamente l’interesse dell’impresa e, in maniera più ampia, della società a lungo termine, nonché quello dei dipendenti e delle altre parti interessate<sup>19</sup>.

Di particolare rilievo con riferimento alla politica di dialogo con gli azionisti è la previsione contenuta nel par. 26 della citata Proposta, ove si legge che “nel processo di definizione e monitoraggio delle loro strategie di sostenibilità, alle imprese dovrebbe incombere il dovere di informare tutte le parti interessate e dialogare con esse” e ove il concetto di parti interessate va espressamente “interpretato in modo ampio” così da “includere tutte le persone i cui diritti e interessi possano essere interessati dalle decisioni dell’impresa, quali i dipendenti, i sindacati, le comunità locali, le popolazioni autoctone, le associazioni dei cittadini, gli azionisti, le organizzazioni della società civile e ambientaliste”; viene anche sottolineato come sia “essenziale consultare le autorità pubbliche nazionali e locali che si occupano della sostenibilità delle attività economiche, in particolare quelle responsabili di politiche in materia di occupazione e ambiente”. Quest’ultimo impegno dovrebbe essere realizzato, a seconda delle dimensioni e del settore di attività dell’impresa interessata, mediante comitati consultivi ai quali partecipino rappresentanti o portavoce delle parti interessate, compresi dipendenti ed esperti indipendenti, con l’obiettivo generale di fornire consulenza sul contenuto e sull’attuazione della strategia di sostenibilità dell’impresa<sup>20</sup>. Si tratta evidentemente di un obietti-

---

<sup>18</sup> Su cui si rinvia, anche per altri riferimenti a M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss., S. FORTUNATO, *L’informazione non finanziaria dell’impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, 1,415 ss., P. SFAMENI, *Disciplina dell’informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive*, in *L’impresa sostenibile alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. CATERINO, I. INGRAVALLO, cit., 197 ss. F. DENOZZA, A. STABILINI, G. MARASA, N. RONDINONE, *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario dei mercati* in *Scritti in ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI, Milano 2020, 225 ss.

<sup>19</sup> Secondo il Parlamento Europeo una tale proposta dovrebbe garantire che i membri degli organi di amministrazione, di gestione e di controllo, che operano nell’ambito delle competenze loro attribuite dal diritto nazionale, abbiano il dovere legale di definire, divulgare e monitorare una strategia di sostenibilità aziendale.

<sup>20</sup> Il Parlamento Europeo ritiene che tali comitati consultivi potrebbero essere presieduti da direttori senza incarichi esecutivi e dovrebbero avere il diritto di chiedere, previa approvazione a larga maggioranza, un audit indipendente qualora siano sollevate ragionevoli preoccupazioni sulla corretta attuazione della strategia di sostenibilità. Un obbligo di dialogo con riferimento agli aspetti occupazionali è stato introdotto dalla legge 30 dicembre 2021, n. 234 (commi 224-236 c.d. normativa antidelocalizzazioni) a carico delle imprese che intendono procedere alla “chiusura di una sede, di uno stabilimento, di una filiale, o di un ufficio

vo ambizioso che muove però dalla premessa, difficilmente contestabile che “non sia possibile raggiungere gli obiettivi del così detto *Green Deal* europeo, senza agire sulle istituzioni protagoniste del mercato, sui loro meccanismi di funzionamento e sul loro orientamento finalistico”<sup>21</sup>, premessa che tuttavia porta anche ad interrogarsi sulle mancanze della politica e sul peso che negli ultimi anni si tende ad affidare alle imprese<sup>22</sup>.

Un ruolo di rilievo è destinato ad essere assunto anche dalla futura Direttiva in materia di comunicazione societaria sulla sostenibilità, di cui alla Proposta del 21 aprile 2021 COM (2021) 189 final. Ove venisse approvata, infatti, le sue previsioni certamente si riverbereranno sul contenuto della nuova politica di gestione del dialogo con gli azionisti, imponendo, fra l'altro in tempi molto ravvicinati, alcuni rilevanti obblighi per le imprese medio grandi: la proposta presentata prevede infatti l'obbligo per gli Stati di conformarsi alla stessa entro il 1° dicembre 2022, applicando le relative prescrizioni a partire dagli esercizi finanziari aventi inizio il 1° gennaio 2023.

Senza pretesa di completezza, essa prevede l'ampliamento del novero di società tenute alla redazione della Dichiarazione di carattere non finanziario, attualmente circoscritta alle sole imprese di grandi dimensioni che sono anche enti di interesse pubblico e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il parametro rappresentato dal numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio; pertanto, se sarà approvata la proposta, la nuova DNF dovrà essere inserita nella Relazione sulla gestione di tutte le imprese di grandi dimensioni così come definite dalla Direttiva contabile<sup>23</sup>, a prescindere dall'ammissione dei relativi titoli alle negoziazioni su mercati regolamentati; inoltre, a decorrere dal 1° gennaio 2026, essa si applicherà anche alle “piccole e medie imprese che sono imprese ai sensi dell'articolo 2, punto 1, lett. a, ovvero le PMI quotate”<sup>24</sup>, cosicché si stima che il numero delle imprese soggette ai nuovi obblighi salirà dalle attuali 11.600<sup>25</sup> a 49.000. In particolare, in Italia, dove il legislatore non ha esteso l'ambito di applicazione obbligatoria della “dichiarazione non finanziaria”, il numero di imprese soggette a questi obblighi dovrebbe passare da poco meno di 200 a diverse migliaia di imprese<sup>26</sup>.

---

o reparto autonomo situato nel territorio nazionale, con cessazione definitiva della relativa attività e con licenziamento di un numero di lavoratori non inferiore a 50”; tale intenzione va comunicata preventivamente alle rappresentanze sindacali aziendali, alle associazioni sindacali di categoria comparativamente più rappresentative sul piano nazionale e, contestualmente, alle regioni interessate, al Ministero del lavoro e delle politiche sociali, al Ministero dello sviluppo economico e all'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL).

<sup>21</sup> P. SFAMENI, in *Disciplina dell'informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive*, in *L'impresa sostenibile alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. CATERINO, I. INGRAVALLO, cit., 197, sul punto 199.

<sup>22</sup> Cfr. le considerazioni di M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l'impresa*, in <https://www.lavoce.info>.

<sup>23</sup> Ai sensi dell'art. 3, par. 4 della Direttiva 2013/34 “Sono grandi imprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250”.

<sup>24</sup> Si tratta delle PMI quotate ad esclusione delle micro-entità (cioè quelle che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 350 000 EUR; ricavi netti delle vendite e prestazioni: 700 000 EUR; numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10).

<sup>25</sup> Di cui circa 2.000 rientravano nei criteri minimi fissati dalla Direttiva, mentre le altre erano state sottoposte agli obblighi dalle misure di recepimento nazionale.

<sup>26</sup> Secondo i dati Istat, alla fine del 2018 erano oltre 4 mila le imprese italiane con più di 250 dipendenti.

Anche la classificazione delle informazioni in qualche modo cambierà, dal momento che non si parlerà più di “informazioni non finanziarie”, ma di “informazioni sulla sostenibilità”, con un evidente mutamento anche lessicale che vale naturalmente a sottolineare l'importanza di questi dati.

Sarà inoltre introdotto un obbligo di *audit* indipendente sulle relative informazioni, in vero già operativo in Italia sul contenuto dell'attuale DNF.

Altro aspetto interessante riguarda il fatto che la proposta chiarisce il principio della doppia materialità, eliminando ogni ambiguità sul fatto che le imprese dovranno riportare non solo le informazioni necessarie a capire come le questioni di sostenibilità influiscano sulle stesse, ma anche come le loro attività incidano su persone e ambiente. Diventerà quindi sempre più difficile giustificare alcune scelte imprenditoriali che non tengono conto delle ricadute sull'ambiente, scelte che anche nel nostro Paese non sono mancate, come ci ricorda l'emblematica vicenda dell'ex Ilva di Taranto<sup>27</sup>. Il quadro che viene tracciandosi *de iure condendo* è completato dalla proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 febbraio 2022, COM (2022) 71 *final*, volta a introdurre per le imprese più grandi la c.d. *due diligence* sulla sostenibilità aziendale, ovvero un processo di *due diligence* che le società dovranno condurre sulla propria catena del valore al fine di prevenire e attenuare qualsiasi impatto negativo della loro attività sui diritti umani e sull'ambiente.

Destinatarie di queste disposizioni saranno le società con più di 500 dipendenti e un fatturato netto di 150 milioni di euro e quelle con più di 250 dipendenti e un fatturato netto di 40 milioni di euro che abbiano il 50% del loro fatturato realizzato in alcuni settori individuati<sup>28</sup>, nonché quelle costituite secondo la legislazione di un Paese terzo attive nell'Unione Europea che abbiano le suddette dimensioni e il fatturato e operino nei settori predetti.

Le imprese interessate dovranno adottare una specifica politica sulla *due diligence*, da rivedere annualmente e da pubblicare (artt. 5-11). Dovranno inoltre adottare un piano per assicurare che il modello di *business* dell'impresa sia compatibile con la transi-

---

<sup>27</sup> Sull'evidente contrasto fra esigenze della produzione e massimizzazione del profitto e tutela del diritto alla salute nella vicenda dell'ex Ilva di Taranto, si richiama la coraggiosa sentenza del Tar Puglia del 13 febbraio 2021, n. 249, che, nello stigmatizzare la scelta della società proprietaria dello stabilimento di non convertire i forni ad alimentazione elettrica, ma di mantenerli a carbone, ha rilevato che “Appare singolare considerare che un adeguamento tecnologico degli impianti e la conversione dell'alimentazione dei forni dal carbone all'elettrico avrebbe probabilmente scongiurato un gran numero di decessi prematuri e un'incidenza così elevata di malformazioni e patologie oncologiche, anche in età pediatrica e infantile. Appare evidente che il mantenimento dello stabilimento di Taranto con alimentazione a carbone, comportando una notevole produzione di acciaio di buona qualità e a basso costo, risulti funzionale agli interessi economici di altre aziende dell'indotto complessivo dell'acciaio, che beneficiano dei relativi profitti differenziali.” Purtroppo tale sentenza – che aveva respinto il ricorso contro l'ordinanza contingibile e urgente del Sindaco di Taranto n. 15 del 27 febbraio 2020 (con cui era stata disposta la sospensione delle attività dello stabilimento siderurgico ex Ilva – Arcelor Mittal di Taranto) è stata annullata per motivi puramente procedurali dal Consiglio di Stato con la recente sentenza del 23 giugno 2021 n. 4802.

<sup>28</sup> Si tratta dei settori seguenti: 1) produzione tessile, pelletteria, prodotti correlati (comprese calzature), commercio all'ingrosso di tessili, abbigliamento e calzature; 2) agricoltura, pesca, produzione prodotti alimentari, commercio all'ingrosso di alimenti, materie prime agricole, legno, cibo e bevande; 3) estrazione risorse minerarie indipendentemente dal luogo in cui vengono estratte (compresi petrolio greggio, gas naturale, carbone, lignite, metalli e minerali metallici, nonché tutti gli altri minerali non metallici e prodotti di cava), fabbricazione di prodotti in metallo di base, altri prodotti minerali non metallici e commercio all'ingrosso di risorse minerarie e di prodotti minerali.

zione verso un'economia sostenibile e con il limite dell'innalzamento del riscaldamento globale a 1,5° C, in linea con gli Accordi di Parigi del 12 dicembre 2015. Gli Stati membri saranno chiamati a introdurre obblighi di monitoraggio sul rispetto di siffatte prescrizioni e dovranno individuare un'autorità di vigilanza dotata di poteri adeguati e risorse; occorrerà anche prevedere sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive. Dovrà essere assicurato un potere di denuncia diffuso e ciascuno Stato membro sarà tenuto a stabilire regole in materia di responsabilità per danni a carico delle imprese che violino le prescrizioni della futura Direttiva, prevedendosi però un esonero da responsabilità per quelle che abbiano adottato specifiche misure preventive (artt. 7 e 22); andrà inoltre ridisegnata la responsabilità degli amministratori, ampliandosi l'ambito dei doveri fiduciari degli stessi, che dovranno necessariamente essere valutati anche tenendo conto delle conseguenze dei loro comportamenti sulla sostenibilità aziendale, inclusi i diritti umani, i rischi climatici e le conseguenze ambientali nel breve e nel lungo periodo.

5. Infine, come anticipato, non posso esimermi da un accenno alla promozione della diversità di genere come uno dei *topic* della politica di dialogo con gli azionisti in materia di ESG. Si tratta di un tema certo non sconosciuto al nostro sistema economico, soprattutto grazie alla legge n. 120 del 2011, nota come Legge Golfo-Mosca e alle recenti modifiche introdotte nel TUF dalla legge di bilancio n. 160 del 2019, che ha innalzato a due quinti il numero dei posti riservati al genere sottorappresentato negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate<sup>29</sup>. Il riferimento è a quei provvedimenti che, muovendo dalla cronica e drammatica sottorappresentazione delle donne in ambito economico, hanno imposto in Italia l'equilibrio di genere nella composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate e a controllo pubblico e recentemente anche negli organi di governo e controllo delle banche e delle assicurazioni<sup>30</sup>, ma anche al dibattito all'interno dell'Unione Europea che è seguito alla presentazione della proposta di Direttiva sul miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi risalente al 14 novembre 2012 e che, solo recentemente, sembra vicina al suo varo, seppure in un testo decisamente meno audace di quella originariamente proposto<sup>31</sup>. Il tema della promozione della *gender diversity* si intreccia con quello della sostenibilità, anche se questo legame non sempre è sufficientemente sottolineato.

Per cogliere il nesso fra promozione della *gender diversity* e sostenibilità, è utile ri-

---

<sup>29</sup> Su cui si rinvia, anche per ulteriori riferimenti, a M. SARALE, E. DESANA, M. CALLEGARI (a cura di), *Speriamo che sia femmina: l'equilibrio fra i generi nelle società quotate e a controllo pubblico nell'esperienza italiana e comparata*, in *Quaderni del Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Torino*, 2021, nonché negli Atti del convegno *L'equilibrio di genere dieci anni dopo la legge Golfo-Mosca: a long and winding road* (a cura di Presti e Desana), organizzato a Milano il 12 luglio 2021 dalla Fondazione Centro nazionale di difesa sociale e prevenzione, in collaborazione con l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Dipartimento di Scienze giuridiche e con l'Ordine degli Avvocati di Milano, Milano, 2022.

<sup>30</sup> Il riferimento è alla Circolare n. 285 del 2013 di Banca d'Italia (modificata nell'estate 2021) che impone a tutte le banche (anche non quotate) di assicurare che il numero dei componenti del genere meno rappresentato sia pari almeno al 33% dei componenti dell'organo con funzioni di supervisione strategica e dell'organo di controllo e al Decreto n. 88 del 2022 del MISE (art. 10).

<sup>31</sup> Si tratta della proposta 614 risalente al 14 novembre 2012; è del 7 giugno 2022 la notizia che il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno trovato un accordo sul testo: tutti gli Stati membri dovranno assicurare che entro il 31 dicembre 2027 al genere sottorappresentato sia attribuito nelle società quotate il 40% degli incarichi di amministratore non esecutivo o il 33% di tutti gli incarichi di amministratore.



cordare che fra i 17 obiettivi dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile elaborata dalle Nazioni Unite (OSS/SDGs Sustainable Development Goals) nel settembre del 2015 vi è l'Obiettivo 5: *Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze*. Uno dei traguardi che l'ONU si prefigge di raggiungere con riferimento a questo obiettivo è quello di "Garantire piena ed effettiva partecipazione femminile e pari opportunità di *leadership* ad ogni livello decisionale in ambito politico, economico e della vita pubblica" (traguardo 5.5). La parità di genere non è solo un diritto umano fondamentale, ma la condizione necessaria per un mondo prospero, sostenibile e in pace. Garantire alle donne e alle ragazze [...] adeguata rappresentanza nei processi decisionali, politici ed economici, promuoverà economie sostenibili, di cui potranno beneficiare le società e l'umanità intera".

Qual è la situazione italiana? Non è affatto rosea. L'Italia è al 63 posto del *Global Gender Gap Index* che misura l'effettiva parità fra uomo e donna sulla base di 4 indici, fra cui la partecipazione e le opportunità economiche, su cui appunto sono destinati a incidere i provvedimenti in materia di equilibrio di genere come la Legge Golfo-Mosca<sup>32</sup>; la posizione del nostro Paese viene dopo quella dell'Uganda e dello Zambia e poco prima degli Emirati Arabi Uniti (al 68°) e del Bangladesh (71°); la Francia è al 15° posto, la Germania al 10°, la Spagna al 17° posto, il Portogallo al 29° e l'Albania al 18°.

Naturalmente la disuguaglianza è prima di tutto un problema della politica, ma le società non possono rimanere inerti: devono impegnarsi a promuovere la diversità al loro interno e ove possibile al loro esterno. E all'interno non significa soltanto nelle posizioni apicali, ma anche nell'alta dirigenza: l'ultimo rapporto Consob sulla *corporate governance*, presentato il 30 maggio 2022, mostra come siano poche le manager che sono approdate nei consigli di amministrazione delle società quotate provenendo dall'interno dell'organizzazione aziendale: le amministratrici che siedono nei Consigli, infatti, sono perlopiù professioniste che provengono dall'esterno, avvocate, commercialiste, accademiche.

Occorrerebbe invece promuovere una crescita delle donne all'interno dell'organizzazione aziendale per favorire l'ingresso di queste donne, che meglio conoscono la realtà della loro impresa, all'interno dei CDA.

Quanto al legame fra ecologia e universo femminile, non sono convinta che "le ragazze salveranno il mondo" da sole – è il titolo di un recente libro di Annalisa Corrado –, anche se fino ad ora vi sono state molte donne che si sono impegnate nella tutela dell'ambiente (non penso solo a Greta Tunberg, ma ancora prima a Rachel Carson, che con le sue battaglie contro la Monsanto e con il suo libro *Silent Spring* ha innegabilmente contribuito al bando del DDT e di altri insetticidi dannosi per l'ambiente e a tante altre, Jane Fonda, Alexandria Ocasio Cortez e altre paladine dell'ambiente). Però forse potrebbero contribuire a farlo, anche con il supporto degli investitori istituzionali, che hanno già mosso qualche passo in questa direzione (penso alla *black list* di Black Rock)<sup>33</sup> e, forse, di qualche Giudice illuminato<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Gli indici sono costituiti da *Economic Participation and Opportunity, Educational Attainment, Health and Survival* e *Political Empowerment*.

<sup>33</sup> Sulle dichiarazioni degli amministratori delegati della *Business Roundtable* e sul loro valore v. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51, J. ROE, *Why Are America's CEOs talking About Stakeholder Capitalism Now?*, reperibile su <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-business-roundtable-ceos>

In ogni caso, di là da ogni considerazione, sono comunque convinta che la diversità di punti di vista e di inclinazioni<sup>35</sup> possa arricchire il dibattito sulla *corporate governance* e sull'importanza della sostenibilità e quindi confido che le società vogliano attribuire a questo aspetto, così come a tutti i temi ESG, il giusto peso nelle politiche di dialogo con gli azionisti.

---

*corporate-purpose-by-mark-roe-2019-11?barrier=accesspaylog*; L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, in *Oxford Business Law Blog*, 12 Settembre 2019, reperibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>, P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 1303 ss; *Council of Institutional Investors, Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose* (August 19, 2019), in [https://www.cii.org/aug19\\_brt\\_response](https://www.cii.org/aug19_brt_response).

<sup>34</sup> Oltre al provvedimento del Tar Puglia sopra ricordato, si rinvia anche all'interessante sentenza della Corte dell'Aia del 26 maggio 2021, che ha condannato la Royal Dutch Shell plc e le società del suo gruppo a ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> del 45% entro la fine del 2030.

<sup>35</sup> E. DESANA, F. MASSA FELSANI, *Corporate governance e diversità di genere. Equilibri in divenire*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, 53.

# SOSTENIBILITÀ ED *ENGAGEMENT* DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

di *Marco Maugeri*

SOMMARIO: 1. Sostenibilità, etica e governo societario. – 2. Sostenibilità, *engagement* degli azionisti istituzionali e allocazione del risparmio. – 3. (Segue): sostenibilità ed *enforcement*. – 4. Sostenibilità, azionisti istituzionali e dialoghi con gli emittenti: il modello teorico di riferimento. – 5. (Segue): verso uno *status* privilegiato degli azionisti istituzionali nell'accesso alle informazioni "private" degli emittenti?

1. *Sostenibilità, etica e governo societario*. – In un lavoro orientato a comprendere la rilevanza che il tema della «sostenibilità» può assumere nel conformare regole applicabili al governo societario emerge evidente la difficoltà di precisare la portata del concetto<sup>1</sup>.

Vi è, infatti, in primo luogo il rischio di abbandonare presto il piano del discorso tecnico per indulgere a una mera «narrativa», cioè all'uso di un linguaggio fortemente evocativo sul piano psicologico ma privo di adeguato riscontro in dati obiettivamente verificabili e quindi incapace di fungere da fondamento per l'affermazione di modelli di comportamento dei privati<sup>2</sup>.

Questa sensazione di complessità nell'utilizzo del concetto di "sostenibilità" si rafforza ove se ne consideri l'indubbia valenza «etica»<sup>3</sup>. L'obiettivo della sostenibilità in materia di impresa e di investimenti finanziari potrebbe, in vero, evocarsi per fondare un generale «principio di responsabilità» in virtù del quale gli operatori economici siano chiamati a riflettere sulle conseguenze che le proprie scelte avranno *per le generazioni future*. Si tratterebbe, in questa prospettiva, di elaborare – come è stato scritto – un'etica fondata sull'«euristica del timore» (*Heuristik der Furcht*), capace di coniare un impera-

---

<sup>1</sup> Sul concetto di sostenibilità v. l'approfondita analisi di M. STELLA RICHTER JR, Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, 29 ss. Una definizione di «fattori di sostenibilità» (c.d. "fattori ESG") si trova nell'art. 2, punto 24), del Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 (relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e recante un sistema di criteri generali per una classificazione tassonomica degli investimenti "sostenibili") a tenore del quale per fattori ESG si intendono «le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva».

<sup>2</sup> Per questo rilievo critico v. J. KÖNDGEN, *Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung*, in *Festschrift für K. Schmidt*, I, München, 2019, 679.

<sup>3</sup> Il nesso tra sostenibilità e fondamenti etici della condotta umana viene sottolineato spesso anche dalla letteratura finanziaria specialistica: v., tra i molti, H. SCHÄFER, *Sustainable Finance*, Stuttgart, 2012, specie 5 ss. del paper disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); D. SCHOENMAKER-W. SCHRAMADE, *Corporate Finance and Sustainability: A Teaching Note*, 2020 (paper disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)), ove una critica alla separazione tra finanza ed etica che è alla base degli studi tradizionali in materia di finanza aziendale.

tivo categorico il cui nucleo si risolve nel riconoscere come obbligazione *pratica* fondamentale delle scelte individuali la conservazione delle basi esistenziali dell'umanità<sup>4</sup>.

Per quanto questa costruzione teorica sia intellettualmente evocativa e indeclinabile ne sia il fondamento morale<sup>5</sup>, è però chiaro che l'imperativo della sostenibilità, una volta svincolato dal presente e costruito come principio decisionale dell'azione attuale nei confronti dei *poster*<sup>6</sup>, «si rivolge molto di più alla politica pubblica che non al comportamento privato, che non è la dimensione causale alla quale sia applicabile»<sup>7</sup>. Una constatazione, questa, che, se non toglie spazio alla rilevanza di standard etici di comportamento nel diritto degli affari<sup>8</sup>, impedisce però di servirsi di tali standard, *anche con riguardo ai temi della sostenibilità*, per declinare una funzionalizzazione dell'agire privato alla realizzazione di interessi di natura pubblica o comunque extrasocietaria<sup>9</sup>.

<sup>4</sup> È la tesi formulata da H. JONAS, *Il principio responsabilità. Un'etica per la civiltà tecnologica*, (introduzione di P.P. PORTINARO, trad. it. dall'originale "Das Prinzip Verantwortung", Insel Verlag, Frankfurt a.M., 1979), Einaudi, Torino, 2009, 16 ad avviso del quale un simile imperativo dovrebbe prendere, in positivo, la seguente forma: «agisci in modo tale che le conseguenze della tua azione siano compatibili con la permanenza di un'autentica vita umana sulla terra», e, in negativo, la seguente forma: «agisci in modo che le conseguenze della tua azione non distruggano la possibilità futura di tale vita».

<sup>5</sup> Indeclinabile in quanto retto dalla massima inappellabile secondo cui «noi non abbiamo il diritto di scegliere o anche solo rischiare il non-essere delle generazioni future in vista dell'essere di quelle attuali»: H. JONAS, *op. cit.*, 17.

<sup>6</sup> In ciò risiedendo la principale differenza del nuovo imperativo dal modello kantiano tradizionale di imperativo categorico il quale si muove nella dimensione della *sincronicità* (ossia del presente): v. ancora H. JONAS, *op. cit.*, 15 e 17.

<sup>7</sup> H. JONAS, *op. cit.*, 17, al quale si deve anche la considerazione dell'incapacità delle autorità pubbliche di curare gli interessi delle generazioni future *nel presente* («ciò che non è esistente non possiede nessuna lobby e i non nati sono impotenti. Pertanto il rendiconto dovuto a questi ultimi non è ancora una realtà politica nell'attuale processo decisionale, e quando essi lo potranno esigere, noi, i colpevoli, non ci saremo più»). Per una considerazione critica sulla capacità progettuale della politica, ma rilevando al tempo stesso come determinati problemi possano essere risolti solo a livello collettivo, M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 335.

<sup>8</sup> E v. già D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 486 (che definiva indispensabile il formarsi di una «coscienza etica» da parte del ceto imprenditoriale, finanziario e manageriale); di recente G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, ECGI Law Working Paper, dicembre 2020, 56 ss. il quale, pur nel quadro di una adesione alla teoria dell'*enlightened shareholder value*, sottolinea la tendenza dei managers ad aderire a standard etici riconosciuti da organizzazioni internazionali anche a prescindere dall'impatto di tale adesione sull'interesse dei soci e sul valore complessivo dell'impresa.

<sup>9</sup> Per l'affermazione del principio secondo cui l'organizzazione societaria sarebbe una «struttura "funzionalmente" privata, costituita cioè non soltanto sulla base di un atto di autonomia privata, ma per il conseguimento di interessi "negoziali"», a partire da quello dei soci, cfr. G. FERRI JR, *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale?* in Atti dei seminari per F. DENOZZA, a cura di R. SACCHI, Milano, 2019, 76; M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., 46 (sottolineando la "delicatezza" di affidare a meccanismi di diritto societario il perseguimento di interessi sociali e ambientali); con riguardo alla disciplina della dichiarazione non finanziaria M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss., specie 1000 ss.; N. RONDINONE, *Interesse sociale vs. interesse "sociale" nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d.lgs. n. 254/2016*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI, Milano, 2020, 308 s. v. anche, negando che i principi di una etica degli affari (*Geschäftsmoral*) possano sviluppare portata giuridicamente vincolante per l'agire organico degli amministratori ma al tempo stesso sottolineando come la considerazione di istanze proprie della responsabilità sociale dell'impresa (CSR) debba confluire nella valutazione di quell'agire ogni qualvolta le istanze ESG siano idonee a promuovere il fine lucrativo della società (sino a negare il beneficio della *business judgment rule* ove gli amministratori non ne abbiano tenuto conto al momento dell'as-

Ma anche a voler abbandonare il terreno dell'etica e a limitare l'analisi al solo piano giuridico, l'esigenza di precisare le condizioni di utilizzo del concetto di sostenibilità non risulterebbe meno intensa. Nel diritto delle società quotate, infatti, di "sostenibilità" può discorrersi tanto con riferimento alla «gestione dell'impresa», e quindi in relazione agli obblighi gravanti sull'organo amministrativo della società, quanto in riferimento alla «gestione di patrimoni altrui», e allora evocando obblighi gravanti sugli investitori istituzionali<sup>10</sup>.

Sotto il primo profilo, quello del «governo sostenibile» degli emittenti, deve osservarsi come la tendenza a costruire in capo agli amministratori un vero e proprio dovere di "integrare" nelle strategie d'impresa gli interessi di tutti gli *stakeholders* (ivi inclusi obiettivi come la tutela dell'ambiente o l'equità sociale)<sup>11</sup>, esponga al rischio di una sostanziale insindacabilità delle decisioni d'impresa in mancanza di qualsiasi criterio affidabile che consenta di verificarne la legittimità nell'ipotesi di conflitto tra i diversi interessi rilevanti<sup>12</sup>. Un conto è, infatti, affermare il *dovere* degli amministratori di ge-

---

sunzione della propria decisione imprenditoriale), W.G. PAEFGEN, *Corporate Social Responsibility (CSR) als aktienrechtliche Legalitätspflicht und Geschäftsleitungsermessens*, in *Festschrift für K.Schmidt*, II, München, 2019, 106 s. e 115 s. In senso apparentemente diverso U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 12, ad avviso del quale il diritto societario, pur appartenente all'area privatistica, può essere utilizzato per realizzare interessi di carattere pubblicistico (ma con la significativa precisazione secondo cui ciò sarebbe pensabile solo «in via residuale»).

<sup>10</sup> Malgrado la classe degli «investitori istituzionali» sia circoscritta dall'art. 124-*quater*, comma 1, lett. b), t.u.f. alle sole tipologie dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione e riassicurazione, ci si servirà convenzionalmente in queste pagine di una nozione più ampia che ricomprenda non solo i gestori di attivi (Sgr, Sicav, Sicaf e gli intermediari abilitati alla prestazione del servizio di gestione di portafogli: art. 124-*quater*, comma 1, lett. a), t.u.f.) ma anche, e più in generale, tutti gli intermediari, indipendentemente dall'ordinamento di provenienza, che gestiscono professionalmente patrimoni altrui con lo scopo di incrementarne il valore e che, proprio per questo, sono sottoposti a una qualche forma di vigilanza prudenziale o regolamentare (inclusando quindi anche i fondi speculativi, i fondi sovrani). Per un approccio di questo tipo (e per il tentativo di precisare altresì i contorni delle nozioni di *engagement* e di *stewardship*) v. S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderno giuridico Consob n. 19*, Roma, 2019, 11 ss. Cfr. anche P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di G. Visentini*, I, Roma, 2020, 190; C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholders Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 559 ss.

<sup>11</sup> Si tratta di una tendenza che va affermandosi a livello europeo e che promuove, sotto l'egida della «sustainable corporate governance», l'affermazione di un duplice obbligo degli amministratori: da un lato, quello di adottare adeguate misure per fronteggiare l'impatto negativo dell'attività d'impresa sulla sostenibilità ambientale e sociale (c.d. «duty not to harm»); dall'altro, quello, appunto, di integrare nella strategia d'impresa gli interessi di tutti gli *stakeholder* rilevanti al fine di orientare maggiormente la gestione della società ai temi della sostenibilità. Cfr. sia lo studio della Commissione Europea del luglio 2020, sia la Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione per l'elaborazione di una direttiva in materia di «dovuta diligenza e responsabilità delle imprese». Si v. anche P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 1/2016, 4.

<sup>12</sup> M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., 1012 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., 48 s.; G. FERRARINI, *Corporate Purpose*, cit., 54; T. KUNTZ, *Regulierungsstrategien zur Durchsetzung von Gemeinwohlinteressen im Aktienrecht*, in *Festschrift für K.J. Hopt*, Berlin-Boston, 2020, 656 s. e 674 («too many masters problem»). Si può aggiungere che, mentre il fine lucrativo offre il vantaggio della *misurabilità dei risultati* (si utilizzi poi in concreto il parametro del prezzo di borsa, dell'utile di esercizio, dell'EBIDTA, etc.), e quindi della verificabilità *oggettiva* delle scelte degli amministratori, tale vantaggio tende a sfumare nel caso di scelte socialmente responsabili (finanziamenti a istituzioni culturali, ospedaliere,

stire il rischio ambientale e sociale per assicurare la sostenibilità *economica e finanziaria* dell'impresa nel lungo periodo (un dovere che assurge ormai a principio generale del diritto commerciale ai sensi dell'art. 2086, comma 2, c.c.); altro è affermare il *potere* degli amministratori di affiancare alla ricerca di quella sostenibilità il perseguimento di una sostenibilità *socio-ambientale* dell'impresa *indipendentemente* dal suo impatto sulla redditività dell'investimento societario<sup>13</sup>.

Ancora più complesso, se possibile, si rivela il discorso quando si passi a considerare il secondo profilo, quello della «finanza sostenibile»: un profilo, in vero, contraddistinto da numerose incertezze, già sul piano definitorio<sup>14</sup>, e al quale appare, pertanto, utile volgere subito l'attenzione.

## 2. Sostenibilità, engagement degli azionisti istituzionali e allocazione del risparmio.

– Il concetto di «finanza sostenibile», inteso come innesto dei rischi ESG nelle strategie di investimento dei gestori professionali, può essere utilizzato per indicare teoricamente due diversi obiettivi: quello di contribuire al controllo delle scelte formulate dagli amministratori nelle materie ambientali, sociali e di governo societario (c.d. «*funzione di monitoraggio*»); e quello di contribuire alla transizione del risparmio anonimo da investimenti tradizionali a investimenti compatibili con una tassonomia ESG (c.d. «*funzione allocativa*»).

---

scolastiche) dalle quali gli amministratori si ripromettono effetti positivi sull'immagine della società: effetti difficili, però, da attestare in concreto e da determinare nella loro consistenza.

Come è stato correttamente osservato, inoltre, a poco serve ampliare il novero degli interessi di cui gli amministratori di una società quotata devono tener conto nell'assunzione delle scelte gestorie se non si prevede contestualmente un «regime di responsabilità (degli amministratori o dell'impresa) direttamente attivabile dagli *stakeholders*»: v. F. DENOZZA-A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholder empowerment, in Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI, Milano, 2020, specie 233 ss., 238, 245 s., (delineando uno spazio applicativo per l'art. 2395 c.c. in ipotesi di violazioni degli obblighi di trasparenza in materia di informazione non finanziaria). Ma su questa strategia regolativa v. le perplessità di T. KUNTZ, *op. cit.*, 663 s. e 667, il quale evoca i conflitti distributivi («*anticommons-problems*») che sorgono quando più soggetti legittimati hanno contemporaneamente accesso a una risorsa limitata in assenza di qualsiasi criterio che ne ordini gerarchicamente gli interessi (con il rischio, difficilmente evitabile, che diversi gruppi di *stakeholders* agiscano contemporaneamente in giudizio contro gli amministratori facendo valere pretese confliggenti e paralizzando la gestione dell'impresa).

Altro profilo ancora è infine quello concernente il ruolo che può riconoscersi allo statuto nell'aprire la condotta gestoria degli amministratori alla considerazione di interessi diversi da quello dei soci: v. sul punto C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 213 ss.; U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società"*, *ivi*, 225 ss.

<sup>13</sup> Per la necessità concettuale di distinguere i due aspetti v. M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, *cit.*, 30 s.

<sup>14</sup> V., infatti, T.M.J. MÖLLERS, *Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor*, in *ZHR* 185 (2021), 889 (osservando la mancanza di una «definizione globale unitaria» di sostenibilità); e S.N. GARY, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, in *90 U. Colo. L. Rev.* 731 (2019), 736 ss., 747 e 750, nt. 71, la quale sottolinea l'esigenza di distinguere l'investimento «socialmente responsabile» («*socially responsible investing*» o «SRI»), caratterizzato dall'utilizzo di filtri negativi per l'esclusione di settori considerati «immorali» (tabacco, bevande alcoliche, armi), dall'investimento ESG, caratterizzato dalla integrazione di istanze ambientali e sociali nel processo di investimento, nonché dall'«*impact investing*», nell'ambito del quale l'investitore aspira a coniugare un risultato finanziario con il conseguimento di obiettivi ambientali e/o sociali (rinunciando dunque consapevolmente al raggiungimento di rendimenti più elevati).

La prima funzione, quella di monitoraggio, trova, come noto, il punto di massima emersione a livello normativo nella direttiva 2017/828/UE (c.d. “SHRD II”), recante modifiche alla direttiva 2007/36/CE sull’«incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti». Ebbene, la scelta di inserire la disciplina dell’«impegno» degli investitori professionali in un atto normativo dedicato ai «diritti» degli azionisti si presenta intrinsecamente ambigua.

Nel caso degli investitori istituzionali, infatti, l’esercizio del voto e delle altre prerogative amministrative inerenti alle azioni in portafoglio non forma oggetto di un «diritto» ma semmai di una posizione caratterizzata da *doverosità*, in quanto *funzionalizzata* alla cura di un interesse altrui<sup>15</sup>. In questa prospettiva, l’esigenza di promuovere l’impegno degli investitori istituzionali nel governo societario degli emittenti non è tanto un problema di diritto societario quanto piuttosto di *diritto del mercato finanziario*<sup>16</sup>, trattandosi di un obbligo che attiene *non alla partecipazione sociale ma al rapporto giuridico tra gestore e beneficiari finali dell’investimento* e il cui adempimento finisce solo indirettamente con il generare effetti positivi per gli emittenti<sup>17</sup>.

Questa considerazione – la quale si radica, del resto, nel modello operativo degli azionisti istituzionali incentrato sulla tecnica della «diversificazione» e quindi sulla massimizzazione del valore dell’intero portafoglio anziché su quello della singola partecipazione<sup>18</sup> – trova conferma nel dato letterale dell’art. 124-*quinquies* t.u.f. il quale, dopo aver espressamente caratterizzato l’esercizio del voto come elemento della «strategia di investimento» del portafoglio del fondo (comma 1), riconosce al gestore un’ampia discrezionalità nel decidere in quali assemblee votare nel momento in cui consente di escludere ogni informativa nel caso di «voti ritenuti non significativi in relazione all’oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione nelle società» (comma 2): una precisazione, questa, la quale esclude che l’interesse protetto sia primariamente quello della società partecipata<sup>19</sup> e che attesta per contro l’orientamento teleologico della

<sup>15</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d’investimento*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D’APICE, Bologna, 2010, 444; R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali e l’assemblea*, in *AGE*, 2/2019, 510.

<sup>16</sup> M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri fiduciari del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’APICE, Bologna, 2016, 667 ss.; nello stesso senso T. BAUMS, *Institutionelle Investoren im Aktienrecht*, in *ZHR* (183), 2019, 605 ss. Per una diversa impostazione v. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 12 ss., 50 ss.

<sup>17</sup> T. BAUMS, *op. cit.*, 607; M. BRELLOCHS, *Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *ZHR* 185 (2021), 331 (ove l’osservazione secondo cui, se si trattasse di una disciplina della partecipazione sociale, l’obbligo di monitoraggio dovrebbe gravare su *tutti* gli azionisti stabili, quindi anche sugli investitori istituzionali extra-UE) e 359 («Aufgabe des Finanzmarktaufsichtsrechts»). Del resto, se l’obbligo di monitoraggio degli azionisti istituzionali attenesse al piano dei rapporti tra soci o tra soci e società, le sanzioni conseguenti alla sua violazione dovrebbero identificarsi con i tradizionali strumenti previsti dal diritto azionario (invalidità delle deliberazioni e/o responsabilità deliberativa dell’azionista per violazione dei doveri di correttezza e buona fede attinenti al rapporto societario): il che non è. E v. infatti, negando la possibilità di costruire in capo agli investitori istituzionali dei «doveri fiduciari» nei confronti della società o degli altri soci, A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Bologna, 2020, 1798 ss.

<sup>18</sup> F. DENOZZA-A. STABILINI, *Informazione non finanziaria*, cit., 234; J.C. COFFEE JR, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *ECGI Law Working Paper*, Agosto 2020, 1 e 5.

<sup>19</sup> Il fondo potrebbe, infatti, detenere una partecipazione esigua se rapportata alla consistenza dell’intero portafoglio gestito e invece assolutamente rilevante se rapportata al capitale della società.

materia dell'*engagement* all'interesse dei "clienti" finali dell'investitore istituzionale<sup>20</sup>.

Si arriva così al limite più evidente che ostacola un pieno esplicarsi della funzione di monitoraggio degli azionisti istituzionali sulle materie concernenti «l'impatto sociale e ambientale e il governo societario» dell'impresa (per usare la fraseologia dell'art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f.): l'assenza di adeguati incentivi all'*engagement*. Teoricamente, infatti, l'impegno dei gestori professionali su materie ESG si giustifica, nella prospettiva dei beneficiari finali, solo nella misura in cui le perdite di valore della singola società del portafoglio costretta a internalizzare i costi del proprio impatto ambientale e sociale siano più che compensate dai guadagni che l'attività di monitoraggio consente di realizzare con riguardo alle altre imprese del portafoglio<sup>21</sup>. Ma sono noti in proposito gli elevati costi di agenzia che riducono la propensione degli azionisti istituzionali a operare un simile calcolo a causa degli inevitabili problemi di azione collettiva e di *free-riding*<sup>22</sup>: costi tanto più elevati quanto maggiore è la diversificazione del portafoglio (visto che, aumentando il numero di titoli detenuti e diminuendo il peso "specifico" di ciascuna partecipazione sul complessivo valore del portafoglio, si riduce anche il guadagno che la politica di impegno può assicurare all'investitore) e quanto più "passivo" è lo stile di gestione<sup>23</sup>. D'altro canto, se è certamente vero che il costo dell'*engagement* per gli azionisti istituzionali orientati al lungo termine può essere attenuato dall'intervento di fondi attivisti, almeno ove si sia disposti a interpretarne il ruolo quali «intermediari» della governance capaci di contribuire all'incremento di valore dell'impresa<sup>24</sup>,

<sup>20</sup> È vero, dunque, che l'*engagement* degli investitori istituzionali serve a ridurre i costi connessi all'esercizio opportunistico del voto assembleare ma è necessario precisare che il rapporto di agenzia al quale bisogna fare riferimento non è quello, *tradizionale per il diritto societario*, tra soci e amministratori bensì quello, *tradizionale per il diritto del mercato finanziario*, tra gestore e investitore: in senso analogo v. anche T. TRÖGER, *Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referententwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrichtlinie (ARUG II)*, in *ZGR*, 2019, 128 s.

<sup>21</sup> J.C. COFFEE JR., *op. cit.*, 28.

<sup>22</sup> L'investitore attivista sopporta, infatti, in via esclusiva il costo del monitoraggio della società partecipata ma "condivide" proporzionalmente con tutti gli altri soci gli eventuali benefici economici derivanti dalle proprie iniziative in termini di incremento del valore di mercato delle azioni. Su tali aspetti v. ampiamente R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 863 (2013), 889 ss. («the logic of diversification cuts against governance activity»); T. TRÖGER, *op. cit.*, 131 ss.; S. GOMTSIAN, *Shareholder Engagement by Large Institutional Investors*, 2019, *www.ssrn.com*, 20 ss.; S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., 32 ss.; A. DACCÒ, *op. cit.*, 1790 ss.; C. PRESCIANI, *La trasparenza*, cit., 255 ss.

<sup>23</sup> Infatti, nel caso dei fondi caratterizzati da uno stile di gestione "passivo" come i fondi indice (i quali si limitano a replicare la composizione di un paniere di titoli) la competizione si attua essenzialmente *sul piano dei costi* (facendo leva, cioè, sulla capacità di contenere le commissioni di gestione) anziché sul versante dei ricavi, atteso che il vincolo a riprodurre l'indice preclude al fondo la possibilità di realizzare un guadagno attraverso operazioni sul mercato (e cioè vendendo titoli sopravvalutati e acquistando titoli sottovalutati). In uno scenario di questo tipo l'*engagement*, aumentando i costi del fondo, non fa altro che acuire l'intensità della distorsione degli incentivi nella quale possono incorrere gli investitori collettivi. Cfr. S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., 8 ss. e 32 s.

<sup>24</sup> R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., 896 ss.; A. BRAV-W. JANG-R. LI, *Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and the Market for Corporate Influence*, in *ECGI Law Working Paper*, novembre 2021, 6 ss. e 66 ss. La pubblicità delle politiche di impegno, del resto, potrebbe agevolare la collaborazione tra attivisti e investitori istituzionali, consentendo ai primi di intercettare le preferenze dei secondi in ordine al governo e alle strategie d'impresa e di allestire campagne che abbiano una più elevata probabilità di successo: v. C. PRESCIANI, *La trasparenza*, cit., 276 s. Con riguardo ai temi della sostenibilità il ruolo di attivisti in grado di influenzare le preferenze degli investitori istituzionali po-



è per lo meno dubbio che tali intermediari si adoperino investendo cospicue risorse finanziarie per indurre l'emittente al perseguimento di obiettivi di "sostenibilità"<sup>25</sup>.

Non meno trascurabili appaiono gli ostacoli che la tecnica di diversificazione erige alla funzione "allocativa" della finanza sostenibile. Sebbene il legislatore europeo con il Regolamento 2019/2088, come modificato dal Regolamento (UE) 2020/852, abbia offerto un contributo rilevante alla individuazione del concetto di prodotto finanziario "sostenibile"<sup>26</sup>, ci si può fondatamente chiedere se la rotazione "coattiva" del portafoglio dai titoli tradizionali agli investimenti ESG determini una riduzione del tasso di diversificazione e quindi una potenziale perdita di valore dell'intero patrimonio<sup>27</sup>. In altri termini, l'obbligo di realizzare investimenti sostenibili, incidendo profondamente non solo sull'autonomia gestoria dell'investitore istituzionale ma anche sulla stessa funzione di utilità del beneficiario finale, richiederebbe un mutamento del paradigma normativo di riferimento delle scelte del gestore: non più, cioè, la figura tipizzata dell'investitore «ragionevole», il quale prende le proprie decisioni operative sulla base delle informazioni in suo possesso al fine di massimizzare il valore del proprio portafoglio (cfr. sia il considerando n. 14, sia l'art. 7, par. 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014, "MAR"), ma quella dell'investitore «responsabile» il quale, nel formulare le proprie scelte, tende a combinare preferenze di natura sia monetaria sia non monetaria<sup>28</sup>.

Ebbene, in un contesto normativo che continua a fondare la disciplina del risparmio gestito sulla «sole interest rule»<sup>29</sup>, l'affermazione in capo al gestore di un obbligo di "integrare", e non semplicemente "considerare"<sup>30</sup>, obiettivi ESG nelle proprie strategie di investimento pur in difetto di una espressa preferenza in tal senso da parte dei beneficiari finali<sup>31</sup> potrebbe concepirsi solo percorrendo due sentieri argomentativi. Da un

---

trebbe essere teoricamente svolto anche da singoli *stakeholders* o loro associazioni rappresentative: v. G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 371 s. (il quale evidenzia però le difficoltà che tale forma di interazione incontrerebbe nel contesto giuridico italiano).

<sup>25</sup> Il dubbio non verte tanto sulla idoneità degli obiettivi ambientali o sociali a tradursi in un vantaggio economico per gli investitori, bensì sulla difficoltà di misurare e quantificare la consistenza del vantaggio (G. FERRARINI, *Corporate Purpose*, cit., 60: «social performance is difficult to measure») e, in particolare, sulla difficoltà di stabilire se i fattori ESG siano idonei a determinare un incremento a breve termine del prezzo delle azioni (incremento che costituisce lo scopo principale alla base delle strategie d'attacco dei fondi speculativi: cfr. J.C. COFFEE JR, *op. cit.*, 18 s.; M. BRELOCHS, *Institutionelle Investoren*, cit., 363).

<sup>26</sup> A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law*, in *ECGI Law Working Paper*, Ottobre 2020, 10 s.

<sup>27</sup> J. KÖNDGEN, *op. cit.*, 682 s. È presumibile che il gestore compensi l'esclusione di taluni settori dal portafoglio adattandone continuamente la composizione (S.N. GARY, *Best Interests*, cit., 739). Ma anche questa attività di adeguamento comporta il sostenimento di costi transattivi e amministrativi che non sono sopportati dai fondi tradizionali né, in particolar modo, dai fondi indice il cui rendimento tende ad essere pertanto comparativamente superiore: R.A. POSNER-J.H. LANGBEIN, *Social Investing and the Law of Trusts*, in 79 *Mich. L. Rev.* 72 (1980), 76 e 92 ss.

<sup>28</sup> J. KÖNDGEN, *op. cit.*, 685.

<sup>29</sup> Cfr. l'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a) ed e), nonché l'art. 36, comma 3, t.u.f., ove i richiami al «miglior interesse degli Oicr» e all'«interesse dei partecipanti al fondo».

<sup>30</sup> Sulla differenza, non meramente semantica, tra i due verbi cfr. J. KÖNDGEN, *op. cit.*, 696 ad avviso del quale, mentre l'integrazione degli obiettivi ESG presuppone l'obbligo di operare una *sintesi* tra rendimento del portafoglio e sostenibilità, l'esigenza di «tenere conto» degli obiettivi ESG nella gestione del portafoglio comporta "soltanto" l'obbligo di verificarne rigorosamente l'incidenza sul rendimento dell'investimento.

<sup>31</sup> Come nel caso dell'"impact investing" (cfr. la precedente nt. 14).

lato, assumendo che il perseguimento di obiettivi ESG comporti un automatico incremento del valore dell'intero portafoglio: un assunto che, anche a volerne condividere la fondatezza sul piano teorico<sup>32</sup> ed empirico<sup>33</sup>, finisce con il rendere superfluo un intervento del legislatore (atteso che il gestore introdurrebbe spontaneamente quei titoli già in considerazione del perseguimento del miglior interesse economico dei beneficiari). In alternativa si potrebbe ipotizzare un intervento normativo che, modificando la *funzione* del contratto di gestione, abiliti l'investitore istituzionale a perseguire obiettivi ESG anche quando pregiudizievoli per il valore complessivo del portafoglio: una modifica di cui appare però più che fondato mettere in dubbio la legittimità costituzionale<sup>34</sup> e che non viene, infatti, perseguita dal legislatore europeo il quale muove piuttosto dal condivisibile assunto della necessità di allargare gli obblighi fiduciari del gestore alla considerazione del «rischio di sostenibilità» quale rischio *sistematico – ossia non diversificabile* – del portafoglio<sup>35</sup> e il cui governo diviene allora imprescindibile *proprio al fine di preservare il valore del patrimonio gestito e di salvaguardarne il rendimento finanziario*<sup>36</sup>.

<sup>32</sup> Come ben è stato sottolineato, sarebbe quanto meno “semplicitico” pensare che «la ricerca della massima sostenibilità sociale, ambientale e di *governance*, magari su un orizzonte temporale lungo, finisca per assicurare rendimenti migliori, a prescindere da come si contemperino tali finalità con la redditività dell'impresa (e quindi dell'investimento relativo)»: così M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., 32 s.

<sup>33</sup> V., tra i contributi più recenti che attestano una correlazione positiva tra le caratteristiche ESG dei titoli oggetto di investimento e il rendimento ponderato per il rischio dell'intero portafoglio, R.G. BRANDON-P. KRUEGER-S.F. MITALI, *The Sustainability Footprint of Institutional Investors: ESG Driven Price Pressure and Performance*, in *ECGI Finance Working Paper*, gennaio 2021, 2 ss.

<sup>34</sup> Il risultato di imporre al gestore una amministrazione “filantropica” o socialmente sostenibile dei fondi *anche contro la volontà dei partecipanti* non sembra percorribile neppure facendo leva sulla funzione sociale della proprietà ai sensi dell'art. 42, comma 2, Cost. (per un ragionamento di questo tipo nell'ordinamento tedesco v. però J. HAGER, *Wechsel vom Stakeholder zum Shareholder?*, in *Festschrift für C. Windblicher*, Berlin-Boston, 2020, 737, il quale afferma la possibilità di giustificare il dovere degli amministratori di bilanciare i diversi interessi inerenti all'esercizio dell'impresa interpretando il § 76 *AktG* alla luce dell'art. 14 Abs. 2 del *Grundgesetz*). Ciò in quanto un simile intervento del legislatore, traducendosi in una sostanziale vanificazione (e quindi *espropriazione*) dell'interesse economico del “proprietario”, potrebbe concepirsi solo “*a titolo particolare*” e cioè con riguardo a un singolo bene, *non invece con riferimento in generale a intere categorie di beni* (come i prodotti finanziari), incontrando altrimenti il limite eretto dalla tutela di un altro valore costituzionalmente riconosciuto: l'integrità del «pubblico risparmio» (art. 47 Cost.). Cfr., sulla distinzione centrale nell'ambito dell'art. 42 Cost. tra «regole di conformazione» della proprietà (ammissibili anche in relazione a una pluralità di beni omogenei) e «regole di espropriazione» della proprietà (ammissibili solo in rapporto a una singola proprietà) A. DI MAJO-L. FRANCIOSI, *Proprietà e autonomia contrattuale*, Milano, 1990, 9 ss. Quanto appena osservato non equivale però a negare che la rilevanza dei fattori ESG nella gestione dell'impresa possa trovare un preciso fondamento costituzionale: e v. infatti, per il richiamo ai vincoli di utilità sociale evocati dall'art. 41, comma 2, Cost. come limite alla libertà d'impresa, P. MARCETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 342 s.

<sup>35</sup> Per la elaborazione teorica di questo punto v., nella letteratura statunitense, J.C. COFFEE JR, *op. cit.*, 12 ss.; J. GORDON, *Systematic Stewardship*, in *ECGI Law Working Paper*, febbraio 2021, 23 ss.; S.N. GARY, *Best Interests in the Long Term*, cit., 789 ss. (facendo riferimento allo standard del “prudent investor”); in quella domestica M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria*, cit., 1017 ss.; F. DENOZZA-A. STABILINI, *op. cit.*, 249.

<sup>36</sup> È sufficiente evocare al riguardo la definizione contenuta nell'art. 2, punto 22, del Regolamento (UE) 2019/2088 in materia di tassonomia (alla quale rinvia il punto 11 dell'art. 3 della direttiva 2010/43/UE, come integrata dalla direttiva delegata UE 2021/1270 del 21 aprile 2021), la quale identifica il concetto di «rischio di sostenibilità» in «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale *sul valore dell'investimento*». Logica conseguenza di tale impostazione – che viene estesa ai GEFIA/FIA dal Regolamento delegato (UE)

3. (Segue): *sostenibilità ed enforcement*. – Dinanzi alle considerazioni appena svolte, l'esigenza di promuovere obiettivi di finanza sostenibile richiede una riflessione sugli strumenti utilizzabili per superare le incertezze evidenziate. Tali strumenti possono allocarsi sostanzialmente su due piani: quello dell'*enforcement* degli obblighi di monitoraggio gravanti sui gestori professionali ai sensi del t.u.f.; e quello dell'assetto di incentivi sottostante alla elaborazione e alla attuazione delle politiche di impegno contemplate dall'art. 124-*quinquies* t.u.f.

Sul versante dell'*enforcement*, si è già sottolineato in precedenza come l'intera impalcatura della *stewardship* sia incentrata sulla previsione di obblighi di trasparenza per gli investitori istituzionali e i gestori di attivi ai quali viene imposto di adottare e comunicare al pubblico una politica di impegno nel monitoraggio delle società partecipate su questioni rilevanti, salva la possibilità di motivare le ragioni della scelta di disapplicare uno o più di quegli obblighi (*comply or explain*). Si tratta di una soluzione volta a generare una pressione "sociale" sull'intermediario il quale, esposto al giudizio del mercato e al confronto con gli investitori istituzionali concorrenti, difficilmente opererà per una integrale rinuncia a qualsiasi politica di impegno alla luce del pregiudizio "reputazionale" che ne potrebbe derivare. L'esistenza di un obbligo di motivazione delle scelte effettuate serve, inoltre, a contenere il *rischio di condotte opportunistiche del gestore*, contribuendo a limitare la frequenza di comportamenti «anomali» in quanto ispirati da possibili conflitti di interessi<sup>37</sup>. Vi è anzi da chiedersi se una completa "inerzia" del gestore dinanzi alla materia dell'*engagement* sia compatibile con il dato normativo, atteso che l'art. 124-*quinquies*, comma 3, t.u.f. consente di «non adempiere ad una o più delle disposizioni» dettate in tema di politiche di impegno, *ma allora evidentemente non a tutte*.

E tuttavia appare legittimo interrogarsi sull'effettivo grado di concretezza dei meccanismi di reazione a eventuali violazioni degli obblighi inerenti alle politiche di impegno dei gestori. Si può infatti dubitare che i beneficiari finali, in quanto afflitti da asimmetrie informative e con risorse limitate<sup>38</sup>, siano in grado di individuare condotte di *engagement* negligenti o viziate da conflitti di interesse dell'investitore istituzionale<sup>39</sup>. È vero che la disciplina europea in materia di tassonomia dei prodotti finanziari, e in particolar modo la selezione di criteri per l'individuazione delle attività che possono

---

2021/1255 del 21 aprile 2021, recante modifiche al Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 – è il dovere dell'organo amministrativo del gestore di tener conto dei rischi di sostenibilità sia nell'allestimento della struttura organizzativa e delle procedure interne (cfr. il nuovo comma dell'art. 4, par. 1, della direttiva 2010/43/UE introdotto dalla direttiva delegata 2021/1270), sia nella gestione del fondo (cfr., ancorché mettendo capo all'uso del vocabolo "integrare", l'art. 5-*bis* della direttiva 2010/43/UE, come emendata dalla direttiva delegata). In questo quadro normativo è, dunque, per lo meno dubbio che il singolo partecipante al fondo possa vantare una pretesa giuridicamente protetta nei confronti della società di gestione affinché quest'ultima persegua obiettivi non finanziari anche ove ciò si rifletta negativamente sul valore del fondo.

<sup>37</sup> Cfr. R. LENER, *op. cit.*, 514 (il quale osserva come talvolta «si fa fatica a capire cosa spinga i gestori ad agire»). Si pensi a decisioni rilevanti come quella inerente alla presentazione o meno di una lista per l'elezione degli organi sociali, al voto in favore della revoca degli amministratori chiesta da un attivista o, ancora, alla posizione assunta dinanzi a una operazione straordinaria o con parte correlata: tutte materie in relazione alle quali l'inclinazione dell'investitore istituzionale ad agire (o a restare passivo) potrebbe essere influenzata da logiche di gruppo o dall'interesse a coltivare relazioni di affari con l'emittente.

<sup>38</sup> R. LENER, *op. cit.*, 511 s.; C. PRESCIANI, *La trasparenza*, cit., 54 s.

<sup>39</sup> È sufficiente pensare alla mole di informazioni specifiche sui singoli emittenti – comunicati stampa, prospetti, relazioni degli organi sociali – che l'investitore finale dovrebbe assimilare per stabilire se le scelte di monitoraggio del gestore siano adeguate alla cura dei suoi interessi.

aspirare alla qualifica di «ecosostenibili», concorrerà ad abbattere in maniera significativa quelle asimmetrie e ad allineare il comportamento del gestore alle preferenze dei beneficiari finali in termini di sostenibilità<sup>40</sup>; resta però, in ogni caso, la difficoltà per gli investitori finali che intendano far valere la responsabilità contrattuale del gestore di dimostrare l'esistenza di un nesso di causalità tra l'inadempimento della prestazione gestoria e il danno eventualmente subito<sup>41</sup>.

Al controllo «privato» si aggiungono, in realtà, i meccanismi di *enforcement* pubblico da parte delle Autorità di Vigilanza, che già dispongono del potere di irrogare sanzioni amministrative ai sensi dell'art. 193-*bis*.1 t.u.f. in caso di violazione degli artt. 124-*quinquies* ss. t.u.f. e alle quali potrebbe anche attribuirsi, come soluzione di politica del diritto, una legittimazione ad agire in sede civile per far valere la responsabilità risarcitoria degli intermediari che praticino il *greenwashing* o non coltivino comunque alcun (adeguato) impegno nel monitoraggio delle scelte ESG compiute dagli emittenti, ove ciò si traduca in una lesione dell'interesse generale alla promozione di obiettivi di sostenibilità nella gestione delle imprese e del pubblico risparmio<sup>42</sup>.

Tali tecniche di *enforcement* manifestano, però, limiti che ne mettono in dubbio la concreta efficacia. Da un lato, l'attivazione del potere di cui all'art. 193-*bis*.1 t.u.f., al di là della tenuità della sanzione contemplata («da euro duemilacinquecento a euro centocinquantamila»), presuppone che le Autorità di regolazione dispongano dei dati necessari per verificare la correttezza e la trasparenza dell'informazione resa al mercato dagli investitori istituzionali sulla integrazione dei fattori e dei rischi ESG nelle proprie politiche di investimento: un flusso informativo che appare comunque laborioso da allestire. Dall'altro, l'introduzione di una legittimazione attiva a far valere eventuali fattispecie di responsabilità dei gestori professionali la cui condotta integri un *greenwashing* o una violazione dei doveri di diligenza professionale nell'attività di monitoraggio delle società partecipate si espone a sua volta al rischio sia di scelte arbitrariamente «selettive» del regolatore (*“regulatory capture”*), sia di una proliferazione eccessiva di azioni risarcitorie (*“over-deterrence”*), con conseguente distorsione delle scelte di monitoraggio degli investitori istituzionali<sup>43</sup>.

<sup>40</sup> A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance*, cit., 11 s.; ID., *Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?*, in *ECGI Law Working Paper*, ottobre 2021, specie 9 ss.

<sup>41</sup> T. BAUMS, *op. cit.*, 610. Per le ragioni indicate nel testo non sembra particolarmente utile tentare di superare il problema del disallineamento tra le scelte del gestore e le preferenze ESG degli investitori finali attribuendo a questi ultimi il diritto di formulare istruzioni di voto o consentendo al gestore di organizzare «sondaggi» presso i *beneficial owners* al fine di saggiarne l'orientamento su tematiche sociali e ambientali. V. però, per una proposta di questo tenore, C.N. GRIFFIN, *Environmental & Social Voting at Index Funds*, 44 *Del. J. Corp. L.* 167 (2020), specie 207 ss.

<sup>42</sup> È questo il modello delle *«civil penalty provisions»* seguito dal diritto societario australiano per imporre agli amministratori di società quotate l'obbligo di considerare l'interesse degli *stakeholders* nella gestione dell'impresa: v. T. KUNTZ, *op. cit.*, 664 ss. Sul fenomeno del *greenwashing* v. T.M.J. MÖLLERS, *op. cit.*, 901 ss. (ove anche una individuazione delle principali lacune normative che contribuiscono ad acuirne gli effetti negativi).

<sup>43</sup> Sugli svantaggi di un approccio volto a devolvere all'Autorità di Vigilanza il compito di custodire gli interessi degli *stakeholders* mediante il potere di agire in sede civile nei confronti dell'organo amministrativo v. ancora T. KUNTZ, *op. cit.*, 668 ss. (che tuttavia reputa tali svantaggi inferiori a quelli che discenderebbero dalla eventuale attribuzione agli stessi *stakeholders* della legittimazione a far valere la responsabilità degli amministratori).

4. *Sostenibilità, azionisti istituzionali e dialoghi con gli emittenti: il modello teorico di riferimento.* – Se la funzione dissuasiva dell'*enforcement* incontra i limiti descritti, diviene centrale, al fine di promuovere l'*engagement* degli investitori istituzionali sui temi della sostenibilità, individuare soluzioni interpretative “premianti” che riducano i costi del monitoraggio e traducano la capacità dell’investitore di sorvegliare il *management* in uno strumento “concorrenziale” di attrazione del risparmio<sup>44</sup>.

Un primo criterio orientativo in proposito potrebbe consistere nell’agevolare l’adempimento degli obblighi inerenti alle politiche di impegno consentendone una *conformazione flessibile* da parte del gestore. Coerente con questa prospettiva appare soprattutto la scelta di articolare il giudizio di adeguatezza della politica e di sua conformità all’interesse dei clienti finali tenendo conto, sul piano “soggettivo”, della natura del gestore<sup>45</sup> e, sul piano “oggettivo”, della materia dell'*engagement*<sup>46</sup>.

Ma è soprattutto sul versante della disponibilità delle informazioni che si pone in misura più stringente l’esigenza di assecondare una struttura di incentivi degli azionisti istituzionali favorevole all’impegno su tematiche ESG<sup>47</sup>. Una osservazione, questa, che conduce inevitabilmente al tema del *dialogo con gli emittenti*: ove, infatti, si intenda il dialogo alla stregua di una modalità di accesso a informazioni “private” delle società presenti in portafoglio, ne risulterà chiara l’idoneità a compensare almeno in parte i costi del monitoraggio e a mitigare la propensione degli azionisti istituzionali a perseguire strategie alternative di disinvestimento<sup>48</sup>.

<sup>44</sup> Cfr., per questa intuizione, già D. PREITE, *Investitori istituzionali*, cit., 489.

<sup>45</sup> È infatti per lo meno discutibile la correttezza di un approccio normativo indifferenziato che imponga gli stessi obblighi (di trasparenza, documentali, di voto) a investitori caratterizzati da modelli operativi diversi. Una volta accertato che la politica di impegno è una componente del «processo di investimento» e che tale processo si presenta diverso nel caso di un fondo passivo rispetto a un fondo che aderisca a uno stile “attivo” di gestione, la conseguenza dovrebbe essere la possibilità (se non la necessità) che divergano anche le scelte di voto (se votare, come votare, su quali materie votare). Anche la dimensione delle masse gestite dovrebbe assumere rilievo in quanto più elevata è la consistenza delle masse (e il numero di famiglie di fondi gestite), più comprensibile (e giustificato) sarà l’incentivo del gestore a sviluppare economie di scala allestendo dipartimenti *in-house* di *stewardship* (anziché fare affidamento sulle raccomandazioni dei consulenti di voto).

<sup>46</sup> Con riguardo al voto nelle deliberazioni assembleari si potrebbe, ad es., differenziare a seconda che si tratti di un argomento *standard* (come è a dirsi per il voto sulle politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi) o invece *firm-specific* (come è a dirsi per la nomina degli amministratori, l’approvazione del bilancio o le operazioni sul capitale, fusioni, scissioni). Nel primo caso si dovrebbe consentire al gestore di elaborare *criteri omogenei* e replicabili per tutte le società del portafoglio; nel secondo caso si potrebbe lasciar libero il gestore di seguire le raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, di aderire alle proposte degli amministratori o di astenersi del tutto dal partecipare all’assemblea. Del resto, gli studi empirici dimostrano come l’oggetto della deliberazione influenzi il grado di attivismo dell’investitore, nel senso che il tasso di dissenso rispetto alle proposte del consiglio di amministrazione risulta più elevato quando si tratta di votare sulle politiche di remunerazione e cala invece drasticamente quando si tratta, ad es., di nominare le cariche sociali: S. GOMTSIAN, *Shareholder Engagement by Large Institutional Investors*, cit., 37 ss., osservando come il voto contrario sui candidati del *management* sia per lo più il riflesso di un più ampio giudizio sfavorevole sulla *corporate governance* di quell’emittente (e così il voto contrario sulla riconferma dei componenti del comitato remunerazioni sia la naturale conseguenza di una valutazione negativa della politica di remunerazione proposta dalla società).

<sup>47</sup> V. anche C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholders Rights II*, cit., 563 e 565.

<sup>48</sup> Propensione tanto più intensa quanto più liquido è il titolo e minori sono le possibilità per gli azionisti di istituire un contatto diretto con gli amministratori: v. C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *www.ssrn*, 2018, 50 s.

Per inquadrare la materia del dialogo tra azionisti ed emittenti appare utile muovere dalla constatazione secondo cui, nel modello “tradizionale” del diritto societario, la circolazione delle informazioni tra soci e amministratori esibisce le seguenti principali caratteristiche: da un lato, sul piano della *struttura*, il flusso informativo si indirizza dagli amministratori ai soci in previsione delle singole riunioni assembleari; dall’altro, quel flusso è *funzionalmente* orientato a permettere ai soci un voto consapevole, sicché alla situazione giuridica soggettiva del «diritto» in capo al socio, quello a ricevere “passivamente” e “collettivamente” le informazioni prescritte dalla disciplina della fase pre-assembleare<sup>49</sup>, corrisponde un dovere degli amministratori «a contenuto specifico» in quanto, appunto, definito dall’ordinamento che predetermina il contenuto delle informazioni da mettere di volta in volta a disposizione dei soci<sup>50</sup>. Si tratta, inoltre, di un modello chiaramente ispirato ai principî della «democrazia azionaria»<sup>51</sup> poiché ogni socio, *indipendentemente dalla entità della partecipazione posseduta*, ha il diritto di partecipare al dibattito e di formulare individualmente proposte sulle materie all’ordine del giorno (cfr. l’art. 126-bis, comma 1, t.u.f.); un contesto, dunque, nel quale è *l’organo assembleare* a fungere da luogo elettivo dello scambio di informazioni e ad assolvere una funzione di orientamento per gli amministratori<sup>52</sup>.

Il fenomeno della proprietà “istituzionale”, per quanto eterogenea sia questa figura al suo interno, comporta un radicale mutamento di scenario e la transizione verso un nuovo modello concettuale di riferimento, quello del «capitalismo di agenzia»<sup>53</sup>, nell’ambito del quale si altera la fisionomia delle caratteristiche proprie del modello tradizionale. Infatti: (i) sul piano della *struttura* dell’interlocuzione tra investitori ed emittenti, il flusso informativo diventa «comunicazione»<sup>54</sup>, ossia scambio bilaterale (c.d. «two-way engagement»), se non addirittura interpello unilaterale degli amministratori da parte degli investitori (secondo un flusso informativo che segue allora *una direzione opposta a quella dell’informativa pre-assembleare*: c.d. «one-way engagement»); (ii) a livello di *funzione*, l’acquisizione di informazioni da parte degli investitori serve non solo (e non tanto) all’esercizio del voto quanto al *monitoraggio* delle scelte inerenti alle strategie d’impresa, sicché il luogo elettivo di confronto non è più l’organo assemblea-

<sup>49</sup> “Passivamente” in quanto il socio riceve l’informazione indipendentemente da qualunque sua richiesta; “collettivamente” in quanto il socio riceve le informazioni prescritte dalla legge senza poter pretendere informazioni ulteriori che non siano oggetto di comunicazione al pubblico: e v. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 35 s.

<sup>50</sup> Si pensi agli schemi allegati al Regolamento Emittenti della Consob che tipizzano il materiale informativo da somministrare agli azionisti in vista delle singole riunioni assembleari.

<sup>51</sup> P. LEYENS, *System der Aktionärsinformation – Auskunft, Sonderprüfung, Sondervertretung, Investor-entdialog und horizontale Kommunikation*, in *ZGR*, 2019, 552 e 559. Rilievi critici sull’«egualitarismo» vigente in materia di diritto di intervento in assemblea si leggono in P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, cit., 187.

<sup>52</sup> B. LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Scritti giuridici*, II, Milano, 2013, 327 ss.; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l’assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 12; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 349 ss. e 352.

<sup>53</sup> Secondo la fortunata locuzione coniata da R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., specie 874 ss. E v., con riguardo alla tematica dell’informazione societaria, ancora P. LEYENS, *System der Aktionärsinformation*, cit., 554 s.

<sup>54</sup> K. LANGENBUCHER, *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR* 185 (2021), 414 ss.

re ma si identifica *nel consiglio di amministrazione*<sup>55</sup>: ciò che rende ipotizzabile un dialogo anche su materie, come quelle legate al clima e alla tutela dell'ambiente, le quali, pur rilevando ai fini della redditività dell'investimento, rimarrebbero altrimenti sottratte a un confronto con i soci in quanto *estraneae alla competenza assembleare*<sup>56</sup>.

Logica conseguenza del mutamento di paradigma appena segnalato è infine anche il diverso atteggiarsi della situazione giuridica soggettiva delle parti del dialogo. Per un verso, l'azionista istituzionale non è più titolare di un diritto ma destinatario di un vero e proprio *obbligo* di attivarsi per ricercare le informazioni rilevanti ai fini delle proprie decisioni di monitoraggio<sup>57</sup>. Per altro verso, la posizione funzionale degli amministratori assume i contorni di un dovere a *contenuto generale*<sup>58</sup>: quello di dotare l'impresa di «assetti organizzativi adeguati» anche sul versante della comunicazione con gli azionisti e di delineare, allora, una politica di gestione del dialogo come strumento di governo societario<sup>59</sup>.

5. (Segue): *verso uno status privilegiato degli azionisti istituzionali nell'accesso alle informazioni "private" degli emittenti?* – Nella cornice appena descritta appare legittimo chiedersi se agli investitori istituzionali vada riconosciuta una *specificità* all'interno della platea dei potenziali referenti del dialogo<sup>60</sup>; e, andando ancora oltre, se possa attribuirsi loro un vero e proprio *status* privilegiato nell'accesso alle informazioni "private" degli emittenti, almeno con riguardo ai temi ESG.

In senso contrario potrebbe obiettarsi che, una volta intesa la comunicazione con gli azionisti come momento organizzativo dell'impresa, non vi è ragione né di porre vincoli alla discrezionalità degli amministratori ulteriori rispetto a quelli propri di ogni al-

---

<sup>55</sup> Il mutamento di paradigma segnalato nel testo non implica però uno svuotamento dell'assemblea quanto piuttosto un ripensamento del suo ruolo. L'assemblea diviene il luogo in cui le aspettative manifestate dietro le quinte dai principali azionisti istituzionali si candidano a diventare "pubbliche" e a facilitare la formazione di una base sociale omogenea in termini di preferenze e di interessi, atteso che gli azionisti insoddisfatti della linea prescelta dal *management* venderanno le azioni, che saranno acquistate da altri investitori maggiormente vicini a quella linea: cfr. M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Bologna, 2020, 1237 s.

<sup>56</sup> Ci si potrebbe porre, in realtà, l'interrogativo se i soci siano legittimati ai sensi dell'art. 2367 c.c. a richiedere la convocazione di una apposita assemblea per discutere temi ambientali o sociali, secondo il modello statunitense delle *shareholder proposals* (lo nega, per l'ordinamento tedesco, K. LANGENBUCHER, *Kommunikation*, cit., 422). In ogni caso, anche ammettendo una simile possibilità, vi sarebbe da tener conto della controindicazione rappresentata da un ampliamento potenziale della conflittualità endosocietaria (almeno seguendo l'orientamento di pensiero che ritiene impugnabili per diritto italiano anche le deliberazioni meramente consultive: per qualche spunto al riguardo v. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *RDS*, 2/2014, I, 158).

<sup>57</sup> Il contenuto di doverosità della posizione degli investitori istituzionali dinanzi al dialogo con gli emittenti è ben evidenziata, del resto, dalle scelte lessicali compiute in proposito dai diversi legislatori («impegno», «engagement», «Mitwirkung»).

<sup>58</sup> Sulla distinzione tra obblighi «specifici» e obblighi o doveri «generali» degli amministratori v. F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 163 ss. e 179 ss.

<sup>59</sup> K. LANGENBUCHER, *op. cit.*, 416. Sul nesso tra dialogo con gli azionisti e principi di corretta amministrazione della s.p.a. v. G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 706 ss.

<sup>60</sup> E v. G. SANDRELLI, *op. cit.*, 731 ss.

tra «decisione imprenditoriale»<sup>61</sup> né di imporre all'emittente di circoscrivere l'area dei partecipanti al dialogo ai soli azionisti istituzionali<sup>62</sup>.

E tuttavia, se non può ascrivere a questa tipologia di investitori alcun «monopolio» nel confronto con l'emittente<sup>63</sup>, si deve al tempo stesso osservare come la discrezionalità degli amministratori al riguardo non sia esente da limiti<sup>64</sup>. Diversi argomenti con-

<sup>61</sup> Se si condivide la scelta ricostruttiva di riportare l'area del dialogo con gli azionisti all'ambito del principio di adeguatezza degli assetti organizzativi – come si è inteso fare in queste pagine –, le conseguenti decisioni degli amministratori saranno coperte dalla *business judgment rule* (al pari di qualsiasi altra determinazione relativa all'adeguatezza degli assetti: v., per tutti, L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.).

<sup>62</sup> Alcune indicazioni in questo senso si ritraggono dal codice italiano di *corporate governance*: v. sia il principio IV dell'art. 1 («L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società»), sia la raccomandazione n. 3 («L'organo di amministrazione, su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*, adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi») (enfasi aggiunta). Sul punto v. M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 442.

<sup>63</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 278.

<sup>64</sup> Per il rilievo secondo cui la discrezionalità degli amministratori nella gestione del dialogo non può considerarsi illimitata v. C. MOSCA, *Comunicazioni selettive*, cit., 59, nt. 98; G. SANDRELLI, *op. cit.*, 719 ss. Ad es., si può escludere la ricevibilità di richieste di confronto indirizzate dagli azionisti a singoli amministratori, anche se di minoranza [non avendo la "provenienza" del singolo amministratore da una determinata lista alcuna incidenza sui poteri e i doveri inerenti alla carica né sulla permanenza del vincolo fiduciario nei confronti dell'intera compagine sociale: v. S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., 53; G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corr. giur.*, 2007, 303 («posizione in nulla diversa da quella di tutti gli altri componenti del consiglio»)], a meno che tali richieste siano filtrate dalla procedura (P. MARCHETTI, *op. cit.*, 278). La configurabilità di un incontro degli investitori istituzionali con un solo amministratore sarà, infatti, ipotizzabile qualora la richiesta di incontro sia indirizzata a una figura esplicitamente identificata dalla politica di *engagement* come competente a intrattenere il dialogo (normalmente: il presidente del consiglio di amministrazione, l'amministratore delegato, il presidente di un comitato endoconsiliare o il *lead independent director*): v. anche G. STRAMPELLI, *Engagement*, cit., 430.

Al tempo stesso, se appare legittima la decisione degli amministratori di articolare diversamente il dialogo in ragione delle *caratteristiche degli investitori* (quali, ad es., la strategia attiva o passiva di investimento, l'utilità o meno di un confronto ai fini della creazione di valore nel medio e lungo termine, etc.), sarebbe per contro difficile reputare conforme all'interesse sociale il *sistematico rifiuto* degli amministratori di incontrare (e dialogare con) *particolari* tipologie di investitori (e segnatamente, con fondi attivisti e *short seller*): ciò se non altro in quanto l'evidenza empirica dimostra come le campagne di questi investitori, per quanto aggressive, possano contribuire a svelare lacune nel governo societario dell'emittente, disciplinando così il comportamento opportunistico degli amministratori e migliorando l'efficienza informativa del mercato. L'emittente potrebbe essere incline, infatti, a ritardare (se non a evitare del tutto) la comunicazione al mercato di informazioni negative, le quali dunque, in assenza del confronto con l'attivista, non concorrerebbero affatto (o solo con ritardo) alla formazione del prezzo degli strumenti finanziari: v. P.O. MÜLBERT, *Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche?*, in *ZHR* 182 (2018), 109 s.

Un limite alla discrezionalità degli amministratori nella gestione del dialogo con gli azionisti istituzionali potrebbe discendere, infine, anche *dalla natura della materia* da trattare. In vero, qualora la richiesta di dialogo riguardi, ad es., operazioni nelle quali è presente un rischio di estrazione di benefici privati ad opera di parti correlate o soggetti collegati, sembra ragionevole ritenere che la valutazione in ordine all'accoglimento della richiesta di confronto vada rimessa all'intero consiglio di amministrazione, se non alla sola componente degli amministratori indipendenti (a coloro, cioè, cui l'ordinamento riserva un ruolo centrale nella valutazione sulla correttezza e la conformità all'interesse sociale dei termini economici di una operazione con parte correlata o di una offerta pubblica di acquisto promossa da un *insider*: v., per un verso, l'art. 8 del Regolamento Consob n. 17221/2010 e, per altro, verso, l'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti). Sull'opportunità che la procedura di *engagement* distingua le occasioni "normali" di dialogo da quelle che



vincono, in particolar modo, della plausibilità di una tesi che intenda riconoscere un *privilegio informativo* agli azionisti istituzionali, almeno ove essi rientrino in una delle classi considerate dall'art. 124-*quater*, comma 1, t.u.f., e quindi dell'esigenza che eventuali preclusioni opposte dagli amministratori al dialogo con tali investitori siano *analiticamente motivate* con l'indicazione delle ragioni a sostegno del rifiuto.

In primo luogo, è la stessa SHRD II a definire l'«impegno efficace e sostenibile degli azionisti» – e cioè, essenzialmente, degli “investitori istituzionali” e dei “gestori di attivi”<sup>65</sup> – come «uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate» (considerando n. 14). Nella medesima linea si colloca, inoltre, l'istituto della “identificazione” degli azionisti, il quale assurge a strumento di comunicazione «essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi» (cfr. i considerando n. 4 e 7)<sup>66</sup>.

Un ostacolo alla possibilità di riconoscere una posizione di privilegio informativo agli investitori istituzionali non può rinvenirsi nel principio della parità di trattamento tra azionisti. Se è innegabile la centralità di tale principio nel diritto europeo delle società quotate<sup>67</sup>, come pure la sua applicabilità al diritto di informazione degli azionisti<sup>68</sup>, è altrettanto certo che esso vada inteso come eguaglianza «relativa» e non assoluta ed ammetta, allora, una diversità di trattamento ogni qualvolta gli azionisti non si trovino nelle «medesime condizioni»<sup>69</sup>: come è a dirsi, appunto, per gli investitori istituzionali in rapporto ai soci «minimi» o *retail*<sup>70</sup>.

---

maturano in situazioni straordinarie (crisi d'impresa, o.p.a., campagne attiviste) v. anche M. SCHIESSL, *Der Aufsichtsratsdialog mit institutionellen und aktivistischen Investoren*, in *Festschrift für G.Krieger*, München, 2020, 821 ss.

<sup>65</sup> Come risulta dal considerando n. 15 della direttiva che nel mancato impegno di *questa particolare categoria di azionisti* ravvisa una delle principali cause della (supposta) tendenza delle società quotate a perseguire obiettivi di breve termine.

<sup>66</sup> E v., discorrendo dell'obiettivo della direttiva di realizzare una “*Dialoggemeinschaft*”, T. KUNTZ, *Digitale Kommunikation mit Aktionären und Investoren – Chancen und Herausforderungen durch Blockchain, Soziale Medien und “Big Data”*, in *ZHR* 183 (2019), 243. Nella direzione di un rafforzamento dell'impegno degli investitori istituzionali nel governo dell'emittente si muove già, a ben vedere, la *record date*: v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 323 s.

<sup>67</sup> Cfr. l'art. 17, par. 1, della direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004 (c.d. “direttiva Trasparenza”), secondo cui «l'emittente di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di azioni che si trovano in condizioni identiche»; l'art. 4, par. 1, della SHRD I, secondo cui «la società assicura la parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano nella stessa posizione per quanto concerne la partecipazione e l'esercizio dei diritti di voto in assemblea»; e l'art. 85 della direttiva 2017/1132 del 14 giugno 2017 (recante il testo codificato delle direttive societarie), a mente del quale, ai fini dell'applicazione delle norme in materia di tutela del capitale sociale, «le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche».

<sup>68</sup> J. KOCH, *Das Gebot informationeller Gleichbehandlung*, in *Festschrift für K.J. Hopt*, Berlin-Boston, 2020, 525 ss.

<sup>69</sup> E v. la precedente nt. 67.

<sup>70</sup> G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2018, 117 ss.; C. MOSCA, *op. cit.*, 21 ss.; S. KALSS, *op. cit.*, 227 ss.; P. LEYENS, *op. cit.*, 576 s. Ci si potrebbe chiedere se la parità di trattamento con i soci esclusi dalla singola occasione di dialogo (e quindi anche con i soci *retail*) vada ripristinata *in via successiva* anche al di fuori dell'ipotesi, considerata dall'art. 17, par. 8, MAR, nella quale vi sia stata una trasmissione di informazioni privilegiate nel corso del dialogo: per un'esigenza di bilanciamento di questo tenore v., ad es., K. LANGENBUCHER, *op. cit.*, 428 s.; e G. SANDRELLI, *op. cit.*, 744 ss. In senso con-

Il discorso potrebbe sembrare più complesso quando si passi a considerare i limiti che un eventuale privilegio informativo degli investitori istituzionali incontra nel diritto europeo del mercato finanziario, atteso che tale disciplina si regge su una rigorosa osservanza della «parità di accesso» degli operatori alle informazioni rilevanti e sul divieto di comunicazione selettiva di tali informazioni da parte degli *insiders*<sup>71</sup>.

Neppure questo ordine di limiti, però, può essere sopravvalutato. In primo luogo perché la parità informativa prescritta da MAR non trova spazio qualora il confronto tra azionisti istituzionali ed emittente abbia luogo nella forma dell'engagement «one-way» (e cioè in modalità di «solo ascolto» da parte degli amministratori) o, pur atteggiandosi come «dialogo», e quindi come scambio reciproco di opinioni, esso rimanga confinato al piano di «discussioni generali riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato» (considerando n. 19 MAR), senza avere ad oggetto informazioni «privilegiate»<sup>72</sup>.

Ma anche ove il dialogo vertesse su informazioni *price sensitive* – e assumendo per ipotesi che le scelte dell'emittente concernenti i rischi e i fattori ESG siano suscettibili, se rese pubbliche, di influenzare in modo significativo il prezzo dei titoli dell'emittente<sup>73</sup> – la comunicazione selettiva risulterebbe legittima in presenza di *un interesse sociale che giustifichi il vantaggio informativo*<sup>74</sup>. Questa conclusione – che sembra registrare già un ampio consenso quando il destinatario della comunicazione selettiva sia l'azionista di controllo e l'informazione riguardi una futura operazione di competenza assembleare<sup>75</sup>, o quando si tratti della capogruppo e il flusso informativo sia stretta-

---

trario a una soluzione affermativa depone, tuttavia, la circostanza che una eventuale «pubblicità» delle informazioni (non privilegiate) scambiate nel corso del confronto rischierebbe di attenuare la propensione all'*engagement* sia degli investitori istituzionali (i quali saranno tanto più incentivati a sostenere i costi del monitoraggio in quanto fruiscono di un vantaggio informativo rispetto al resto del mercato), sia degli stessi amministratori (i quali, dinanzi allo scenario di dover rendere pubblicamente note le informazioni condivise nel corso dell'incontro, saranno presumibilmente indotti a ridurre al minimo sia la quantità di informazioni scambiate, sia, e prima ancora, le stesse occasioni di dialogo). Del resto, è ragionevole ritenere che i piccoli azionisti traggano beneficio dal monitoraggio condotto dagli investitori istituzionali: vuoi direttamente e in quanto soci dell'emittente (allora sotto forma di un incremento di valore delle azioni), vuoi indirettamente e in quanto partecipanti ai fondi gestiti dall'investitore istituzionale (allora sotto forma di un incremento di valore delle quote del fondo). Sulla possibilità che i piccoli azionisti profittino del confronto tra amministratori e investitori istituzionali v. M. SCHIESSL, *Der Aufsichtsratsdialog*, cit., 816.

<sup>71</sup> Cfr. il considerando n. 24 e l'art. 10 del Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014 (MAR).

<sup>72</sup> H. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in ZGR, 2009, 513; G. STRAMPELLI, *Private Meetings Between Firm Managers and Outside Investors: The European Paradigm*, in *www.ssrn.com*, 2021, 13.

<sup>73</sup> V. già F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585 ss.; di recente P.O. MÜLBERT-A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, in *ECGI Law Working Paper*, Ottobre 2020, 13 ss.

<sup>74</sup> L'art. 10, par. 1, MAR, infatti, non vieta la comunicazione selettiva in quanto tale ma solo quella che avvenga al di fuori del «normale esercizio» di una occupazione, di una professione o di una funzione. È stato correttamente osservato che la dimostrazione dell'esistenza di un interesse sociale alla comunicazione – purché il destinatario dell'informazione sia tenuto a un obbligo di riservatezza (cfr. l'art. 17, par. 8, MAR) – consentirebbe di superare il test della «normalità»: cfr. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 79 s.

<sup>75</sup> L'informazione rivolta preventivamente e selettivamente al socio di controllo appare non solo legittima ma doverosa quando si riferisca a operazioni sul capitale o ad altre materie di competenza assembleare le quali, per essere approvate, richiedono il voto favorevole del socio di controllo; e ciò al fine di evitare un voto negativo che avrebbe effetti sfavorevoli sul corso dei titoli e sulla stessa immagine della società cfr., sul punto, il Q&A Consob del 18 marzo 2021 sulla *informazione selettiva nei confronti dei soci, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali* (segnatamente, i §§ Q1.1 e Q1.4); in dottrina v. A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate go-*

mente funzionale all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento<sup>76</sup> – risulta tanto più fondata nel caso in cui interlocutori dell'emittente siano azionisti istituzionali rientranti in una delle tipologie considerate dall'art. 124-*quater*, comma 1, lett. *a*) e *b*), t.u.f. e quindi destinatari del dovere di indicare nella politica di impegno le modalità con cui essi «dialogano con le società partecipate» (art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f.): un dovere che non avrebbe molto senso affermare se alla sua statuizione non corrispondesse *un interesse dello stesso emittente all'avvio del dialogo*<sup>77</sup>.

Se poi ci si volesse conclusivamente interrogare sul più esatto contenuto di tale interesse, si potrebbe rintracciare una risposta nel contributo che gli investitori istituzionali sono in grado di dare alla valorizzazione del ruolo dell'«informazione societaria» quale elemento centrale del processo decisionale degli amministratori nonché della formazione del prezzo di mercato delle azioni<sup>78</sup>.

Da un lato, infatti, gli investitori istituzionali si candidano a fungere da cinghia di trasmissione alla società delle aspettative dei propri beneficiari finali in ordine alle strategie non finanziarie e ai rischi ESG. Essi offrono così un apporto conoscitivo analogo a quello di un «esperto» al quale gli amministratori fanno ricorso nell'adempimento del dovere di agire in modo informato (art. 2381, ult. cpv., c.c.) e al fine di assumere determinazioni coerenti con la promozione del «successo sostenibile» della società<sup>79</sup>.

*vernance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2018, 93; S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Bologna, II, 2020, 1519 ss.

<sup>76</sup> Cfr. ancora il *Q&A Consob sulla informazione selettiva nei confronti dei soci*, cit. (in particolare il § Q1.2); in dottrina, M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss., specie 916 ss.; P. MONTALENTI, *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *RDS*, 1/2018, 21 s.

<sup>77</sup> E v. infatti, G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloquio riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa*, 2018, I, 410 e 412; M. BRELLOCHS, *op. cit.*, 340; G. SANDRELLI, *op. cit.*, 721 (investitore istituzionale come «interlocutore «privilegiato»» dell'emittente).

<sup>78</sup> Su entrambe queste caratteristiche dell'informazione, e sottolineando come essa non abbia un valore in sé ma solo in rapporto «a obiettivi che le sono in certo modo esterni», C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione, in Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI, Milano, 2020, 314, 317 e 319. Cfr. anche W. SCHÖN, *Informationspflichten der Unternehmensleitung zwischen Aktionärsinteresse, Kapitalmarktinformation und sozialer Verantwortung*, in *Festschrift für K.Schmidt*, I, München, 2019, 394 s. il quale, dopo aver precisato che ogni divulgazione coattiva di informazioni comporta dei costi – sia diretti (legati alla acquisizione, elaborazione e trasmissione delle informazioni), sia indiretti (in ragione di eventuali svantaggi concorrenziali, di danni reputazionali o di sanzioni amministrative) – osserva come le condizioni alla cui ricorrenza dovrebbero essere subordinati obblighi legali di comunicazione siano l'esistenza di una legittima esigenza informativa da parte di terzi e l'insussistenza di processi spontanei di mercato che consentano di soddisfare quella esigenza.

<sup>79</sup> Secondo la locuzione impiegata dal codice di *corporate governance*: cfr. la raccomandazione n. 12, lett. *d*), dell'art. 3. Un parallelismo tra la figura dell'esperto e quella dell'azionista di riferimento che gli amministratori sono abilitati a interpellare per acquisirne la valutazione si legge in S. KALLS, *Aktionärsinformation*, in *ZGR*, 2020, 232 s. In effetti, una volta che si passi dalla logica della «comunicazione» a quella del «dialogo» funzionale alla migliore elaborazione delle strategie d'impresa, potrebbero aprirsi spazi per un confronto con il socio di controllo anche al di là (e al di fuori) delle materie di competenza assembleare. L'azionista di riferimento, in quanto titolare di un investimento rilevante e quindi particolarmente esposto al rischio di una sua svalutazione, appare in grado di fornire un punto di vista *tecnico* in ordine alle scelte strategiche e finanziarie di lungo termine (si pensi al *business plan*), anche a prescindere da vicende puntuali come la programmazione di operazioni di competenza assembleare che richiedano il supporto degli azioni-

Dall'altro, gli azionisti istituzionali, in quanto soggetti tipicamente capaci di tradurre i segnali ricevuti nel corso del dialogo in altrettante decisioni di investimento o disinvestimento<sup>80</sup>, contribuiscono a una compiuta comprensione delle strategie d'impresa<sup>81</sup> e a un incremento *della funzione allocativa del mercato*<sup>82</sup>: una considerazione, questa, che induce in definitiva a reputare "efficiente" anche la scelta di riconoscere loro una posizione di vantaggio informativo rispetto agli investitori "ordinari"<sup>83</sup>.

---

sti più significativi. Cfr. sul punto C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 58, 71 ss. e 81, la quale, dopo aver osservato come il sostegno dell'azionista di riferimento possa essere opportuno rispetto a «operazioni di competenza del board», per evitare successivamente dissensi dannosi per la quotazione del titolo e la reputazione dell'emittente, precisa altresì come dalla disciplina dell'*insider dealing* (art. 114, comma 7, t.u.f. e art. 152-*sexies*, comma 1, lett. c, del Regolamento Emittenti) sia ricavabile il convincimento del legislatore in ordine al carattere fisiologico di occasioni di contatto tra soci rilevanti e amministratori.

<sup>80</sup> Cfr. M. BECHT-J. FRANKS-H.F. WAGNER, *The Benefits of Access: Evidence from Private Meetings with Portfolio Firms*, in *ECGI Finance Working Paper*, April 2021, 1 ss.

<sup>81</sup> Gli amministratori avranno interesse a coltivare una relazione fiduciaria con gli azionisti stabili anche in vista di una campagna attivista di fondi speculativi. In una simile eventualità, infatti, il *management* potrà sperare di avere al proprio fianco quegli azionisti solo qualora sia stato in grado di spiegare loro adeguatamente la propria strategia. Sull'interesse degli stessi amministratori a coltivare il dialogo v. anche C. PRESCIANI, *La trasparenza*, cit., 196.

<sup>82</sup> E v. il considerando n. 19 MAR che testualmente definisce le «discussioni generali» tra azionisti e dirigenza dell'emittente «essenziali per un funzionamento efficace dei mercati». Tali discussioni possono contribuire ad aumentare il grado di efficienza del mercato soprattutto nell'ipotesi in cui, nel corso dell'incontro, vengano trasmesse informazioni di per sé non qualificabili come privilegiate ma che, una volta combinate con quelle di cui è già in possesso l'investitore (o l'analista finanziario), determinino l'emersione di un quadro informativo rilevante e capace di orientare le scelte di investimento del mercato (c.d. "mosaic theory"): cfr. sul punto M. GARGANTINI, *op. cit.*, 41 s., testo e nt. 15; P. LEYENS, *Systems der Aktionärsinformation – Auskunft, Sonderprüfung, Sondervetretung, Investorendialog und horizontale Kommunikation*, in *ZGR*, 2019, 579.

<sup>83</sup> La tesi della «disparità di trattamento efficiente» è stata, in vero, criticata in riferimento alla comunicazione selettiva a favore degli azionisti di controllo o comunque titolari di partecipazioni rilevanti nel capitale della società (H. FLEISCHER, *op. cit.*, 523 ss.). Tuttavia, gli investitori istituzionali si distinguono dal socio di controllo sia per la ridotta possibilità di estrarre benefici privati (G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 416), sia per la capacità di contribuire alla "correttezza" del prezzo di mercato con le proprie decisioni di investimento e disinvestimento.

# LA SOSTENIBILITÀ NEI CODICI DI AUTODISCIPLINA\*

di *Michele Siri*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La sostenibilità nei codici di autodisciplina europei. – 3. L'individuazione degli *stakeholders* come discriminante dell'approccio alla sostenibilità. – 4. La sostenibilità nel Codice italiano di autodisciplina. – 5. Un'indagine empirica sui profili di sostenibilità nelle relazioni precedenti la revisione del Codice. – 6. Prospettive.

1. *Introduzione.* – La *green finance* ha assunto da almeno un decennio un ruolo di assoluta centralità. L'esigenza di accelerare la transizione verso un sistema economico ecosostenibile – che consideri l'impatto delle attività economiche in termini di effetti ambientali e sociali – mette in evidenza il legame tra la *governance* delle imprese e gli obiettivi di sostenibilità delle loro attività. In prospettiva europea, il governo societario delle società quotate e delle istituzioni finanziarie – considerato in passato come uno dei fattori determinanti della crisi finanziaria globale – rappresenta un elemento determinante per contribuire allo sviluppo di strategie sostenibili volte ad «orientare maggiormente le imprese verso prospettive di lungo termine». L'epidemia ha confermato l'importanza di garantire che i rischi non finanziari siano debitamente presi in considerazione al fine di ridurre i rischi di future pandemie che potrebbero minacciare la salute umana e lo sviluppo economico<sup>1</sup>.

Il legislatore europeo ha essenzialmente affidato la regolamentazione delle pratiche di governo societario delle società non finanziarie ai meccanismi di autodisciplina e di *soft law* sino all'introduzione della Direttiva 2006/46/CE, che impone alle società quotate di includere nelle proprie relazioni annuali una dichiarazione di governo societario contenente un riferimento al Codice nazionale di autodisciplina a cui hanno aderito e, in caso di mancata applicazione totale o parziale delle raccomandazioni ivi contenute, una giustificazione di tale scelta in un'ottica di trasparenza e buon governo<sup>2</sup> secondo il cd. principio del *comply or explain*<sup>3</sup> (v. art. 20 Direttiva 2013/34/UE).

---

\* Si ringrazia la dottoressa Ilaria Ceriana per l'attività di raccolta e classificazione delle relazioni di sostenibilità nonché per gli spunti di discussione forniti.

<sup>1</sup> Commissione europea, *Documento di consultazione: rinnovata strategia di finanza sostenibile*, 8 aprile 2020, 37; Gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (HLEG), *Relazione finale*, 2018, 38.

<sup>2</sup> Direttiva 2006/46/CE del Consiglio, del 14 giugno 2006, che modifica le Direttive 78/660/CEE del Consiglio relative ai conti annuali di taluni tipi di società, 83/349/CEE sui conti consolidati, 86/635/CEE sui conti annuali e consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari e 91/674/CEE sui conti annuali e conti consolidati delle imprese di assicurazione.

<sup>3</sup> Si veda l'art. 1, par. 7, punto 1, lett. b), Direttiva 2006/46/CE, ove si dispone che «nella misura in cui una società, a norma del diritto nazionale, si discosta dal Codice sul governo societario di cui alla lettera a), punti i) o ii), la società rende noto da quali parti del Codice di governo societario si discosta e i motivi di tale scelta. Laddove la società abbia deciso di non applicare alcuna disposizione di un Codice di governo societario di cui alla lettera a), punti i) o ii), ne spiega i relativi motivi».

Per quanto riguarda gli altri interventi sulle pratiche di governo societario, i principali obiettivi del legislatore europeo sono stati fissati in tre *Green Papers* pubblicati nel 2003, 2010 e 2011, che ben sintetizzano le linee evolutive del pensiero della Commissione circa le iniziative normative in materia di governo societario. Le politiche dell'UE in materia di governo societario a seguito di tali *green papers* sono state delineate attraverso il piano d'azione per la *corporate governance* del 2012<sup>4</sup> e si sono concentrate sul rafforzamento di misure specifiche, quali la trasparenza aziendale, la protezione dei diritti degli azionisti, l'efficacia del consiglio di amministrazione e la promozione dell'impegno e della gestione a lungo termine degli azionisti<sup>5</sup>. Il miglioramento della rendicontazione in materia di *governance* societaria costituisce una tappa essenziale dell'*iter* volto a rafforzare il principio di *comply or explain* e a superare l'attuale (e diffusa) tendenza delle imprese a fornire motivazioni inadeguate a giustificare qualsivoglia discostamento dai codici di autodisciplina. Tale obiettivo rientra tra quelli inclusi nel piano d'azione per il governo societario ed è stato affrontato dalla Commissione UE nelle sue raccomandazioni sulla qualità delle relazioni sulla *governance* societaria pubblicate nel 2014<sup>6</sup>.

Il legame esplicito tra governo societario e sviluppo sostenibile non viene menzionato dal legislatore dell'UE fino al 2018, nel contesto di attuazione del piano d'azione sul finanziamento della crescita sostenibile<sup>7</sup>. Il piano d'azione persegue specificamente tre obiettivi: (i) riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili al fine di conseguire una crescita sostenibile e inclusiva; (ii) gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali; (iii) promuovere la trasparenza e il carattere a lungo termine dell'attività finanziaria ed economica. La strategia dell'UE sviluppa specificamente dieci azioni chiave<sup>8</sup>, l'ultima delle quali riguarda la promozione di un governo societario sostenibile e la riduzione di visioni a breve termine nei mercati di capitali.

A tal proposito, la Commissione sostiene che il governo societario «può contribuire in modo significativo a un'economia più sostenibile<sup>9</sup>, consentendo alle imprese di adottare le misure strategiche necessarie per sviluppare nuove tecnologie, rafforzare i modelli di business e migliorare le prestazioni», ma anche «migliorare le loro pratiche

<sup>4</sup> Comunicazione della Commissione europea, *Piano d'azione: diritto societario europeo e governo societario – un quadro giuridico moderno per gli azionisti più coinvolti e le società sostenibili*, 2012, n. 740.

<sup>5</sup> A questo proposito, si vedano la Direttiva 2013/50/UE (“Direttiva sulla trasparenza”) e la Direttiva 2017/828/UE.

<sup>6</sup> Commissione UE, *Raccomandazioni sulla qualità delle relazioni sul governo societario ('comply or explain')*, 2014, n. 208.

<sup>7</sup> Commissione UE, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Piano d'azione: finanziamento della crescita sostenibile*, 2018, n. 97.

<sup>8</sup> Le 10 azioni chiave sono: a) istituire un sistema di classificazione dell'UE per le attività sostenibili; b) la creazione di norme ed etichette per i prodotti finanziari verdi; c) promuovere gli investimenti in progetti sostenibili; d) integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza finanziaria; e) sviluppare parametri di riferimento per la sostenibilità; f) una migliore integrazione della sostenibilità nei rating e nelle ricerche di mercato; g) chiarire i doveri degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali; h) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali; i) rafforzare la divulgazione della sostenibilità e la valutazione contabile; e (l) promuovere il governo societario sostenibile e attenuare il breve termine nei mercati dei capitali.

<sup>9</sup> A. PACCES, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?*, in *ECGI*, 2021, Working Papers Series, n. 611.

di gestione del rischio e la competitività». In effetti, un governo societario eccessivamente incentrato sulla performance a breve termine potrebbe indurre gli amministratori ad assumere rischi non sostenibili nel lungo termine, anche in termini economici. Inoltre, la Commissione si è impegnata a svolgere un approfondimento con le parti interessate per valutare: (i) l'eventuale necessità di richiedere ai consigli di amministrazione di sviluppare e comunicare una strategia di sostenibilità, compresa un'adeguata diligenza lungo l'intera catena di produzione, e obiettivi di sostenibilità misurabili; e (ii) l'eventuale necessità di chiarire le norme in base alle quali gli amministratori dovrebbero agire nell'interesse a lungo termine della società.

Molti autori hanno prestato attenzione all'effettiva attuazione dei codici di *corporate governance*<sup>10</sup>, ma pochi hanno anche considerato il ruolo dei codici nel rafforzamento della responsabilità ambientale e sociale. Anche se molti codici di governo societario includono già raccomandazioni in materia di responsabilità sociale dell'impresa, richiedendo, ad esempio, che il consiglio tenga in considerazione gli interessi degli *stakeholders* (dipendenti, creditori, clienti, fornitori e comunità locali)<sup>11</sup>, gli studi esistenti evidenziano come il significato e le modalità operative di tale indicazione divergano, le raccomandazioni siano piuttosto generiche e vaghe e gli interessi delle parti interessate siano ancora subordinati al principio del primato degli azionisti<sup>12</sup>. In definitiva, alla luce dell'impegno europeo nella direzione di obiettivi sostenibili (così come fissati dall'Accordo di Parigi e dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite), è diffusa la richiesta alle imprese affinché favoriscano un approccio aziendale sostenibile a lungo termine anche attraverso i codici di governo societario per guidare efficacemente la transizione verso la *green finance*.

2. *La sostenibilità nei codici di autodisciplina europei.* – Prendendo spunto da una ricerca condotta in materia di *corporate social responsibility* nei codici di governo societario nell'UE<sup>13</sup>, in un precedente lavoro sono stati analizzati<sup>14</sup> i codici di governo societario nei diversi Stati membri dell'UE<sup>15</sup>, con specifico riferimento alle disposizioni volte a favorire l'integrazione della responsabilità sociale delle imprese e/o delle questioni di sostenibilità<sup>16</sup>. In relazione ai codici adottati nell'Unione europea, è inte-

<sup>10</sup> E. WYMEERSCH, *I codici europei di governo societario e la loro efficacia*, in M. BELCREDI-G. FERRARINI, *Consigli di amministrazione e azionisti delle società quotate europee fatti, contesto e riforme post-crisi*, Cambridge University Press, 2013, 67; I. FERRERO-FERRERO – R. ACKRILL, *Europeanization and the soft law process of EU corporate governance: how has the 2003 action plan impacted on national corporate governance codes?*, in *Journal of Common Market Studies*, 2016, 54, 878.

<sup>11</sup> D.G. SZABÒ-K.E. SORENSEN, *Integrazione della responsabilità sociale delle imprese nei codici di governo societario nell'UE*, in *Riv. dir. soc. eur.*, 2013, 781.

<sup>12</sup> B. SJAFJELL, *When the Solution Becomes the Problem: The Triple Failure of Corporate Governance Codes*, in J.J. DU PLESSIS-C.K. LOW (eds.), *Corporate Governance Codes for the 21st Century: International Perspectives and Critic*, 2016, 23.

<sup>13</sup> D.G. SZABÒ-K.E. SORENSEN, *op. cit.*, 781 ss.

<sup>14</sup> M. SIRI-S. ZHU, *Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Codes*, in D. BUSH-G. FERRARINI-S. GRUNEWALD (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, London, 2021, 195 ss.

<sup>15</sup> Austria, Belgio, Bulgaria, Croazia, Repubblica di Cipro, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna e Svezia.

<sup>16</sup> GEORGESON, *Annual Corporate Governance Review*, 2021.

ressante rilevare che più della metà dei codici vigenti puntualizza gli obiettivi per i quali il Codice è stato concepito e la sua funzione rispetto alle società destinatarie, e che soltanto sei codici (quelli di Austria, Belgio, Croazia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna) indicano espressamente fattori di CSR/sostenibilità nella formulazione dello scopo. Anche se alcuni codici prendono in considerazione questioni di CSR/sostenibilità e/o interessi degli *stakeholders* nelle loro dichiarazioni iniziali, la maggior parte dei codici analizzati non valuta ancora la responsabilità aziendale nei confronti della comunità e dell'ambiente come un aspetto chiave della funzione di *corporate governance*. Al contrario, l'analisi evidenzia che gli interessi degli *stakeholders* – se non menzionati affatto – sono di solito presi in considerazione solo se non ostacolano gli interessi degli investitori.

Se si osserva la matrice comune, rappresentata dal Codice OCSE, si può osservare che, sebbene la versione del 2014 riporti una definizione di “governo societario” quale «complesso di relazioni tra la direzione aziendale, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e gli altri portatori di interessi»<sup>17</sup>, solo con la versione aggiornata nel 2015 si precisa che «lo scopo del governo societario è quello di contribuire a costruire un ambiente di fiducia, trasparenza e responsabilità necessario per promuovere gli investimenti a lungo termine, la stabilità finanziaria e l'integrità delle imprese, sostenendo così una crescita più forte e società più inclusive»<sup>18</sup>. In sintonia con il Codice OCSE, anche il Codice di governo societario del Regno Unito definisce il governo societario come «il sistema da cui le imprese sono dirette e controllate» ma, allo stesso tempo, esso specifica che il successo a lungo termine di qualsiasi impresa dipenda dai suoi rapporti con gli *stakeholders* ed afferma che un buon governo societario dovrebbe garantire un successo sostenibile a lungo termine dell'azienda, generando valore per gli azionisti e fornendo un contributo alla comunità in senso ampio<sup>19</sup>.

Sebbene l'attuale versione del Codice OCSE includa alcuni riferimenti alle istanze relative alla responsabilità sociale d'impresa, come la considerazione delle parti interessate<sup>20</sup>, la comunicazione non finanziaria<sup>21</sup>, l'inclusione di fattori ambientali e sociali nel processo decisionale<sup>22</sup> e nella concezione etica<sup>23</sup> del consiglio di amministrazione, esso non affronta direttamente i profili di sostenibilità, ma fa riferimento ad altre linee guida e convenzioni internazionali. Invece, il Codice del Regno Unito, nel Codice aggiornato nel 2018, identifica chiaramente il “successo sostenibile a lungo termine” dell'azienda quale dovere primario del consiglio di amministrazione senza tuttavia darne una definizione esplicita e senza affrontare specificamente le questioni ambientali e sociali né le istanze delle parti interessate. Pertanto, il suo contributo al rafforzamento della considerazione della sostenibilità nel governo societario sembra piuttosto modesto. In ambito europeo, quindici codici di governo societario (nello specifico quelli di Austria, Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Germania, Italia, Lituania, Lus-

---

<sup>17</sup> Codice OCSE, 2004, 11.

<sup>18</sup> Codice OCSE, 2015, 7.

<sup>19</sup> Codice del Regno Unito, 2018, 1, principio A.

<sup>20</sup> Codice OCSE, 2015, IV.

<sup>21</sup> Codice OCSE, 2015, V. A.

<sup>22</sup> Codice OCSE, 2015, VI. D. 6.

<sup>23</sup> Codice OCSE, 2015, VI C.



semburgo, Malta, Paesi Bassi, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia) affrontano la responsabilità sociale delle imprese e la creazione di valore sostenibile e dedicano un intero capitolo/principio all'indicazione puntuale dei doveri dell'azienda nei confronti dei propri *stakeholders*.

Il Codice OCSE non prevede un comitato per la CSR/sostenibilità, ma suggerisce l'introduzione di un comitato etico al quale segnalare comportamenti non etici/illeciti<sup>24</sup>. Anche il Codice del Regno Unito non affronta espressamente tale profilo, ma accenna la questione etica in relazione alle responsabilità del comitato di controllo<sup>25</sup>. In ambito euro-unitario, solo i codici di governo societario lussemburghese, danese e spagnolo invitano le società ad assegnare funzioni di responsabilità sociale d'impresa ad un comitato preesistente (come il comitato di controllo o per le nomine) o ad un «comitato ad hoc previsto per il governo societario e la responsabilità sociale»<sup>26</sup>. Per quanto riguarda i profili etici, la maggior parte dei codici europei presenta alcuni riferimenti all'etica e raccomanda al consiglio di amministrazione di adottare un Codice di condotta<sup>27</sup>, il cui rispetto da parte di dipendenti e amministratori è inserito fra i compiti dell'organo di vigilanza o di altri strumenti di controllo interno<sup>28</sup>.

Per quanto concerne il sistema di remunerazione, il Codice OCSE include alcune disposizioni relative all'opportunità di correlare le retribuzioni agli interessi a lungo termine, ma nessuna disposizione indica specificamente criteri di natura non finanziaria, sociale o ambientale tra quelli su cui basare la politica remunerativa<sup>29</sup>. Ancora una volta, si distingue il Codice del Regno Unito, che prevede che le politiche e le pratiche in materia di remunerazione siano concepite per favorire il successo sostenibile dell'impresa<sup>30</sup>. Tuttavia, analogamente al Codice OCSE, nessun fattore di natura non finanziaria è preso in considerazione per determinare le politiche remunerative.

Nel quadro europeo, la seconda direttiva sui diritti degli azionisti stabilisce che la remunerazione variabile degli amministratori dovrebbe basarsi sui risultati sia finanziari che non finanziari<sup>31</sup>. Tuttavia, non vi è alcun requisito che ponga in relazione la quota di remunerazione variabile ai risultati di natura non finanziaria raggiunti. L'introduzione di una quota obbligatoria di remunerazione legata ai risultati non finanziari conseguiti è una delle principali questioni affrontate dalla Commissione UE nel proprio

---

<sup>24</sup> Codice OCSE, 2015, VI. 6.

<sup>25</sup> Codice del Regno Unito, disposizione 25.

<sup>26</sup> Codice spagnolo di buona governance delle società quotate, 2015, raccomandazione 53; I X Principi di Corporate Governance della Borsa di Lussemburgo 2017, Raccomandazione 9.3; Danimarca, Raccomandazioni sul governo societario, 2019, 22.

<sup>27</sup> Il Codice bulgaro definisce un "codice di condotta etico" come "un insieme di norme, principi e standard di condotta morali ed etici". Bulgaria, Codice nazionale di governo societario, 2016, 4.

<sup>28</sup> Codice belga di governo societario, 2020, raccomandazione 2.18; Bulgaria, Codice nazionale di auto-disciplina, 2016, 4; I X Principi di Corporate Governance della Borsa di Lussemburgo, 2017, Raccomandazione 2.3; Codice di governo societario per la Slovacchia, 2016, V, C; Codice olandese di governo societario, 2016, 2.5.2.

<sup>29</sup> Codice OCSE, 2015, VI. D. 4.

<sup>30</sup> Codice del Regno Unito, 2018, principio P.

<sup>31</sup> Direttiva 2007/36/CE, modificata dalla Direttiva (UE) 2017/828 per quanto riguarda l'incentivo all'impegno a lungo termine degli azionisti. Cfr. anche la comunicazione della Commissione, orientamenti sulla presentazione standardizzata della relazione sulla remunerazione ai sensi della Direttiva 2007/36/CE, modificata dalla Direttiva (UE) 2017/828.

documento di consultazione sulla strategia rinnovata per la finanza sostenibile<sup>32</sup>. In effetti, alcuni studi hanno evidenziato che sussiste un legame tra la remunerazione variabile del consiglio di amministrazione correlato ai fattori di sostenibilità e i risultati ESG della società<sup>33</sup>. Al riguardo, l'analisi sui codici dell'UE ha rilevato che solo i codici di governo societario di Austria, Belgio, Repubblica ceca, Repubblica di Cipro, Francia<sup>34</sup>, Germania, Italia, Lussemburgo, Slovenia e Spagna fanno riferimento a criteri non finanziari e alla creazione di valore sostenibile nella determinazione della politica remunerativa.

3. *L'individuazione degli stakeholders come discriminante dell'approccio alla sostenibilità.* – L'individuazione degli *stakeholders*<sup>35</sup> rappresenta una lente utile a delineare l'approccio alla sostenibilità nei diversi sistemi giuridici<sup>36</sup>.

Per quanto concerne il Codice OCSE e quello del Regno Unito, è possibile rilevare che, mentre il primo riconosce i dipendenti e gli altri *stakeholders* come protagonisti attivi dell'*iter* diretto a favorire il successo aziendale nel lungo termine<sup>37</sup>, il secondo non si occupa in linea di massima delle istanze degli *stakeholders* né fornisce una definizione di portatore di interesse rilevante. Con specifico riferimento al panorama europeo<sup>38</sup>, soltanto sette codici (quelli di Austria, Repubblica di Cipro, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lettonia e Polonia) non includono alcun riferimento al concetto di *stakeholders*, mentre tutti gli altri ne formulano una definizione che presenta un grado di maggior o di minor dettaglio. La maggior parte delle definizioni elaborate richiama la nozione di *stakeholders* contenuta nel Codice OCSE. Le definizioni contenute nei codici bulgaro e olandese non si connotano solo per un elenco di parti e gruppi d'interesse, ma richiamano anche genericamente il concetto di influenza reciproca, diretta e indiretta tra l'azienda e tali gruppi<sup>39</sup>. Al contrario, l'approccio sloveno al concetto di *stakeholders* rivela una visione incentrata sull'impresa, in quanto esso sembra considerare esclusivamente l'influenza dei gruppi di interesse sul successo dell'azienda e non l'impatto negativo/positivo che le attività aziendali potrebbero produrre su di essi<sup>40</sup>.

Oltre agli obblighi previsti dal diritto societario, alcuni codici raccomandano che le imprese rispettino i principi guida sanciti dalle Nazioni Unite sulle imprese e i diritti

<sup>32</sup> Commissione europea, Consultazione sulla strategia rinnovata per la finanza sostenibile, aprile 2020, n. 40.

<sup>33</sup> P. VELTE, *Sustainable management compensation and ESG performance—the German case*, in *Problems and Perspectives in Management*, 2016, 17.

<sup>34</sup> AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *2020 Report on corporate governance and executive compensation in listed companies*, 2020.

<sup>35</sup> G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Rivista delle società*, 2021, 365 ss.

<sup>36</sup> F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, eternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.

<sup>37</sup> Codice di autodisciplina dell'OCSE, 2015, IV. C, D.

<sup>38</sup> J.K. HOPT-R. VEIL, *Gli "stakeholders" nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 2020, 921 ss.

<sup>39</sup> Codice nazionale bulgaro di governo societario, 2016, 38; L'azienda olandese Codice di governance, 2016, 8.

<sup>40</sup> Codice sloveno di governo societario per le società quotate, 2016, 7.

umani o le linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali<sup>41</sup>. Tuttavia, tale riferimento non viene spesso operato e, anche laddove si ribadisca che gli interessi degli *stakeholders* sono presi in considerazione dalla società, si nota come, in generale, la massimizzazione del profitto a favore degli azionisti è ancora fortemente prioritaria rispetto agli interessi degli *stakeholders*. Se si volge l'attenzione verso quei particolari *stakeholders* che sono i dipendenti d'azienda<sup>42</sup>, si rileva che secondo il Codice OCSE l'applicazione di meccanismi che consentano la partecipazione dei lavoratori dovrebbe essere garantita tramite l'accesso ad informazioni periodiche ed affidabili ed alla formazione di rappresentanti dei lavoratori<sup>43</sup>. Analogamente, il Codice del Regno Unito favorisce il rafforzamento di una partecipazione attiva dei dipendenti. La partecipazione dei lavoratori è menzionata con un grado di maggior o minor dettaglio nei codici di governo societario dei diversi paesi dell'UE<sup>44</sup>. Ad eccezione dei codici provenienti da Croazia, Polonia, Irlanda e Portogallo, tutti gli altri codici di governo societario dei paesi che hanno riconosciuto una sorta di rappresentanza dei lavoratori nel consiglio di amministrazione<sup>45</sup> prevedono diritti/interessi dei dipendenti tra i loro principi/raccomandazioni. Oltre alla rappresentanza nel consiglio di amministrazione, alcuni codici richiedono che l'azienda assicuri adeguati strumenti di formazione<sup>46</sup>, consultazione, comunicazione e rendicontazione<sup>47</sup>, informazioni<sup>48</sup> e remunerazione<sup>49</sup>. Come previsto anche dalla direttiva 2014/95/UE relativa all'informativa non finanziaria, alcuni codici di governo societario<sup>50</sup> richiedono che le società pubblichino annualmente una relazione di sostenibilità comprensiva anche delle informazioni sui dipendenti.

---

<sup>41</sup> Codice di governo societario per la Slovacchia, 2016, 17.

<sup>42</sup> G. CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, in *Persona e Mercato*, 2020, 334 ss.

<sup>43</sup> Codice OCSE, 2015, VI.G.

<sup>44</sup> È il caso di Austria, Croazia, Repubblica ceca, Germania, Danimarca, Finlandia, Francia, Ungheria, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Svezia, Slovenia, Repubblica slovacca, Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo. Cfr. A. CONCHON, *Board-level employee representation rights in Europe. Facts and trends*, 2011, n. 121. Si veda anche <https://www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations/Across-Europe/Board-level-Representation2>.

<sup>45</sup> Va notato che – in relazione alla Polonia, all'Irlanda e al Portogallo – la rappresentanza a livello di consiglio di amministrazione è limitata ad alcune società statali o di proprietà comunale.

<sup>46</sup> Codice di governo societario per la Slovacchia, 2016, 27; Il Codice maltese dei principi di buon governo societaria, principio 6.

<sup>47</sup> Codice tedesco di governo societario, 2019, raccomandazione A.2; L'azienda olandese Codice di governance, 2016, 2.6.1.; Codice di governo societario per la Slovacchia, 2016, 18; il Codice lituano di Auto-disciplina per le Società Quotate sul NASDAQ OMX Vilnius, 2010, 9.2.

<sup>48</sup> Principi di governo societari lettone o e raccomandazioni sulla loro attuazione, 2010, 10.1

<sup>49</sup> In particolare, la politica retributiva annuale dovrebbe confrontare i compensi del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato con l'evoluzione della retribuzione media dei dipendenti, e la politica retributiva dovrebbe specificare come sono stati presi in considerazione i termini e le condizioni degli stipendi dei dipendenti e dei rapporti di lavoro della società. Si veda il Codice finlandese di governo societario, 2020, 68; Codice ellenico di governo societario per le società quotate, 32; Codice di autodisciplina delle società quotate, 2018, 24.3.3.

<sup>50</sup> Raccomandazioni ungheresi di corporate governance, 2018, 1.6.1; Codice sloveno di governo societario per le società quotate, 2016, 29.2; Codice di governo societario per la Slovacchia, 2016, 21.

4. *La sostenibilità nel Codice italiano di autodisciplina.* – Il nuovo Codice italiano di autodisciplina<sup>51</sup> viene approvato dal Comitato per la *Corporate Governance*<sup>52</sup> nel gennaio 2020 con l'obbligo per le società che vi aderiscano di applicarlo a partire dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020, le cui evidenze saranno esposte nelle relazioni per il 2022<sup>53</sup>. L'attuale formulazione del Codice di *Corporate Governance* trae, pertanto, la sua origine non da un mero aggiornamento<sup>54</sup>, bensì da un vero e proprio ripensamento strutturale<sup>55</sup>, rimodulato su una più netta separazione tra i principi inderogabili di buona *governance* e le raccomandazioni fondate su il c.d. *comply or explain*.

Il carattere maggiormente proporzionale e flessibile del nuovo Codice si coglie anche dal numero crescente di raccomandazioni la cui portata precettiva è calibrata in virtù del criterio dimensionale degli emittenti (grandi/piccoli)<sup>56</sup>. La struttura del Codice appare più snella, fluida e volta a consolidare i principi cardine di buona *governance*<sup>57</sup>. Tuttavia, accanto a quelli più tradizionali<sup>58</sup>, emergono alcuni tratti maggiormente innovativi e coerenti con le linee evolutive dettate a livello sovranazionale: si intende, in particolare, alludere al preponderante rilievo riconosciuto nel nuovo Codice ai profili di sostenibilità<sup>59</sup> dal momento che si menziona per la prima volta il successo sostenibile quale «obiettivo (...) che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società»<sup>60</sup>. Il successo sostenibile guida, pertanto, la ridefinizione del piano industriale<sup>61</sup>, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi<sup>62</sup> e delle politiche di remunerazione<sup>63</sup> alla luce di interessi nuovi ed ulteriori rispetto a quelli meramente lucrativi dei soci. In particolare, a riflettere il legame tra il “successo sostenibile” e l’indirizzo strategico elaborato dal

<sup>51</sup> M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di “corporate governance” 2020: le principali novità*, in *Le società*, 2020, n. 4.

<sup>52</sup> ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, 2021, n. 3, 3, ove si legge: «Il Comitato per la Corporate Governance ha evidenziato (...) aree critiche su cui sollecitare una migliore adesione delle società quotate. Esse sono oggetto di particolare attenzione nella presente indagine: a) la gestione dei temi di sostenibilità dell’attività di impresa e la sua integrazione nella definizione delle strategie e della politica di remunerazione, anche sulla base di un’analisi di rilevanza dei fattori che possono incidere sulla generazione di valore nel lungo periodo (...)».

<sup>53</sup> ASSONIME, *La funzione del Codice tra auto-disciplina e regolamentazione: adesione, grado di applicazione, proporzionalità* in *Ciclo seminari sulla corporate governance*, 2022.

<sup>54</sup> M. HOUBEN, *Articolazione dell’organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del codice di “corporate governance”*, in *Riv. dir. banc.*, 713 e ss.

<sup>55</sup> P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell’impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 79 ss.

<sup>56</sup> M. BELCREDI-S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia*, 2021, 8.

<sup>57</sup> L’attuale Codice non prende in considerazione le opportunità e soprattutto le criticità connesse al ricorso a strumenti tecnologici nel governo dell’impresa. Sul punto si vedano N. ABRIANI, *Le categorie della moderna cibernetica societaria tra algoritmi e androritmi: “fine” della società e “fini” degli strumenti tecnologici*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 1 e N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell’informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, n. 5, 1326.

<sup>58</sup> V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 639.

<sup>59</sup> C. MALBERTI, *L’“environmental, social, and corporate governance” nel diritto societario italiano: svolta epocale o colpo di coda?*, in *Giornale di diritto del lavoro e di relazioni industriali*, 2020, 168, 661, 680.

<sup>60</sup> Codice di Corporate Governance 2020, definizioni.

<sup>61</sup> Codice di Corporate Governance 2020, definizioni.

<sup>62</sup> Codice di Corporate Governance 2020, principio XIX, raccomandazione 34, lett. b) e c).

<sup>63</sup> Codice di Corporate Governance 2020, principio XV, raccomandazione 27, lett. c), raccomandazione 29.

*board* dovrà essere proprio il piano industriale inteso quale «documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell'ottica di promuovere il successo sostenibile della società»<sup>64</sup>.

Gli stessi assetti statuari appaiono, pertanto, rimodulati dall'organo di supervisione strategica sulla base della nuova nozione di interesse sociale accolta dal Codice, il quale impone una rinnovata interazione dialettica tra soci e amministratori, ferma restando la loro diversità funzionale dal momento che «i primi lo fanno nell'esercizio di una loro prerogativa e i secondi nell'adempimento di una funzione»<sup>65</sup>. C'è chi non ha mancato di sottolineare che un tale ripensamento del rapporto soci-amministratori nell'ossatura statutaria sia configurabile in termini di «scintilla cinetica» anche in riferimento a «quegli adeguamenti dello statuto sociale che possano risultare utili o comunque coerenti al conseguimento dei nuovi obiettivi di successo sostenibile»<sup>66</sup>. Come mostra un recente Rapporto Assonime, «il “successo sostenibile” rileva naturalmente nella definizione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, finalizzato a contribuire al raggiungimento di tale obiettivo, ed arricchisce notevolmente i compiti del comitato controllo e rischi, chiamato ora a: a) valutare l'idoneità dell'informazione periodica, finanziaria e non finanziaria, a rappresentare correttamente il modello di *business*, le strategie della società, l'impatto della sua attività e le performance conseguite, coordinandosi con l'eventuale comitato sostenibilità; b) esaminare il contenuto dell'informazione periodica a carattere non finanziario rilevante ai fini del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi»<sup>67</sup>.

È, inoltre, opportuno sottolineare come l'art. 5 del Codice, dedicato ai profili remunerativi degli amministratori, affermi che «la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del *top management* sia *funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società (...)*»: tale disposizione rispecchia pienamente l'esigenza di rinnovare il quadro strategico al fine di favorire la definizione di «obiettivi di *performance*, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo» e «finalizzati a promuovere il successo sostenibile»<sup>68</sup>, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari»<sup>69</sup>. A tal proposito, il principio IV invita l'organo di amministrazione a «promuovere, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholders* rilevanti per la società»: soltanto un attivo, efficace, trasparente confronto tra società e portatori di interesse potrà condurre verso quel “successo sostenibile” dell'impresa<sup>70</sup> tanto auspicato sia a livello europeo che a livello internazionale.

<sup>64</sup> Codice 2020, definizioni.

<sup>65</sup> M. STELLA RICHTER, *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 500.

<sup>66</sup> N. ABRIANI, *Successo sostenibile e regole statutarie: il ruolo del board nel Codice di Corporate Governance*, in *Riv. corp. gov.*, 2021, 1.

<sup>67</sup> ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 2021, n. 6, 53.

<sup>68</sup> M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, 416.

<sup>69</sup> Codice 2020, raccomandazione 27, lett. c).

<sup>70</sup> COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 2020.

Il Codice italiano del 2020 «affina, asciuga, semplifica»<sup>71</sup>. La dottrina ha fin da subito riconosciuto ad esso l'indubbio pregio di aver affinato i principi e le misure di flessibilità e di proporzionalità rispetto alle sue precedenti edizioni. Il Codice raccomanda ai consigli di amministrazione di approvare il piano industriale «anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l'eventuale supporto di un *comitato* del quale l'organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni»<sup>72</sup>. La principale criticità sembra quella di una persistente vaghezza di formule e di principi in punto di sostenibilità<sup>73</sup>. Sebbene vi siano posizioni critiche sull'effettivo grado di incisività dell'azione codicistica in punto di rafforzamento dell'*iter* di oggettivazione e misurabilità degli standard sostenibili, tuttavia appare preferibile accogliere un orientamento non rigidamente cristallizzato sulla lettera della disposizione, ma sia maggiormente incline a considerare le nuove disposizioni del Codice di autodisciplina quale stimolo a rafforzare i processi decisionali e gli obiettivi di decarbonizzazione.

5. *Un'indagine empirica sui profili di sostenibilità nelle relazioni precedenti la revisione del Codice.* – La nuova edizione del Codice rappresenta un progresso nel consolidamento di un sistema economico più attento alle istanze di natura socio-ambientale. Sebbene soltanto le relazioni di *corporate governance* che verranno pubblicate nel corso del 2022 saranno in grado di rappresentare l'effettivo grado di adeguamento alle nuove disposizioni in punto di sostenibilità, è opportuno domandarsi quali strumenti e quali modalità operative, già poste in essere dalla prassi societaria italiana prima dell'entrata in vigore del nuovo Codice, possano considerarsi una sorta di “anticipazione operativa” delle previsioni cristallizzate oggi nella nuova edizione elaborata dal Comitato per la *Corporate Governance*.

Con uno sguardo ad alcune più significative esperienze si intende qui delineare una preliminare ricognizione per comprendere se e in che misura le principali società quotate sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana risultino anticipatorie del Codice del 2020 per quanto concerne i profili di sostenibilità. A tal fine, sono state prese in esame le relazioni di governo societario relative all'anno immediatamente antecedente a quello di applicazione del nuovo Codice. Dall'analisi condotta emerge che le società, selezionate per la maggiore capitalizzazione<sup>74</sup>, individuano fra gli obiettivi anche l'esigenza di contribuire al raggiungimento dei *Sustainable Developments Goals* e ribadiscono l'impegno per una stretta collaborazione tra settore pubblico e privato nel perseguimento di un successo sostenibile<sup>75</sup>, rimarcando il ruolo centrale del consiglio

<sup>71</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, cit., 268.

<sup>72</sup> Codice di Corporate Governance 2020, Raccomandazione 1.

<sup>73</sup> M. STELLA RICHTER, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 416.

<sup>74</sup> Il campione in esame prende a riferimento le società italiane quotate sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana e che compongono l'indice FTSE MIB.

<sup>75</sup> Nella Relazione sul Governo Societario 2020 di ENI si legge che «il raggiungimento degli SGDs richiede una collaborazione senza precedenti tra il settore pubblico e privato (...). In questo modo l'azione sinergica e la condivisione del know-how diviene un motore per la crescita delle comunità e dei Paesi nell'ambito della diversificazione economica, dell'educazione e della formazione, dell'accesso all'energia e all'acqua, degli interventi di promozione della salute e dell'igiene».

di amministrazione nella definizione di politiche e strategie di sostenibilità e l'interazione con gli *stakeholders* rilevanti. A titolo esemplificativo, si consideri la relazione di Eni, dove si legge: «l'interesse degli stakeholder diversi dagli azionisti è considerato uno dei riferimenti necessari che gli amministratori devono valutare nel prendere decisioni consapevoli, nella creazione di valore in un orizzonte di medio-lungo periodo. In aggiunta, nel settembre 2019, Eni ha adottato una *mission* che integra i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, che abbracciano ogni ambito dello sviluppo sociale, economico e ambientale, considerati in maniera integrata e organica, al cui raggiungimento Eni intende fornire un contributo attivo. Tali scelte del Consiglio di Amministrazione attuano, anche in senso migliorativo, il Principio I<sup>76</sup> del nuovo Codice, che raccomanda che l'organo di amministrazione guidi la società perseguendone il successo sostenibile»<sup>77</sup>.

In più della metà del campione di riferimento si rileva che è espressamente previsto all'interno della struttura societaria un comitato *ad hoc* istituito al fine di governare le politiche di sostenibilità e di garantire un corretto dialogo con tutti i portatori d'interesse.

Non mancano, tuttavia, approcci caratterizzati da differente strategia nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità. È significativa – e comprensibile – la tendenza diffusa in alcune istituzioni finanziarie ad incorporarne i profili nell'ambito della gestione dei rischi. In tal caso, la società ha dichiarato espressamente nella relazione di volersi discostarsi dal Codice per quanto riguarda il principio per il quale «nelle società appartenenti all'indice FTSE-Mib, il consiglio di amministrazione valuta l'opportunità di costituire un apposito comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli *stakeholder*»<sup>78</sup>. Si consideri, a titolo esemplificativo, il caso di una società bancaria che, nella sua relazione, esclude la costituzione di un comitato *ad hoc* preposto alle questioni di sostenibilità e ne motiva le ragioni affermando che «la supervisione delle questioni di sostenibilità è rimessa in primis al Comitato Controllo Interno e Rischi<sup>79</sup> e in seconda istanza direttamente all'organo amministrativo collegiale nella sua funzione di supervisione strategica»<sup>80</sup>.

La scelta di non costituire un comitato specializzato – che rappresenta la maggior innovazione prevista dal Codice – è diffusa anche nelle società industriali, che ad esempio giustificano la scelta in virtù dell'esistenza, a livello di gruppo societario, di un comitato internazionale volto ad «individuare iniziative per la sostenibilità, inclusi i progetti di riduzione degli impatti ambientali e di miglioramento del dialogo con gli *stakeholders*, in particolare quello con le comunità locali»<sup>81</sup>. È ancora presto per valu-

<sup>76</sup> Il principio I del nuovo Codice afferma che «l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile» e definisce il successo sostenibile – lo si ribadisce – quale obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la Società.

<sup>77</sup> Eni, Relazione sul Governo Societario e gli Assetti Proprietario, 2020, 29.

<sup>78</sup> Codice di *Corporate Governance*, 2018, Commento inserito all'art. 4.

<sup>79</sup> Sulla non convincente tendenza ad accorpore il Comitato Sostenibilità ad altri comitati già esistenti (*in primis* il Comitato Controlli e Rischi) si veda M. BELCREDI-S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla corporate governance in Italia*, 2021, 28.

<sup>80</sup> Ad esempio, Banco BPM, Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2020, 17.

<sup>81</sup> Ad esempio, Buzzi Unicem, Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2020, 21.

tare se la tendenza rimarrà diffusa ovvero se anche nelle società non finanziarie prevarrà il comitato specializzato che è auspicato dal Codice.

Il comitato è peraltro uno strumento necessario ma non sufficiente nell'assetto organizzativo. Infatti, nella metà dei casi considerati, a sostegno dell'azione del comitato per la sostenibilità, è previsto un Codice etico che tende a sintetizzare «gli impegni e le responsabilità etiche nella conduzione degli affari, regolando e uniformando i comportamenti aziendali su standard improntati alla massima trasparenza e correttezza verso tutti gli *stakeholder*»<sup>82</sup>. Almeno una società su due predispone strumenti di politica interna volti a favorire la lotta alla corruzione e l'impegno in materia di diritti umani<sup>83</sup>.

Per quanto concerne le politiche di remunerazione, l'analisi delle relazioni di governo societario del campione delle società a maggiore capitalizzazione consente di individuare una anticipazione della raccomandazione, contenuta nel nuovo Codice, relativa all'integrazione della sostenibilità nella definizione delle strategie, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e della politica di remunerazione. Infatti, nel campione di riferimento si riscontra già diffusamente la tendenza a rimodulare le strategie societarie alla luce di nuovi paradigmi ambientali e sociali con un evidente consolidamento di una c.d. *green governance*. A fronte di tale orientamento, le società individuano comunque aree di necessario miglioramento e di futuro intervento con specifico riferimento alle competenze del consiglio di amministrazione, all'istituzione o al rafforzamento (ove già esistenti) di comitati di sostenibilità ed alla previsione di obiettivi ESG nelle politiche di remunerazione<sup>84</sup>.

In vista delle relazioni di governo societario che saranno pubblicate nel corso del 2022, il Comitato di *Corporate Governance* ha precisato che il “successo sostenibile” dovrà porsi quale motore primo delle scelte strategiche e remunerative e sollecita le società a mettere a fuoco in maniera sintetica ma puntuale, nella redazione delle future relazioni, le principali azioni esperite per favorire il dialogo con gli *stakeholder* rilevanti dandone opportuna pubblicità sui siti societari<sup>85</sup>. A conclusione di tale seppur sommaria analisi, risulta maggiormente comprensibile la direttrice evolutiva del nuovo Codice anche in materia di politiche di sostenibilità, considerato che essa riflette obiettivi e assetti operativi già consolidati nella prassi delle società quotate di maggiori dimensioni.

6. *Prospettive*. – Il nuovo Codice italiano di governo societario rappresenta un passo non trascurabile in termini di rafforzamento della responsabilità sociale d'impresa. Le nuove disposizioni si pongono come stimolo per le imprese italiane a rinnovare ed a consolidare l'impiego dei fattori ESG nel governo dei rischi d'impresa. L'autodisciplina è ora maggiormente calibrata sulla base di criteri dimensionali e di assetti pro-

<sup>82</sup> Ad esempio, Enel, Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2020, 58.

<sup>83</sup> Ad esempio, Unicredit, Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2020 e Enel, Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2020, con specifico riferimento all'adozione del cd. Piano di “tolleranza zero alla corruzione” volto a favorire un sistema di gestione per la prevenzione della corruzione.

<sup>84</sup> Ad esempio, Enel, Relazione sul governo societario e gli assetti Proprietari, 2020, 33.

<sup>85</sup> Il Comitato Italiano Corporate Governance raccomanda alle società di curare nella relazione sul governo societario una adeguata e sintetica informazione sulle modalità adottate per il suo perseguimento e sull'approccio adottato nella promozione del dialogo con gli *stakeholder* rilevanti.



prietari degli emittenti, scelta che non può che essere approvata alla luce del variegato panorama italiano delle società quotate nell'approccio alla sostenibilità.

In ragione della varietà delle società interessate, specialmente per settore economico, assetti proprietari e dimensioni aziendali, è essenziale preservare la flessibilità dei codici di autodisciplina, tanto a livello nazionale quanto a livello sovranazionale, al fine di favorire una più compiuta transizione verso un sistema economico ecosostenibile. L'obiettivo di rafforzare le *best practices* in materia di ESG richiede un punto di equilibrio tra intervento pubblico ed autodisciplina, tanto a livello nazionale quanto nella legislazione europea. In tale prospettiva, certamente l'azione europea può contribuire a definire un quadro armonizzato di *best practices* anche in materia di sostenibilità.

Un ulteriore aspetto rilevante emerge dal panorama nazionale. Nell'ambito di una più compiuta riflessione riguardo il ruolo del Codice di *corporate governance* nel sistema finanziario, la Consob, in occasione della stesura del piano strategico 2022-24, si è fatta interprete di una funzione di vigilanza connessa all'autodisciplina<sup>86</sup>, nonostante la tradizionale esclusione dall'ambito del *enforcement* pubblico<sup>87</sup>, presumibilmente sulla scia di taluni confronti internazionali<sup>88</sup>. Il delicato bilanciamento tra autodisciplina ed intervento pubblico riflette l'esigenza di garantire un efficace sistema di monitoraggio sulla corretta applicazione dei codici e sull'adesione ai principi ivi contenuti. La stessa natura dell'autodisciplina imporrebbe di considerare tale attività come un'ipotesi di *enforcement* privatistico, senza ammettere alcun tipo di controllo esterno rispetto all'ente responsabile per la redazione del Codice. Tuttavia, è bene sottolineare che tale controllo assume talvolta natura ibrida (pubblico-privata) proprio in virtù della diversa composizione dei comitati. A livello europeo manca evidentemente un unico e condiviso modo di concepire l'attività di monitoraggio: in Olanda e in Germania l'intera commissione è nominata dal ministero competente e intenso è, dunque, il controllo pubblicistico *ex ante*. Nel Regno Unito, soltanto il presidente e il vice-presidente dell'ente sono di nomina governativa. In altri ordinamenti, al contrario, i comitati sono istituiti per sola iniziativa privata dei rappresentanti di mercato: si pensi agli ordinamenti francese e italiano. Sussiste comunque una significativa differenza tra il comitato francese e quello italiano: mentre il primo è espressione esclusivamente di associazioni imprenditoriali, il secondo rappresenta anche gli esponenti delle società quotate e del risparmio gestito. Infine, merita segnalare che in Spagna e in Portogallo è l'autorità di vigilanza stessa a formulare le *best practices* di mercato.

L'analisi qui condotta ha altresì evidenziato che anche in materia di sostenibilità le innovazioni del Codice sono il naturale portato dell'esperienza delle società quotate

---

<sup>86</sup> Consob, Piano strategico 2022-24, ove si legge: "La Consob sarà anche fortemente coinvolta nelle attività volte a presidiare il nuovo rischio emergente in materia di comunicazioni non corrette sui profili di sostenibilità, c.d. rischio di *greenwashing* o *socialwashing*: azioni di vigilanza mirata saranno svolte per valutare la corretta *disclosure* degli "investimenti sostenibili" e le metodologie e i criteri utilizzati per l'emissione di giudizi di sostenibilità da parte dei soggetti che producono rating, delle agenzie di rating del credito, dei data provider e dei produttori di benchmark".

<sup>87</sup> L. ENRIQUES, *La governance delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari: teoria, strategie normative e un'applicazione alla Consob*, in *Giur. comm.*, 2013, 1153; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2020, 200.

<sup>88</sup> Nel Regno Unito l'Autorità di vigilanza assume un ruolo peculiare nella formulazione dei codici di autodisciplina. In arg. si rinvia a M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell'autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 2020, 302.

maggiormente rappresentative. Con riferimento, tuttavia, al confronto svolto tra i diversi codici europei di autodisciplina, i risultati dell'indagine confermano un approccio ancora disomogeneo in materia di sostenibilità e di *corporate social responsibility*. In effetti, solo in alcuni mercati, i codici riconoscono espressamente il ruolo chiave svolto dal governo societario nello sviluppo e crescita sostenibile, affrontando la responsabilità sociale dell'impresa nell'ambito della funzione e agli obiettivi dell'autodisciplina. Nella maggior parte delle esperienze considerate, sono piuttosto scarse le disposizioni che trattano espressamente l'attribuzione di funzioni di *corporate social responsibility* ad un comitato specializzato ed il legame tra retribuzione e parametri ambientali e sociali. È auspicabile che le riforme legislative sui doveri di *due diligence* consentano un maggior coinvolgimento degli *stakeholders* e che questi ultimi possano maggiormente influire sui codici di governo societario, favorendo un approccio più omogeneo in termini di integrazione dei profili di sostenibilità nelle pratiche di governo societario, per valorizzare il ruolo dei codici di governo societario nel consolidamento della *green governance*<sup>89</sup>.

---

<sup>89</sup> G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, ECGI, 2021, n. 576.

# *SOFT LAW E FATTORI ESG: DAI CODICI DI CORPORATE GOVERNANCE ALLE CORPORATE GUIDELINES ED ALLE INDEX EXCLUSION POLICIES*

di *Giovanni Strampelli*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Due fattori di cambiamento: la centralità degli obiettivi ESG e la maggiore concentrazione degli assetti azionari. – 3. Le *corporate guidelines* adottate dagli investitori istituzionali. – 4. Le *index exclusion policies*. – 5. Osservazioni conclusive: la standardizzazione delle strategie ESG e i rischi anticoncorrenziali della concentrazione del mercato del risparmio gestito.

1. *Premessa*. – Nei numerosi studi dedicati alla materia, Paolo Montalenti, più volte<sup>1</sup>, ha sottolineato l'importanza dei Codici di autodisciplina evidenziando – come efficacemente sintetizzato in uno degli scritti più recenti<sup>2</sup> – che è ormai largamente condivisa l'opinione secondo la quale “il sistema di *self-regulation* [rappresenta] uno strumento apprezzabile di stimolo per il rafforzamento della corporate governance attraverso la valutazione del mercato”. Tale virtuoso meccanismo, osserva ancora Paolo Montalenti<sup>3</sup>, riposa, anzitutto, sul principio c.d. *comply or explain*<sup>4</sup> in forza del quale al mercato è affidata “una funzione disciplinare di “induzione all’adempimento”, in quanto un’insufficiente attuazione delle raccomandazioni del Codice può esporre l’emittente alla valutazione negativa dei soci e, soprattutto, degli investitori istituzionali.

Per quanto una siffatta positiva valutazione del ruolo dei codici di autodisciplina sia largamente condivisibile, la pubblicazione, nel gennaio 2020, della nuova versione del Codice di corporate governance ha, tuttavia, ravvivato il dibattito sul ruolo delle fonti di *soft law* che ha visto, nel tempo, autorevoli voci critiche sull’effettiva capacità dei codici di incidere sulle scelte delle società aderenti e, in ultima analisi, sul comportamento dei loro amministratori<sup>5</sup>.

A dare nuova linfa alla discussione è stata, in particolare, l’introduzione nel Codice di corporate governance – nella scia dell’ampio dibattito sul *purpose* della società e della ormai irreversibile centralità assunta dai c.d. fattori ESG – della definizione di

---

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 18 ss.

<sup>2</sup> P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 40.

<sup>3</sup> P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice*, 40 s.

<sup>4</sup> Per una disamina in chiave comparatistica della rilevanza di tale principio di veda J. HILL, *Transnational Migration of Laws and Norms in Corporate Governance: Fiduciary Duties and Corporate Codes*, reperibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3885195](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3885195), 2021.

<sup>5</sup> Si veda, in particolare, G. ROSSI, *Le c.d. regole di “corporate governance” sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, 6 ss.

successo sostenibile che è indicato quale “obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”.

Su tale nozione (la cui introduzione rappresenta, secondo molti, la principale novità introdotta in occasione della recente revisione del Codice) si impennano diversi principi e raccomandazioni. Anzitutto, per quanto concerne il ruolo del consiglio di amministrazione, l’art. 1 del Codice prevede che “l’organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile” (Principio n. 1) e raccomanda altresì che l’organo di amministrazione “definisc[a] la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell’ottica del successo sostenibile della società” (Raccomandazione n. 1)<sup>6</sup>. Allo scopo di adeguatamente incentivare l’organo amministrativo ad una siffatta condotta, l’art. 5 del Codice riconosce il perseguimento del successo sostenibile come un cardine del regime delle remunerazioni. In particolare, il richiamato art. 5 prevede in tal senso che “la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell’organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società” (Principio n. 15) e raccomanda che gli obiettivi di performance, ai quali è legata l’erogazione delle componenti variabili siano “coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari” (Raccomandazione n. 27). Infine, in linea con le raccomandazioni già richiamate, l’art. 6 del Codice, nel delineare gli obiettivi del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, prevede che esso “è costituito dall’insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società” (Principio n. 18).

La definizione di “successo sostenibile” e l’insieme dei principi e delle raccomandazioni che su di essa si basano hanno, tuttavia, sollevato diverse perplessità circa la loro reale efficacia: secondo alcuni commentatori, infatti, la nozione in esame è troppo generica e, in quanto tale, non è suscettibile – neppure per effetto delle richiamate indicazioni del Codice che ad essa rinviano – di incidere sulle scelte degli amministratori, fondando, al più, una mera aspirazione<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Coerentemente con quanto osservato nel testo l’art. 3 del Codice, relativo al funzionamento dell’organo di amministrazione e al ruolo del presidente, raccomanda che quest’ultimo, unitamente al segretario, curi, tra l’altro, che “che tutti i componenti degli organi di amministrazione e controllo possano partecipare, successivamente alla nomina e durante il mandato, a iniziative finalizzate a fornire loro un’adeguata conoscenza dei settori di attività in cui opera la società, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione anche nell’ottica del successo sostenibile della società stessa nonché dei principi di corretta gestione dei rischi e del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento”.

<sup>7</sup> Si vedano, tra gli altri, M. STELLA RICHTER JR, *Il “successo sostenibile” del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, reperibile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 5 febbraio 2021, secondo il quale “la realtà è che “successo sostenibile”, sustainability, long-term, et similia non sono di per loro formule idonee a tradursi in regole operative e meccanismi precettivi”; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 440 s. Per una valutazione, in parte, più ottimistica dei potenziali effetti dell’introduzione della nozione di successo sostenibile, pur evidenziando le difficoltà legate alla sua effettiva implementazione, P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 272 s.; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice*, 44 s.

Sembrando che tale valutazione sia, in effetti, fondata, l'analisi delle ragioni di inadeguatezza della statuizione del successo sostenibile non può, tuttavia, arrestarsi al tenore letterale del Codice. L'indicazione del successo sostenibile come obiettivo del consiglio di amministrazione dischiude, infatti, più ampi interrogativi – sinora non adeguatamente considerati – che incidono sugli obiettivi e sul ruolo dei codici di autodisciplina, nel quadro di un contesto significativamente mutato rispetto a quello in essere al tempo della loro originaria introduzione, a partire dal Codice Cadbury nel 1992.

2. *Due fattori di cambiamento: la centralità degli obiettivi ESG e la maggiore concentrazione degli assetti azionari.* – Anzitutto, nella prospettiva appena indicata, è da tenere in considerazione che l'introduzione della definizione di successo sostenibile nel Codice determina un radicale mutamento di orizzonte. Con tale modifica si prende atto, infatti, che, nell'attuale contesto in cui alle società è con sempre maggiore insistenza richiesto di giocare un importante ruolo nella transizione verso un modello economico maggiormente sostenibile, dotarsi di un adeguato sistema di *corporate governance* costituisce soltanto uno degli obiettivi ai quali deve tendere la società, la quale è altresì chiamata ad integrare nelle proprie strategie e decisioni anche fattori sociali e ambientali, sicché dalla promozione delle c.d. buone pratiche di *corporate governance* si è passati al perseguimento degli obiettivi c.d. ESG.

A fronte di tale radicale mutamento, un primo interrogativo concerne, pertanto, l'adeguatezza dei codici di *corporate governance* a perseguire obiettivi afferenti agli ambiti *social and environmental*.

Sul punto è stato, di recente, notato che molti dei Codici adottati nei Paesi europei (sul modello dello *UK Corporate Governance Code*: il primo a segnare, con decisione, una svolta in tal senso nel 2018) indicano il perseguimento del successo sostenibile quale obiettivo della società e raccomandano, a tal fine, il coinvolgimento degli *stakeholders*<sup>8</sup>. Nonostante ciò, pur non potendosi escludere che i Codici possano, eventualmente, integrare le previsioni di legge in relazione ad alcuni profili (ad esempio: chiarendo le competenze in materia di sostenibilità richieste ai componenti dell'organo amministrativo)<sup>9</sup>, dubbi persistono sull'effettiva capacità dei Codici di autodisciplina di favorire, effettivamente, il perseguimento di obiettivi in materia ambientale e sociale.

In primo luogo, come reso evidente dalla loro stessa denominazione, le raccomandazioni di autodisciplina sono concentrate sulla *governance* e possono influire sulle decisioni in materia ambientale e sociale soltanto indirettamente, per lo più attraverso il canale dei compensi degli amministratori, come dimostrano le indicazioni in tal senso contenute in numerosi Codici<sup>10</sup>. In secondo luogo, ancor più incisiva appare l'obiezione che la limitata efficacia dei Codici di *corporate governance* in tale prospettiva è imputabile (anche) all'assenza di adeguati meccanismi di *enforcement*<sup>11</sup>, in mancanza

<sup>8</sup> G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, ECGI Law Working Paper n. 576/2021, 10 s. Si veda altresì G. TSAGAS, *A Proposal for Reform of EU Member States' Corporate Governance Codes in Support of Sustainability*, in *Sustainability*, 2020, 18 ss.

<sup>9</sup> G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance Consultation*, 9.

<sup>10</sup> Cfr., ad esempio, *UK Corporate Governance Code*, 2018, art. 5; *Belgian Code on Corporate Governance*, 2020, *principle 7*.

<sup>11</sup> G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance*, 11 s.

dei quali l'applicazione delle raccomandazioni di autodisciplina può risolversi in un mero *box ticking*, capace di favorire fenomeni di c.d. *greenwashing*.

Sembra, inoltre, doversi prendere atto che gli obiettivi in materia ambientale e sociale non si prestano a formare oggetto delle raccomandazioni di autodisciplina per un duplice ordine di ragioni.

In primo luogo, come emerge anche dal dibattito in materia di informazione e *rating* di sostenibilità, in molti casi non esistono criteri standardizzati di *performance* ai quali ancorare eventuali raccomandazioni<sup>12</sup>; inoltre, gli obiettivi in materia ambientale e sociale (in misura molto più accentuata rispetto a quelli di *governance*) sono difficilmente definibili in via generale, presentando, sotto diversi profili, specificità settoriali. Su un piano più generale ed ancor più rilevante, inoltre, non sembra eludibile il fatto che, di regola, politiche in materia sociale ed ambientale possono essere effettivamente implementate dagli amministratori soltanto qualora tale scelta sia condivisa e promossa dai soci, i quali conservano il potere di eleggere ed, eventualmente, rimuovere i componenti dell'organo amministrativo<sup>13</sup>.

Queste ultime considerazioni, ponendo l'accento sul centrale ruolo dei soci, impongono di prendere in considerazione i riflessi del progressivo mutamento degli assetti proprietari delle società quotate sul ruolo dei codici di autodisciplina. Adattando all'attuale contesto uno spunto avanzato Guido Rossi circa venti anni or sono<sup>14</sup>, è, in particolare, da interrogarsi sul (la centralità del) ruolo dei codici di condotta nei contesti in cui gli investitori sono – in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute e, più in generale, della loro capacità di influenza – in grado di esercitare un monitoraggio sulle società oggetto di investimento ed incidere, entro certi limiti, sulle scelte di queste ultime. Il ruolo dei Codici – i quali definiscono pratiche di “buona” *corporate governance* che “sintetizzano” le preferenze dei soci rimettendone l'applicazione all'auto-determinazione degli emittenti – deve ritenersi, infatti, più significativo qualora i soci, a causa della loro dispersione, non sono in grado di esercitare un effettivo monitoraggio sul *management* e di influenzarne le scelte<sup>15</sup>.

Come è noto, negli ultimi anni, la composizione dell'azionariato delle società quotate ha registrato in molti Paesi un andamento di segno decisamente opposto per effetto di un duplice ordine di fattori. In primo luogo, è in continua crescita il peso degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate, come dimostra plasticamente, nel caso italiano, il fatto che tali investitori detengano ormai la maggioranza dei voti esercitati nell'assemblea di alcune delle maggiori società quotate italiane<sup>16</sup>. Inoltre, il crescente peso degli investitori istituzionali ha dato luogo ad un significativo aumento del grado

---

<sup>12</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice*, cit., 272; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in corso di pubblicazione, in *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI.

<sup>13</sup> Cfr. J.R. MACEY, *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, reperibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3942903](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3942903), 2021, 25 ss.; anche per ulteriori riferimenti, G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 53.

<sup>14</sup> G. ROSSI, *Le c.d. regole di “corporate governance”*, 16.

<sup>15</sup> G. ROSSI, *Le c.d. regole di “corporate governance”*, 11.

<sup>16</sup> Cfr. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Empowering Institutional Investors in Concentrated Ownership Corporate Contexts: The Case of Italy*, in *South Carolina Journal of International Law and Business*, 2020, 8 ss.

di concentrazione della proprietà delle società quotate in forza del progressivo consolidamento registrato nel settore del risparmio gestito<sup>17</sup>, per effetto dell'affermazione di alcuni investitori istituzionali di dimensioni globali e, in particolare, dei gestori dei fondi c.d. passivi che replicano determinati indici azionari di riferimento<sup>18</sup>. Il combinarsi di questi fattori ha fatto sì che i più grandi investitori istituzionali e, in particolare, le c.d. *Big Three* (ossia BlackRock, Vanguard e StateStreet) figurino tra i primi azionisti nella maggioranza delle società quotate nei principali mercati mondiali.

In secondo luogo, i gestori di *index fund* non possono, di regola, ricorrere all'*exit* in caso di disaccordo con il *management* – essendo costretti dalla strategia di investimento impiegata a mantenere in portafoglio le azioni delle società comprese nell'indice di riferimento – e sono perciò maggiormente inclini (sebbene le evidenze empiriche disponibili siano contrastanti sul punto<sup>19</sup>) ad esercitare un monitoraggio sulle società oggetto di investimento mediante l'esercizio del diritto di voto e la conduzione di iniziative di *engagement*. E ciò anche in ragione delle preferenze di una parte sempre più ampia degli investitori finali che hanno crescenti aspettative riguardo all'integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento e *stewardship* messe in atto dagli *asset manager*<sup>20</sup>.

Dato il concorrere di tali fattori, i maggiori investitori istituzionali sono, pertanto, in grado di rappresentare in modo più incisivo le proprie istanze e di influenzare le decisioni del *management*, come dimostra l'accresciuta frequenza con la quale si registrano iniziative di *engagement* (anche mediante il coordinamento di più investitori istituzionali<sup>21</sup> e forme di “cooperazione” tra *asset managers* e fondi attivisti<sup>22</sup>), in risposta a decisioni, sempre più frequentemente anche in materia ESG, non condivise ovvero al fine di promuovere la considerazione di tali fattori da parte delle società oggetto di investimento.

A fronte di ciò, va, tuttavia, considerato che, nonostante il loro crescente impegno nelle attività di *engagement*, i più grandi investitori istituzionali largamente diversificati sono in grado di attuare iniziative “company-specific” soltanto in relazione ad una minima parte delle decine di migliaia di società che detengono in portafoglio, atteso

---

<sup>17</sup> Cfr. G. STEELE, *The New Money Trust: How Large Money Managers Control Our Economy and What We Can Do About It*, disponibile sul sito <https://www.economicliberties.us>, 2020, 9 ss. La concentrazione nel settore del risparmio gestito, pur non essendo ancora accentuata come negli Stati Uniti, è crescente anche in Europa: R. WIGGLESWORTH, H. AGNEW, *Will Europe's asset managers defy the mantra that big is better?*, in *Financial Times*, 13 luglio 2021.

<sup>18</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego L. Rev.*, 2018, 803 ss.

<sup>19</sup> Cfr., ad esempio, D. HEATH, D. MACCIOCCHI, R. MICHAELY, M.C. RINGGENBERG, *Do Index Funds Monitor?*, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3259433>, 2020.

<sup>20</sup> M. BARZUZA, Q. CURTIS, D. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 2019, in *Southern California Law Review*, 2020, 1243 ss.

<sup>21</sup> Ad esempio, l'iniziativa Climate Action 100+, alla quale aderiscono oltre 600 investitori istituzionali, organizza regolarmente iniziative di *engagement* collettivo volte a promuovere la riduzione di emissioni di gas serra da parte delle società più inquinanti.

<sup>22</sup> L'iniziativa più nota è quella condotta recentemente dall'*hedge fund* Engine n. 1 (focalizzato su tematiche ESG) in relazione alla società petrolifera americana Exxon: pur possedendo una percentuale minimale del capitale della società, il fondo attivista è riuscito, guadagnando il supporto di alcuni dei principali investitori istituzionali (tra i quali BlackRock, Vanguard and State Street), a nominare 3 amministratori con la finalità di promuovere la riduzione delle attività inquinanti da parte di Exxon. Cfr. M. PHILLIPS, *Exxon's Board Defeat Signals the Rise of Social-Good Activists*, *The New York Times*, 9 giugno 2021.

anche il limitato numero di risorse impiegate negli *stewardship team* e fermo restando che, in ogni caso, un monitoraggio capillare delle società partecipate – ove mai concretamente realizzabile – comporterebbe costi elevatissimi, non sostenibili neppure dagli investitori di maggiori dimensioni<sup>23</sup>.

Sebbene tale circostanza rappresenti una potenziale limitazione della funzione di monitoraggio che gli investitori istituzionali possono svolgere sulle società oggetto di investimento, va considerato che i maggiori *asset manager* e, in particolare, quelli che hanno una parte consistente delle masse amministrare investite in fondi passivi possono, in considerazione della rilevante entità delle partecipazioni detenute, influenzare la condotta delle società partecipate anche senza attuare interventi diretti ma, semplicemente, rappresentando le proprie preferenze, nell'implicito presupposto che la mancata considerazione di queste ultime può determinare una reazione mediante l'espressione di un voto contrario o l'avvio di iniziative di iniziative di *engagement* ovvero l'appoggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti.

In questa prospettiva assume centrale importanza la prassi, ormai largamente diffusa tra gli investitori istituzionali, di adottare *stewardship* e *proxy voting guidelines* (c.d. *corporate guidelines*) – un generico riferimento alle quali è contenuto nello stesso Codice di autodisciplina<sup>24</sup> – che riflettono le loro aspettative e forniscono alle società partecipate una preventiva indicazione dei criteri in base ai quali gli investitori adotteranno le loro decisioni di voto. Ad esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* adottati da Legal&General – il maggiore *asset manager* del Regno Unito – espressamente affermano che essi delineano “expectations with respect to topics we believe are essential for an efficient governance framework, and for building a sustainable business model”<sup>25</sup>.

Nel caso dei fondi passivi, alle linee guida adottate dai relativi gestori si affiancano quelle adottate dai gestori degli indici azionari che tali fondi assumono come *benchmark*. Gli *index provider*, infatti, in molti casi non si limitano a modificare la composizione dell'indice in base al peso di ciascuna azione (individuato secondo i criteri preventivamente indicati) ma regolano l'inclusione e l'esclusione dei titoli dagli indici anche sulla base di parametri diversi concernenti le performance ESG delle società. I criteri dettati dagli *index provider*, al rispetto dei quali sono condizionati l'ingresso e la permanenza negli indici, possono perciò influenzare in modo significativo la condotta delle società, attesi i benefici che queste possono trarre dall'inclusione in uno o più indici<sup>26</sup>.

Alla luce di quanto sin qui osservato, sembra pertanto potersi concludere che le *guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali e *index provider* costituiscono una rilevante fonte di *soft law* non soltanto in materia di *corporate governance* ma, più in generale, con riferimento ai profili ESG nel loro complesso.

---

<sup>23</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali*, cit., 63 s.

<sup>24</sup> Secondo la raccomandazione n. 3 relativa all'art. 1 del Codice di autodisciplina, infatti, l'organo di amministrazione, nell'adozione di una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, “tiene conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi”.

<sup>25</sup> LEGAL&GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles*, Marzo 2021, reperibile sul sito <https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf>.

<sup>26</sup> B. BENNETT, R.M. STULZ, Z. WANG, *Keeping Up with the Joneses and the Real Effects of S&P 500 Inclusion*, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3844569>, 2021, 14.



3. *Le corporate guidelines adottate dagli investitori istituzionali.* – Come già accennato, le *corporate guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali illustrano le preferenze dei medesimi sui profili di *corporate governance* e, in modo sempre più diffuso, in materia ambientale e sociale. Più precisamente, i principali investitori internazionali adottano, di regola, una serie di principi di *stewardship* globali, applicabili alle imprese partecipate indipendentemente dal Paese di residenza, e *proxy voting guidelines* regionali che declinano i principi di portata generale sulla base delle specificità caratterizzanti i contesti regolatori nazionali<sup>27</sup>. Tali *guidelines* hanno perciò contenuto e finalità diverse rispetto ai codici di *stewardship* adottati in diversi Paesi, tra i quali l'Italia, in quanto questi ultimi, come noto, sono destinati agli investitori istituzionali e definiscono *best practices* che essi possono seguire, sulla base del principio *comply or explain*, nell'assolvimento dei loro doveri di *stewardship*.

Tanto premesso, è da osservare che l'adozione l'esplicitazione nelle *corporate guidelines* delle preferenze dell'investitore in merito ai diversi profili ESG non è espressamente prevista dalle norme di attuazione della direttiva 2017/828/UE sui diritti degli azionisti (c.d. SHRD II). In particolare, l'art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f., relativo alla "politica di impegno", prevede che questa deve descrivere, tra l'altro le modalità con cui gli investitori "esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni". La formulazione della prescrizione è sufficientemente generica da lasciare agli *asset manager* un significativo margine di discrezionalità in merito alla sua applicazione e, in particolare, al grado di dettaglio delle informazioni che devono essere fornite, come risulta confermato dalla prassi che evidenzia significative diversità di contenuto ed analiticità tra le indicazioni in materia di *voting* contenute nelle *policies* di impegno.

Fermo restando tale grado di flessibilità, va, tuttavia, considerato che il dettato normativo, nel fare riferimento ai diritti di voto, si riferisce esclusivamente alle modalità di esercizio dei medesimi, come, ad esempio, il ricorso ai *proxy advisors*, i criteri di scelta delle società nelle quali esercitare il voto (potendo, ad esempio, essere escluse le società aventi la sedi in Paesi nei quali è richiesto, ai fini dell'esercizio del voto, il blocco dei titoli per periodi ritenuti eccessivi) nonché le procedure interne adottate per la definizione dell'orientamento di voto. L'adempimento dell'obbligo di cui all'art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f. non sembra, pertanto, richiedere l'indicazione delle preferenze dell'investitore istituzionale in relazione al sistema di *governance* ed alle politiche in materia sociale ed ambientale in base alle quali eserciterà i diritti di voto.

Simili considerazioni possono, del resto, essere estese, nel contesto statunitense, alla *section 206(4)-6* dell'*Investment Advisers Act* del 1940, in base alla quale gli *investment adviser* di cui alla *section 203* devono adottare ed attuare "written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that you vote client securities in the best interest of clients, which procedures must include how you address material conflicts that may arise between your interests and those of your clients" nonché descrivere ai clienti le "proxy voting policies and procedures". Nonostante il suo tenore letterale, non sembra, infatti, che da tale ultimo precetto possa desumersi il dovere di esplicitare preventivamente le preferenze dell'investitore in relazione alle diverse tematiche

---

<sup>27</sup> Ad esempio, BlackRock adotta gli *Investment Stewardship Global Principles* e alcune *Regional Proxy Voting Guidelines* relative ad alcuni paesi specifici o aree continentali. Tali documenti sono reperibili sul sito <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship#guidelines>.

ESG: analogamente a quanto previsto dalla SHRD II, infatti, la *section 206(4)-6* dell'*Investment Advisers Act* richiede di illustrare le modalità di esercizio dei diritti di voto per conto dei clienti, soprattutto al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse<sup>28</sup>.

Ciò detto, una ricognizione delle *guidelines* adottate da numerosi investitori istituzionali (e, in particolare, da quelli di maggiori dimensioni) evidenzia che esse indicano, in modo dettagliato, le preferenze di tali investitori riguardo agli assetti di governance e, più in generale, alle strategie ESG delle società partecipate<sup>29</sup>. Come è stato osservato<sup>30</sup>, in tal modo le *guidelines* non sono soltanto destinate ad assolvere gli obblighi di trasparenza previsti per legge nei confronti dei clienti ma sono, sempre di più, utilizzate dagli investitori istituzionali anche per “comunicare” con le società partecipate.

Tanto è affermato chiaramente, ad esempio, dagli *Investment Stewardship Global Principles* adottati da BlackRock ove si precisa che le “issue-specific Guidelines published for each region/country in which we vote are intended to summarize BlackRock’s general philosophy and approach to issues that may commonly arise in the proxy voting context in each market where we invest”. Le *guidelines* non indicano, quindi, come BlackRock voterà in ogni occasione riguardo alle materie oggetto delle stesse ma, piuttosto, riflettono la “view about corporate governance issues generally, and provide insight into how [BlackRock] typically approach[es] issues that commonly arise on corporate ballots”<sup>31</sup>.

Il centrale ruolo assunto dalle *corporate guidelines* adottate dagli investitori istituzionali è, certamente, riconducibile alle evoluzioni del mercato del risparmio gestito in precedenza evidenziate.

In primo luogo, ciò è conseguenza della progressiva affermazione dei fondi di investimento passivi e del conseguente esponenziale aumento del numero delle società i cui titoli figurano nel portafoglio dei principali gestori. A fronte di una simile evoluzione, le *guidelines* consentono agli investitori istituzionali di assolvere l’obbligo di esercitare in modo informato i diritti di voto per conto dei propri clienti senza sopportare gli oneri connessi ad un’analisi *company-specific* per ciascuna delle società in portafoglio, che determinerebbe, evidentemente, oneri non sostenibili<sup>32</sup>.

L’adozione di *corporate guidelines* consente di limitare il sostenimento di tali oneri anche in altro modo. Considerato il peso che i principali investitori hanno nell’azionariato di molte società quotate, l’esplicitazione delle loro preferenze mediante le *guidelines* consente di esercitare un certo grado di influenza sulle società partecipate. Il fatto che tali investitori indichino che, tendenzialmente, voteranno contro determinate proposte e il conseguente rischio che queste non siano approvate – considerata anche

---

<sup>28</sup> Cfr. *Proxy Voting By Investment Advisors, Investment Advisers Act Release No. 2106*, 17 C.F.R. §§ 275 (31 gennaio, 2003). Si veda, inoltre, recentemente, B.S. SHARFMAN, *How the SEC Can Help Mitigate the “Proactive” Agency Costs of Agency Capitalism*, in *American University Business Law Review*, 2019, 6 ss. Sulla previsione dell’art. 124-*quinquies*, t.u.f. si veda G. BALP, *Art. 124-quinquies*, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, diretto da V. CALANDRA BUONAURA, Padova, 2020, 960.

<sup>29</sup> Cfr. J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, reperibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3782814](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782814), 2021, 20.

<sup>30</sup> A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, cit., 5.

<sup>31</sup> BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Principles*, <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship#guidelines>, 2021, 13.

<sup>32</sup> J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, cit., 12 ss.; A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, 16 ss.

l'eventualità che pure altri soci si allineino alle preferenze manifestate nelle *guidelines* dei principali investitori istituzionali – può, infatti, indurre gli amministratori ad adeguare le proposte alle indicazioni contenute nelle *guidelines* ovvero a non sottoporre al voto proposte che, con elevata probabilità, potrebbero essere respinte<sup>33</sup>.

Sebbene l'esigenza di contenere i costi legati al monitoraggio delle società in portafoglio e all'assolvimento dei doveri fiduciari nei confronti dei propri clienti siano determinanti per il ricorso alle *corporate guidelines*<sup>34</sup>, è da osservare come tale tendenza trovi anche ulteriori motivazioni nella prospettiva dei gestori di fondi passivi connotati da un grado elevato di diversificazione del portafoglio.

Data la necessità di riprodurre un indice di riferimento e la conseguente limitata possibilità (ovvero, in alcuni casi, l'impossibilità) di selezionare le società oggetto di investimento in base alle loro caratteristiche in termini di redditività e rischiosità, per i gestori di fondi passivi, al fine di accrescere il rendimento degli investimenti gestiti, è essenziale agire sui rischi sistemici che possono influenzare negativamente il valore di portafoglio<sup>35</sup>. Ciò giustifica l'implementazione di strategie di c.d. *systematic stewardship*<sup>36</sup> volte a favorire l'applicazione di determinate *policies* di prevenzione e riduzione dei rischi sistemici di portafoglio con l'obiettivo aumentare il rendimento atteso del portafoglio nel suo complesso, pur potendo tali *policies* non attagliarsi o, addirittura, incidere negativamente sul rendimento e sul valore di alcune società<sup>37</sup>.

L'adozione delle *guidelines* risulta uno strumento particolarmente efficace a tal fine in quanto consente (con il sostenimento di costi limitati) di influenzare la condotta delle società partecipate, limitando iniziative *company-specific* ai casi in cui ricorrono particolari criticità (legate ad una determinata operazione o alle peculiarità della singola società) che non possono essere oggetto di linee guida indirizzate alla generalità delle società in portafoglio<sup>38</sup>.

L'utilizzo in tale prospettiva delle *guidelines* contribuisce altresì a spiegare il progressivo ampliamento dell'oggetto delle medesime, le quali, pur rimanendo prevalentemente focalizzate sui profili di *corporate governance*, attribuiscono crescente rilievo anche alle tematiche ambientali e sociali, considerati fattori di crescente importanza nell'ottica della gestione e del contenimento dei rischi sistemici di portafoglio.

Né fa venir meno l'importanza delle *guidelines* il fatto che l'implementazione di politiche volte al contenimento, in particolare, dei rischi ambientali è influenzata da specificità settoriali e geografiche. Le *guidelines* adottate da numerosi investitori istituzionali, infatti, raccomandano linee di condotta applicabili nei confronti della generalità delle società in portafoglio concernenti strategie di alto livello legate ad obiettivi di portata generale ed alla *disclosure* relativa ai piani avviati in tal senso. Ad esempio, ricorrente è la raccomandazione di adottare determinati principi di rendicontazione di

---

<sup>33</sup> A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, cit., 18, il quale osserva come “corporations may modify their governance guidelines during the year, not due to shareholders proposals, but based on analysis of corporate guidelines”.

<sup>34</sup> A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, 22 ss.

<sup>35</sup> J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholder Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 2014, 35 ss.

<sup>36</sup> Secondo la definizione coniata da J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, *passim*.

<sup>37</sup> J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, 34.

<sup>38</sup> J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, 34.

sostenibilità (in particolare, quelli elaborati dal SASB e dal TCFD), ritenuti particolarmente utili per apprezzare il grado di rischio ambientale e sociale al quale sono esposte le singole società e, dunque, l'intero portafoglio<sup>39</sup>. Inoltre, sempre più frequente è la richiesta degli investitori istituzionali (avanzata anche mediante le proprie linee guida) alle società di comunicare le misure ed i piani che esse intendono adottare al fine di azzerare le emissioni gas serra entro il 2050<sup>40</sup>.

Tanto osservato è, infine, da notare che al crescente ricorso alle *guidelines* quale strumento di *stewardship* contribuisce anche loro carattere “non ostile” che, in forza delle dinamiche in precedenza descritte, le rende uno strumento di *soft moral suasion*<sup>41</sup>. In primo luogo, le *corporate guidelines* consentono di evitare – qualora gli emittenti adottino scelte con esse coerenti e ritenute soddisfacenti – ulteriori iniziative di *engagement*, in particolare, un confronto con il *board* o i vertici del *management* nonché esplicite manifestazioni di dissenso degli investitori mediante l'esercizio del voto contrario in assemblea o altre iniziative, quali la formulazione di critiche mediante l'invio di lettere o la pubblicazione di *statement* critici. In secondo luogo, in linea con il loro carattere “non ostile”, le *voting guidelines* sono generalmente applicate con un certo margine di flessibilità<sup>42</sup>. Ad esempio, le *guidelines* di BlackRock precisano, espressamente, che, sebbene il voto sia normalmente esercitato in coerenza con esse, “analysts may, in the exercise of their professional judgment, conclude that the Guidelines do not cover the specific matter upon which a proxy vote is required or that an exception to the Guidelines would be in the best long-term economic interests of BlackRock's clients”<sup>43</sup>.

Un simile grado di flessibilità può, in linea teorica, ridurre l'influenza esercitabile dagli investitori istituzionali sulle società partecipate mediante l'adozione delle *corporate guidelines*. Tuttavia, per quanto un simile effetto non possa essere escluso, la rilevanza dello stesso sembra dipendere, in buona misura, dalle preferenze degli investitori finali. La crescente attenzione di questi ultimi ai profili ESG<sup>44</sup> potrebbe, pertanto, indurre gli *asset manager* ad applicare in modo maggiormente uniforme le *policies* adottate, riducendo le ipotesi di deviazione dalle stesse. Inoltre, una simile condotta potrebbe essere altresì incentivata dalla crescente pressione dell'opinione pubblica sui princi-

---

<sup>39</sup> J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, cit., 9, “a fund with a systematic perspective could readily vote in favor of a shareholder initiative calling for disclosure of a company's plan to address climate change risks and other elements relating to ‘sustainability.’ Disclosure leads both to better capital market pricing of the risks in question, which is both informative and disciplinary, and deepens the fund's ability to evaluate systematic risk associated with a particular company's activities”.

<sup>40</sup> Cfr., ad esempio, BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Principles*, reperibile sul sito <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship>, 2021, 9; GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT, *Policy, Procedures and Guidelines for Global Proxy Voting*, reperibile sul sito <https://www.gsam.com>, 12; LEGAL&GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate*, cit., 27. Inoltre, molti dei principali investitori perseguono l'obiettivo di spingere società partecipate alla riduzione delle emissioni di gas inquinanti anche mediante iniziative collettive, quale la Net Zero Asset Managers initiative (cfr. A. MARSH, J. SHANKLEMAN, *Vanguard, BlackRock Join Investors Pledging to Hit Net Zero*, in *Bloomberg*, 29 marzo 2021).

<sup>41</sup> A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, cit., 21, “corporate guidelines designed by institutional investors may give managements an elegant way adopt governance changes without embarrassment”.

<sup>42</sup> A. ECKSTEIN, *The Rise of Corporate Guidelines*, cit., 16 ss.

<sup>43</sup> BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Principles*, cit., 11

<sup>44</sup> Cfr. *supra*, nota 20.

pali investitori istituzionali, ai quali è frequentamene imputato di tenere comportamenti non in linea con i principi adottati<sup>45</sup>.

4. *Le index exclusion policies.* – In conseguenza della diffusione di fondi passivi che riproducono determinati indici azionari, un ulteriore strumento suscettibile di influenzare le scelte delle società quotate in relazione ai profili ESG è rappresentato dalle *index exclusion policies* adottate dagli *index providers* ovvero (qualora essi utilizzino indici “autoprodotti”) dagli stessi investitori istituzionali per definire i casi di esclusione dagli indici di riferimento delle società in portafoglio<sup>46</sup>.

Atteso che l’esclusione da un determinato indice può incidere negativamente sulla liquidità e le quotazioni<sup>47</sup> nonché sulla reputazione della società, la minaccia dell’esclusione dall’indice in caso di mancato adeguamento ai requisiti previsti per la permanenza del medesimo, determina una rilevante “spinta” per le società ad adeguarsi a tali requisiti<sup>48</sup>. Ciò è confermato da recenti evidenze empiriche relative al più prestigioso indice azionario statunitense (: lo Standard&Poor 500), le quali mostrano che l’inclusione in esso ha. un notevole effetto sulle *policies* di *corporate governance* delle società che tendono ad adeguarsi agli standard delle altre società comprese nell’indice<sup>49</sup>.

Tanto osservato in linea generale ed esulando dai fini delle presenti note l’analisi disamina di tali profili, è opportuno in questa sede richiamare l’attenzione su due aspetti che paiono assumere particolare rilievo nella prospettiva sin qui indicata.

Anzitutto, va tenuto presente che la crescente diffusione di fondi passivi attribuisce un ruolo sempre più rilevante agli *index provider* e, soprattutto, ai tre operatori principali del settore, MSCI, S&P Dow Jones Indices e FTSE Russell, che detengono una quota di mercato pari all’80%. Mediante la definizione dei criteri di inclusione in un determinato indice gli *index provider* sono in condizione di assumere la posizione di veri e propri *gatekeepers* in grado di orientare le condotte delle società quotate in mo-

<sup>45</sup> Si veda, ad esempio, J. JOLLY, *BlackRock holds \$85bn in coal despite pledge to sell fossil fuel shares*, in *The Guardian*, 13 gennaio 2021.

<sup>46</sup> Sul punto si vedano però le evidenze raccolte da A. RAGHUNANDAN, S. RAJGOPAL, *Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?*, reperibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3826357](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3826357), 2021, 12 ss., i quali osservano che “one concern with ESG indices is that the underlying index inclusion methodology is primarily focused on financial performance, in which case labelling such indices as ‘ESG’- focused amounts to window-dressing. If ESG indices indeed account for compliance violations in index addition decisions, we would expect such additions to reflect a purer focus on underlying ESG practices, rather than on financial considerations because the penalties are almost never financially material for the large firms that comprise our sample”.

<sup>47</sup> Numerose evidenze empiriche segnalano l’effetto di c.d. *comovement* in forza del quale i titoli compresi nell’indice seguono lo stesso andamento, in termini di liquidità e rendimento, indipendentemente dalle variazioni dei loro “fondamentali”. Cfr. S. CLAESSENS, YISHAY YAFEH, *Additions to Market Indices and the Comovement of Stock Returns Around the World*, disponibile sul sito <file:///Users/strampelli/Downloads/wp1147.pdf>, 2011, 1 ss.

<sup>48</sup> Ad esempio, FTSE Russell, uno dei tre principali *index provider*, ha comunicato a 208 società – pari al 13,5% delle 1546 azioni comprese nella linea di indici sostenibili FTSE 4Good – che sarebbero state escluse dall’indice qualora non avessero rispettato, entro 12 mesi, i parametri ESG previsti dalla *exclusion policy*. Cfr. S. JOHNSON, *FTSE Russell threatens to expel 208 ESG offenders from FTSE4Good*, in *Financial Times*, 15 giugno 2021.

<sup>49</sup> B. BENNETT, R.M. STULZ, Z. WANG, *Keeping Up with the Joneses*, 14.

do, per certi versi, ancor più incisivo degli stessi investitori istituzionali<sup>50</sup>.

Una simile influenza è conseguenza del fatto che le decisioni di esclusione di una società dall'indice assunte dagli *index provider* determinano, necessariamente, la vendita del titolo da parte dei gestori di fondi passivi che replicano tale indice. Pertanto, le decisioni di investimento o disinvestimento, seppur formalmente adottate dall'investitore, sono, di fatto, riconducibile alla decisione assunta dall'*index provider*. Tale effetto è ancor più evidente, peraltro, nell'ipotesi, assai ricorrente, di indici creati su misura ed utilizzati da un singolo fondo di investimento<sup>51</sup>. Proprio il consolidarsi di tale "specializzazione" degli indici – la cui diffusione è, sinora, limitata in Europa per effetto delle indicazioni dettate dall'ESMA<sup>52</sup> – ha dato luogo, negli Stati Uniti, ad un acceso dibattito sulla regolazione applicabile agli *index provider* che, secondo alcuni, dovrebbero essere assoggettati alla disciplina degli *investment adviser*, quantomeno in relazione ai fondi creati su misura per un singolo cliente o per un numero ristretto di clienti<sup>53</sup>.

Un secondo aspetto meritevole di attenzione è rappresentato dalla diffusione di *index fund* correlati a indici – elaborati dagli *index provider* o dagli stessi gestori (: si parla in tal caso di *self indexed fund*<sup>54</sup>) – che prevedono criteri di selezione relativi non soltanto alle dimensioni ed alle performance finanziarie degli emittenti ma anche alla soddisfazione da parte dei medesimi di parametri ESG<sup>55</sup>; più precisamente, sono presenti sul mercato sia "versioni ESG" dei più noti indici azionari sia indici specializzati focalizzati su alcune specifiche variabili<sup>56</sup>. Un esempio di questi ultimi è costituito dal Gender Diversity Index ETF di StateStreet che investe nelle società che presentano il più elevato grado di *gender diversity* nel board e nel *senior management*<sup>57</sup>. Inoltre,

---

<sup>50</sup> Cfr. J. PETRY, J. FICHTNER, E. HEEMSKERK, *Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management*, in *Review of International Political Economy*, 2021, 152 ss.; R. WIGGLESWORTH, *The index providers are quietly building up enormous powers*, in *Financial Times*, 20 gennaio 2020.

<sup>51</sup> A.Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, 795 ss., 830 ss.

<sup>52</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Guidelines for competent authorities and UCITS management companies*, ESMA/2014/937EN, 2014, 13, secondo cui "an index should not be considered as being an adequate benchmark of a market if it has been created and calculated on the request of one, or a very limited number of, market participants and according to the specifications of those market participants".

<sup>53</sup> P.G. MAHONEY, A. ROBERTSON, *Advisers by Another Name*, 2021, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3767087>, 2021, 4, i quali osservano che "the growing popularity of index investing is creating a gray area between the classic index fund and actively managed funds".

<sup>54</sup> T. ALLOWAY, D. BURGER, R. EVANS, *Index Providers Rule the World – For Now, at Least*, Bloomberg, 27 novembre 2017, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-27/index-providers-rule-the-world-for-now-at-least>, i quali osservano che "eliminating payments made to third-party index providers may ultimately prove the last step toward reaching the holy grail of zero percent fees".

<sup>55</sup> Nel 2020, il numero di indici basati su criteri ESG è aumentato del 40% rispetto all'anno precedente. Cfr. INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Indexes and How Funds and Advisers Use Them: A Primer*, 2021, 6, richiamando i dati diffusi dalla Index Industry Association.

<sup>56</sup> B.H. AHN, J.E. FISCH, P.N. PATATOUKAS, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Synthetic Governance*, 2021 reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3645312>, 2021, 114 s.

<sup>57</sup> Cfr. SSGA, *Gender Diversity Index (SSGAGDI). Index Methodology*, disponibile sul sito <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/ic/self-indexing-ssga-gender-diversity-index-methodology.pdf>, 2021, 9 ss., "The SSGA Gender Diversity Index is designed to track the performance of U.S. large-capitalization companies that are leaders within their respective industry sectors in advancing women through gender di-

numerosi indici prevedono l'esclusione delle società che non rispettano i dieci principi previsti dallo *UN Global Compact* volti a promuovere un'economia globale sostenibile<sup>58</sup>. Vi sono, inoltre, come già accennato, versioni "sostenibili" dei principali indici azionari che si differenziano dai c.d. *parent index* per l'esclusione di società che operano (e realizzano una parte rilevante dei propri profitti) in settori considerati ad alto rischio – ad esempio, armamenti, tabacco, produzione di combustibili fossili – ovvero violano determinati parametri di sostenibilità o sono oggetto di controversie relative a violazione in materia sociale e ambientale<sup>59</sup>.

Alla luce di quanto appena osservato, la diffusione di *ESG passive fund* e ETF può, dunque, giocare un importante ruolo nel promuovere scelte orientate alla sostenibilità da parte delle società quotate mediante la definizione di standards di condotta e parametri in materia ambientale, sociale, e di *corporate governance* al rispetto delle quali sono condizionati l'ingresso e la permanenza in un determinato indice<sup>60</sup>. Per effetto della crescente domanda da parte degli investitori di fondi passivi basati su parametri ESG, il rischio di essere esclusi dagli indici di riferimento di utilizzati da questi ultimi, con le possibili negative ripercussioni sulla liquidità e il valore del titolo, può rappresentare un incisivo incentivo al rispetto degli obiettivi ESG definiti dalle *exclusion policies* adottate dagli *index provider* o dagli stessi investitori istituzionali.

Queste ultime rappresentano, pertanto, uno strumento capace di contribuire in modo rilevante al perseguimento di obiettivi ESG e, più in generale, del successo sostenibile. In particolare, è importante sottolineare che le *exclusion policies* necessariamente indicano parametri ESG predefiniti e misurabili, in quanto dal loro mancato rispetto dipen-

---

versity on their boards of directors and in senior leadership positions ... the Index is comprised of all companies that are eligible for inclusion based on the ratio-based criteria and which have at least one female in one of the following positions in the company as of the most recent index rebalance determination date: Chief Executive Officer, chairperson, or member of the board of directors”.

<sup>58</sup> Cfr., ad esempio, MSCI, *ESG Screened Indexes. An off-the-shelf approach to ESG Screens*, reperibile sul sito <https://www.msci.com/esg-screened-indexes#:~:text=An%20off%2Dthe%2Dshelf%20approach,and%20oil%20sands%20extraction%20or>, 2019, “MSCI ESG Global Norms Screening is designed to help investors determine which publicly traded companies breach the standards of conduct enumerated by the United Nations Global Compact Principles, the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights, and the ILO Conventions”.

<sup>59</sup> Cfr., ad esempio, S&P, *ESG Exclusion Indices Methodology*, reperibile sul sito <https://www.spglobal.com/spdji/kr/documents/methodologies/methodology-sp-esg-exclusion-indices.pdf>, 2021, 5, “Companies within the indices are monitored on a daily basis by RepRisk, a leading provider of business intelligence on environmental, social, and governance risks. RepRisk analyzes companies for related controversies, including a range of issues such as economic crime and corruption, fraud, illegal commercial practices, human rights issues, labor disputes, workplace safety, catastrophic accidents, and environmental disasters. Using this data, each company is assigned a daily RepRisk Index (RRI) indicator. A company is defined as a risk if their RRI indicator is equal to or above 70. If a company is reported by RepRisk to have violated the RRI indicator threshold of 70, the impacted company will be removed from the indices with two business days’ notice on a best efforts basis from when S&P Dow Jones Indices is notified of the violation. A company removed as a risk will only be considered for addition to the indices on any future rebalancing date if its RRI score is below 70 for all days since the previous rebalancing date”.

<sup>60</sup> J. PETRY, J. FICHTNER, E. HEEMSKERK, *Steering capital*, 171; R. BOFFO, R. PATALANO, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, reperibile sul sito [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf), OECD Paris, 2020, 19, “By virtue of their growing use as benchmarks for ESG investing, the ways in which indices are created, including exclusion, extent of tilting portfolios toward issuers with higher ESG scores, and other forms such as thematic indices (e.g. high “S” issuers), is currently highly influential in guiding overall ESG portfolio management”.

de una modifica dell'indice dal quale dipende la composizione e il rendimento dei fondi che lo replicano. Tali *policies* si differenziano, per il grado di analiticità che le caratterizza, non soltanto dai codici di *corporate governance* (che come visto si limitano, nel caso italiano, a generali affermazioni di principio) ma anche delle *voting guidelines* adottate dagli investitori istituzionali. Queste ultime, infatti, non soltanto risultano, sotto diversi profili, maggiormente generiche ma soprattutto, come già accennato, sono applicate con un certo grado di flessibilità da parte degli investitori istituzionali.

5. *Osservazioni conclusive: la standardizzazione delle strategie ESG e i rischi anti-concorrenziali della concentrazione del mercato del risparmio gestito.* – Attualmente, i principali investitori istituzionali, in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute, sono in grado di esprimere direttamente le proprie preferenze e di esercitare una significativa influenza sugli amministratori delle società presenti nei loro portafogli. Tale, ormai irreversibile, evoluzione ha condotto ad un maggiore "attivismo" degli investitori istituzionali, che ha determinato non soltanto l'intensificazione delle iniziative di *engagement* – ormai considerate un tratto essenziale del mercato dei capitali<sup>61</sup> – ma anche all'elaborazione da parte degli stessi investitori di linee guida che sintetizzando le loro preferenze in materia di *corporate governance*. Inoltre, nell'ottica della riduzione dei rischi sistematici che possono ridurre il rendimento dei portafogli gestiti, con sempre maggiore frequenza la portata di tale linee guida si è ampliata per comprendere anche tematiche sociali ed ambientali. Per effetto della diffusione dei fondi passivi, alle *proxy voting guidelines* degli investitori istituzionali si affiancano le *exclusion policies* adottate dagli *index providers* che gestiscono gli indici di riferimento utilizzati dai fondi passivi.

Tali *policies* e *guidelines*, rispetto ai codici di autodisciplina, presentano un maggior grado di analiticità e sono caratterizzate, almeno in linea teorica, da un maggior grado di effettività. Mentre il rispetto dei codici di autodisciplina si basa sul principio *comply or explain* – del quale è dubbia la capacità di prevenire un'applicazione meramente formale (c.d. *box ticking*) –, l'accoglimento delle indicazioni contenute nelle *policies* degli investitori e degli *index provider* dipende direttamente dalla capacità di influenza di tali soggetti che mediante le loro decisioni relative alle scelte di voto ed investimento possono incidere significativamente sul valore di mercato e sulla reputazione della società. Questa conclusione non sembra sia posta in dubbio dalla circostanza che, come è stato osservato<sup>62</sup>, anche l'*enforcement* dei codici di *corporate governance* si basa, essenzialmente, sull'influenza esercitata dalle forze di mercato e, dunque, anzitutto, dagli investitori istituzionali. Appare, infatti, fondato ritenere che le *policies* adottate da questi ultimi e dai gestori degli indici presentino un maggior grado di effettività in quanto sono diretta espressione di tali soggetti e prevedono immediate forme di reazione (mediante l'espressione di un voto contrario o l'esclusione delle azioni della società

---

<sup>61</sup> In questo si è espresso chiaramente il precedente Chairman della SEC: J. CLAYTON, *Governance and Transparency at the Commission and in Our Markets. Remarks at the PLI 49th Annual Institute on Securities Regulation*, disponibile sul sito <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-2017-11-08>, 2017.

<sup>62</sup> P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice*, 40 s.; E. WYMEERSCH, *The Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2006, 137.



dall'indice) in caso di mancato adeguamento dalle medesime. Inoltre, mentre le conseguenze "di mercato" della mancata applicazione dei codici di *corporate governance* sono di carattere principalmente reputazionale, come già illustrato, il mancato rispetto delle *guidelines* può avere significative ripercussioni (soprattutto in caso di esclusione dagli indici più rilevanti) sull'andamento di mercato dei titoli della società, oltre che sulla reputazione della medesima.

Sulla base delle precedenti osservazioni, è possibile svolgere alcune conclusive riflessioni sulle implicazioni del *trend* appena illustrato.

In primo luogo, merita osservare che la crescente importanza delle *policies* e delle *guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali e gestori di indici sembra uno sviluppo in grado di favorire il processo convergenza, a livello internazionale, dei sistemi di *corporate governance*. Tali nuove fonti di *soft law* sono, infatti, elaborate da operatori internazionali (per lo più di matrice anglosassone) mediante la definizione di principi in materia ESG destinati ad essere applicati a livello globale, pur tenendo conto, in qualche misura, delle specificità dei mercati e delle legislazioni nazionali. In questa prospettiva è, peraltro, decisivo il fatto che i principali investitori istituzionali e gestori di indici operano a livello globale e detengono posizioni di mercato rilevanti in tutti i maggiori mercati finanziari. Ad esempio, la presenza di investitori istituzionali esteri nell'azionariato delle società italiane è cresciuta esponenzialmente negli ultimi anni e risulta attualmente prevalente rispetto a quella degli investitori italiani, soprattutto nelle società di maggiori dimensioni incluse nei principali indici azionari e perciò comprese nel portafoglio dei fondi passivi<sup>63</sup>.

Ciò detto, è, peraltro, necessario prendere in considerazione la possibile obiezione secondo cui l'influenza esercitabile dagli investitori istituzionali mediante l'adozione di *policies* potrebbe non essere uniforme nei diversi ordinamenti, dipendendo essa, in particolare, dalla struttura proprietaria delle società. Non può, infatti, escludersi, in linea teorica, che l'influenza esercitata dagli investitori possa risultare meno incisiva nelle società con un socio di controllo<sup>64</sup>.

Il peso assunto dagli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate, soprattutto per effetto della diffusione dei fondi passivi, induce tuttavia, a rileggere tale profilo in prospettiva parzialmente diversa. L'influenza degli investitori istituzionali sembra, infatti, destinata ad essere rilevante in tutte le società comprese nel portafoglio dei principali fondi passivi, indipendentemente dal fatto che esse abbiano o meno uno o più soci di controllo<sup>65</sup>. La minaccia dell'esclusione dall'indice e della conseguente vendita del titolo da parte dei fondi passivi che ad esso fanno riferimento costituisce, infatti, un incisivo strumento di influenza anche per le società dominate da un socio di

---

<sup>63</sup> CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2020, 16; M. CELLINO, *Risparmio gestito, boom in Italia. Ma in 10 anni crescono i big esteri*, in *IlSole24Ore*, 11 aprile 2021.

<sup>64</sup> Cfr., in generale, su tale profilo L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *The elusive quest for global governance standards*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2009, 1263 ss., secondo i quali "the impact of many key governance arrangements depends considerably on companies' ownership structure".

<sup>65</sup> Si vedano però D. DHARMAPALA, V.S. KHANNA, *Controlling Externalities: Ownership Structure and Cross-Firm Externalities*, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3904316>, 2021, 4, secondo i quali "the ability of index funds to affect firm behavior (via engagements or other means) may be quite limited in the presence of a controlling blockholder", anche se gli stessi autori precisano che il loro studio non considera "situations in which index funds might influence controlled firms n ways besides visible voting contests or engagements".

controllo, in quanto le conseguenze che tali reazioni da parte degli investitori possono determinare non si arrestano al piano reputazionale – che potrebbe risultare meno rilevante in presenza di un socio forte che detiene il controllo della società – ma sono in grado di incidere in modo significativo sui prezzi delle azioni e sul grado di liquidità delle negoziazioni delle medesime.

Per contro, proprio perché il meccanismo appena descritto dipende principalmente dall'inclusione delle società nei principali indici, il grado di efficacia delle *policies* adottate dagli investitori (e dagli *index provider*) sembra destinato, di regola, ad essere più contenuto nelle società controllate di minori dimensioni o, comunque, escluse dagli indici azionari di riferimento. In tale ambito, più incisivo dovrebbe essere il ruolo dei codici di autodisciplina basati sull'adempimento da parte degli emittenti secondo il principio *comply or explain*. Tuttavia, proprio in tali società viene a mancare la forza motrice dell'*enforcement* di mercato in quanto in esse è più ridotto il grado di monitoraggio degli investitori istituzionali, atteso il loro minor peso nell'azionariato.

Ciò detto, pur dovendosi prendere atto del positivo ruolo che esse possono svolgere al fine di promuovere pratiche di “buona” *corporate governance* nonché un modello economico maggiormente orientato alla tutela dell'ambiente e dei diritti sociali, è necessario considerare le conseguenze del crescente ruolo delle linee guida e delle *policies* adottate dai principali investitori istituzionali e gestori di indici anche nella prospettiva dell'acceso dibattito sugli effetti dell'enorme potere che tali attori hanno accumulato sul piano economico e finanziario.

Come già ricordato, sia il mercato del risparmio gestito sia quello della creazione e della gestione degli indici sono altamente concentrati, essendo entrambi dominati da un gruppo ristretto composto dai tre principali attori. Se le c.d. *Big Three* del risparmio gestito, BlackRock, Vanguard e StateStreet sono ormai oggetto di numerosi studi, hanno sinora attirato limitata attenzione le tre società che dominano il mercato degli indici, ossia MSCI, S&P Dow Jones Indices e FTSE Russell, per quanto il loro grado influenza sia, probabilmente, anche maggiore considerato che gran parte dei fondi passivi (non soltanto quelli gestiti dai tre *leader* del settore) sono basati su indici elaborati da tali soggetti.

Potendo contare su una sì ampia posizione di forza, tali operatori sono in grado, per le ragioni in precedenza illustrate, di imporre le proprie preferenze alle società oggetto di investimento.

Il fatto che tali preferenze, anche mediante la loro formalizzazione in *guidelines* e *policies*, sono riferite a tutte le società comprese nel portafoglio o nell'indice e riguardano perciò un'ampia parte delle società quotate, sono capaci di influenzare i mercati e il sistema economico nel loro complesso. In tal senso, è significativa, ad esempio, la crescente spinta esercitata sulle società partecipate per l'adozione di politiche volte alla riduzione delle emissioni di gas inquinanti o alla tutela dei lavoratori anche presso le società comprese nella c.d. *supply chain*.

Non essendo in discussione la condivisibilità di tali obiettivi sul piano etico e del benessere collettivo<sup>66</sup>, è però da osservare come, in tal modo, le c.d. *Big Three* del ri-

---

<sup>66</sup> Si veda J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, 47, “the beneficiaries of corporate governance interventions that lower systematic risks are not just the beneficial owners of index funds or other diversified funds but the populace generally. The channel to portfolio values runs through the real economy. Damage to portfolio values occurs because of damage to the real economy, meaning the livelihood of people generally”.

risparmio gestito e del mercato degli indici dettino obiettivi di carattere politico, sostituendosi, in parte, allo stato ed alle autorità pubbliche. Ciò, ad avviso di alcuni, solleva un *democratic deficit*<sup>67</sup> in quanto tali soggetti utilizzano la loro forza di mercato per perseguire obiettivi di carattere politico senza che tale ruolo sia democraticamente attribuito e senza le effettive forme di *accountability* che caratterizzano le funzioni pubbliche<sup>68</sup>. Visto il grado di concentrazione di mercato del risparmio gestito e la condizione di sostanziale oligopolio venutasi a creare, la formalizzazione di *guidelines* e *policies* dirette ad affermare le preferenze di un numero limitatissimo di operatori contribuisce, infatti, in modo significativo al rafforzamento dell'influenza dei medesimi sulla sfera pubblica per effetto del perseguimento di obiettivi in materia sociale ed ambientale che, seppur diretti in prima battuta ad incrementare il rendimento degli investimenti gestiti, incidono sulla collettività in generale.

I timori da taluni avanzati per il consolidarsi di una siffatta sfera di influenza sono, evidentemente, strettamente connessi a quelli relativi ai riflessi anticoncorrenziali dell'elevatissimo grado di concentrazione nel settore del risparmio gestito. Come noto, infatti, sono stati da più parti evidenziati (ma il punto è tutt'altro che pacifico, data la diversità di opinioni esistente in merito<sup>69</sup>) i potenziali effetti anticoncorrenziali derivanti dalla c.d. *common ownership*, ossia dalla presenza nella compagine sociale delle società operanti in un determinato settore dei medesimi investitori istituzionali (e, in particolare, delle c.d. *Big Three*). In questa prospettiva – lo si è già osservato altrove<sup>70</sup> – l'adozione di *voting guidelines* sostanzialmente uniformi da parte dei principali investitori istituzionali nonché l'applicazione da parte dei medesimi delle politiche di esclusione definite dai maggiori *index providers* potrebbero amplificare gli effetti anticoncorrenziali della *common ownership*<sup>71</sup>.

Le soluzioni proposte per il contrasto di simili potenziali effetti anticoncorrenziali – ad esempio: riduzione delle quote di mercato dei principali investitori istituzionali; rafforzamento dell'*enforcement antitrust* su questi ultimi; limiti alla partecipazione massima da essi detenibile nelle società in portafoglio<sup>72</sup> – si riflettono necessariamente sul

<sup>67</sup> R. DARWALL, *BlackRock's choice: Investment fiduciary or political activist?*, reperibile sul sito <https://thehill.com/opinion/energy-environment/495673-blackrocks-choice-investment-fiduciary-or-political-activist>, 5 febbraio 2020, secondo il quale "BlackRock is imposing its political judgment on companies about climate regulation that future presidents and future Congresses might or might not enact".

<sup>68</sup> T. BAILEY, *BlackRock's green guidelines raise profound questions about capitalism and democracy*, disponibile sul sito <https://capx.co/blackrocks-green-guidelines-raise-profound-questions-about-capitalism-and-democracy/>, 25 marzo 2021. Per un'analisi di portata più generale delle conseguenze dell'assolvimento di funzioni pubbliche e nell'interesse generale da parte delle *corporations*, R. VAN LOO, *The New Gatekeepers: Private Firms as Public Enforcers*, in *Virginia Law Review*, 2020, 467 ss.

<sup>69</sup> Per una sintesi delle quali si veda, recentemente, J. HILL, *The Conundrum of Common Ownership*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2020, 881 ss.

<sup>70</sup> G. STRAMPELLI, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholders Capitalism*, in *Harvard Business Law Review*, 2021, 20.

<sup>71</sup> Cfr. EDITORIAL BOARD, *The BlackRock Backlash Larry Fink's political machinations invite regulatory scrutiny*, in *Wall Street Journal*, 27 febbraio 2020. Si veda anche J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, 46, secondo il quale "the welfare effects of possible systematic risk mitigation will be different from the purported anticompetitive effects associated with the common ownership literature ... willingness to engage on systematic issues – climate change, for example – may make 'common ownership' a positive not a negative".

<sup>72</sup> Per una sintesi delle misure adottabili per il contrasto degli effetti anticoncorrenziali della *common ownership*, E.A. POSNER, *Policy Implications of the Common Ownership Debate*, in *The Antitrust Bulletin*,

ruolo di monitoraggio delle società partecipate esercitato dagli investitori istituzionali. L'effettività dell'azione di questi ultimi sarebbe, infatti, verosimilmente più limitata qualora essi vedessero significativamente ridotta la loro attuale forza di mercato<sup>73</sup>.

Più in generale, si registra nel caso di specie un potenziale contrasto tra disciplina antitrust e doveri fiduciari degli investitori istituzionali che determina un nodo difficile da sciogliere<sup>74</sup>: per un verso, la limitazione dei potenziale effetti anticoncorrenziali della *common ownership* richiede di limitare la capacità dei *common owner* di influenzare le società partecipate; per altro verso, l'assolvimento dei doveri fiduciari che gli investitori istituzionali hanno nei confronti dei propri clienti presuppone che essi monitorino, anche mediante l'adozione di *guidelines* volte alla riduzione dei rischi sistemici, le società partecipare al fine di aumentare il rendimento dei fondi gestiti.

Ancor più in generale, qualora si ravvisi la necessità di interventi volti a contrastare i rischi anticoncorrenziali della *common ownership*, sarebbe necessario trovare un punto di equilibrio tra tale esigenza e quella di consentire che i principali investitori istituzionali possano assolvere il loro ruolo propulsivo per la transizione verso un modello economico più sostenibile<sup>75</sup>; ruolo ampiamente riconosciuto e che, nell'Unione Europea, trova espresso esplicita affermazione nelle strategie adottate dalla Commissione in tale direzione<sup>76</sup>.

---

2021, 140 ss.; G. STEELE, *The New Money Trust: How Large Money Managers Control Our Economy and What We Can Do About It*, reperibile sul sito <https://www.economicliberties.us/our-work/new-money-trust/>, 2020, 28 ss.

<sup>73</sup> A.M. LIPTON, *A Most Ingenious Paradox: Competition vs. Coordination in Mutual Fund Policy*, in *Case Western Reserve Law Review*, 2021, 1295 ss.

<sup>74</sup> E.A. POSNER, *Policy Implications*, 145.

<sup>75</sup> Cfr. *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions A competition policy fit for new challenges*, COM(2021) 713 final, 2021, 7 ss. Per un'articolata proposta in tal senso, con riferimento al contesto statunitense e nell'ottica principalmente delle società oggetto di investimento, si veda A. MIAZAD, *Prosocial Antitrust*, reperibile sul sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3802194](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3802194), 2021, 60 ss.

<sup>76</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 365 ss.

# L'INTERESSE SOCIALE NELLE SOCIETÀ DIGITALI: DALLA *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* ALLA *CORPORATE DIGITAL RESPONSIBILITY*

di *Giulia Schneider*

SOMMARIO: 1. L'interesse sociale nelle società del nuovo millennio: *quo vadis?* – 2. Il quadro normativo in materia di *corporate governance* sostenibile: dai codici di autodisciplina alla proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa. – 3. Interesse sociale e tecnologia societaria: i rischi informatici. – 4. Dalla *Corporate Social Responsibility* alla *Corporate Digital Responsibility*. – 5. Verso uno statuto giuridico della responsabilità digitale d'impresa. – 6. Alcuni problemi aperti della *Corporate Digital Responsibility* nel prisma della *Corporate Social Responsibility*.

1. *L'interesse sociale nelle società del nuovo millennio: quo vadis?* – Le trasformazioni connesse all'avvento dell'economia digitale e delle sue evoluzioni algoritmiche sono da tempo oggetto di indagine da parte della letteratura più attenta<sup>1</sup> e del regolatore europeo<sup>2</sup>. I due macro-temi, intimamente interconnessi, sui quali si è concentrato il dibattito possono essere sinteticamente ricondotti da un lato all'analisi dei riflessi della rivoluzione digitale sulla struttura di mercato<sup>3</sup> – con le relative ricadute in punto di tenuta del quadro in materia di diritto della concorrenza<sup>4</sup> e di diritto industriale<sup>5</sup> – e dall'altro alla individuazione delle ricadute sul sistema costituzionale, alla luce di quello che viene definito un nuovo costituzionalismo digitale<sup>6</sup>.

Da queste linee di ricerca si può ricavare un primo dato di carattere generale: le grandi imprese, che hanno fondato il proprio potere di mercato sullo sfruttamento di grandi quantità di dati digitali e di codici algoritmici sempre più sofisticati, devono considerarsi, oltreché operatori economici, dei veri e propri attori politici e regolatori<sup>7</sup>.

Questo perché il potere di imporre una regola tecnica si è ben presto tradotto in vero e proprio potere regolatorio, ossia nel potere di imporre regole con efficacia giuridica.

---

<sup>1</sup> V. tra i molti studi, il lavoro di J. BALKIN, *The Three Laws of Robotics in the Age of Big Data*, in *Ohio State Law Journal*, 2017, 78, 5, 1217 ss.

<sup>2</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Europa pronta per l'era digitale*, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age_it).

<sup>3</sup> J.E. COHEN, *The Law for the Platform Economy*, in *University of California Law Review*, 2017, 51, 133 ss.

<sup>4</sup> G. PITRUZZELLA, *Riflessioni sul mutamento del diritto della concorrenza nell'economia delle piattaforme e dei big data*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 2020, 161 ss.

<sup>5</sup> M. RICOLFI, *Il futuro della proprietà intellettuale nella società algoritmica*, in *Giur. it.*, 2019, 10 ss.

<sup>6</sup> V. G. DE GREGORIO, *The Rise of Digital Constitutionalism in the European Union*, in *International Journal of Constitutional Law*, 2021, 19, 41 ss.

<sup>7</sup> J. COHEN, *The Regulatory State in the Information Age*, in *Theoretical Enquiries of Law*, 2016, 17, 369 ss.

Il dominio di mercato di queste stesse imprese si è infatti sostanziato in condizioni contrattuali standardizzate a cui utenti o imprese minori sono costretti ad aderire in cambio dell'accesso ai servizi offerti<sup>8</sup>. Non solo, come ben sintetizzato nell'espressione "code is law", i codici algoritmici motori dell'attività d'impresa hanno iniziato a intessere nuove leggi di disciplina del substrato socio-economico<sup>9</sup>.

La concentrazione di ricchezza derivante dalla duplice dimensione economica e regolatoria ha dunque determinato in capo alle grandi società digitali nuovi poteri, che largamente trascendono il perimetro di mercato: l'affermarsi della regola tecnica ha reso sempre più labile la distinzione tra dimensione di mercato e dimensione pubblica, a tutto favore della prima<sup>10</sup>.

Tra i molteplici corollari di queste evoluzioni, vi è la necessità di riconsiderare i rapporti tra la sfera pubblica e quella privata. Se la crisi dello Stato ottocentesco è da ricondurre ad una pluralità di fattori, il "cambio di paradigma"<sup>11</sup> connesso al governo privato delle nuove tecnologie, può essere sicuramente considerato una delle cause più recenti.

Il quadro così delineatosi impone dunque un supplemento di riflessione sul possibile ruolo che il diritto societario potrebbe (o dovrebbe) avere rispetto all'orientamento dei nuovi poteri delle grandi società digitali, a cui altre discipline, come il diritto della concorrenza<sup>12</sup> o l'emergente area della regolazione dei mercati digitali<sup>13</sup> già guardano. Come evidente, la questione si ricollega in particolare alla concettualizzazione della responsabilità sociale d'impresa e dell'interesse sociale delle grandi società nel contesto di una *corporate governance* che possa dirsi "sostenibile". Sulla scorta di – e senza voler entrare nella complessità – delle varie proposte che si sono recentemente susseguite in relazione all'interesse sociale della grande impresa azionaria, il presente contributo mira a tracciare alcune possibili linee evolutive della nozione di interesse sociale delle società c.d. digitali.

A ben guardare, ben oltre la sola dimensione dei mercati c.d. digitali, il tema appare tanto più attuale alla luce della metamorfosi in senso digitale della governance societaria<sup>14</sup>, supportata di recente dall'approvazione del d.lgs. attuativo della direttiva UE 2019/1151 sui processi digitali nel diritto societario<sup>15</sup>. L'implementazione di nuove

---

<sup>8</sup> K. PISTOR, *The Code of Capital*, Princeton, 2019.

<sup>9</sup> Recentemente, v. G. ALPA, *Code is Law: il bilanciamento dei valori e il ruolo del diritto*, in *Contratto e impresa*, 2021, 2, 376 ss.

<sup>10</sup> V. per tutti, S. ZUBOFF, *The Age of Surveillance Capitalism – The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power*, New York, 2019.

<sup>11</sup> A. SIMONCINI-S. SUWEIS, *Il cambio di paradigma nell'intelligenza artificiale e il suo impatto sul diritto costituzionale*, in *Rivista di filosofia del diritto*, 2019, 87 ss.

<sup>12</sup> V. M. MAGGIOLINO, *I big data e il diritto antitrust*, Milano, 2018.

<sup>13</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Legge sui servizi digitali: garantire un ambiente online sicuro e responsabile*, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/digital-services-act-ensuring-safe-and-accountable-online-environment\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/digital-services-act-ensuring-safe-and-accountable-online-environment_it).

<sup>14</sup> V. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1326 ss.; N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, Bologna, 2021, in particolare 119 ss. e M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, Milano, 2021.

<sup>15</sup> Direttiva (UE) 2019/1151 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 recante modifica della direttiva (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, 11 luglio 2017, OJ L 186/80, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/>

tecnologie entro gli assetti organizzativi e amministrativi<sup>16</sup> apre inediti scenari sul piano della *corporate governance*, forieri di nuove opportunità, ma anche di rischi che la Commissione europea ha mappato in un recente Studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale nel contesto societario<sup>17</sup>.

Proprio dinnanzi a questi ulteriori sviluppi, appare ancor più interessante indagare le ripercussioni delle trasformazioni sin qui descritte sulla nozione di interesse sociale delle società digitali, latamente intese sia come società che incentrano la propria attività d'impresa sulla produzione e lo scambio di prodotti e servizi digitali (es. le grandi piattaforme digitali), sia come società che utilizzano strumenti digitali e finanche automatizzati per scopi di *governance*.

Come sarà di seguito dimostrato, in entrambi i casi la centralità acquisita dalle nuove tecnologie – ora nella dimensione esterna di mercato ora nella dimensione interna di *governance* – viene ad ampliare, e rendere più complesse, le diramazioni sociali dell'impresa, rendendo necessaria una puntuale gestione delle medesime. Se, ad oggi, le riflessioni in materia di interesse sociale hanno riguardato in particolare l'impatto della *governance* societaria sulla tutela dell'ambiente, o sulla tutela di interessi sociali quali la tutela dei dipendenti, la digitalizzazione dell'impresa ai suoi vari livelli viene a riempire di nuovi contenuti la materia della *corporate social responsibility*, come comprensiva dell'impatto ambientale, sociale e di *governance* delle nuove tecnologie impiegate nel contesto d'impresa.

Ne consegue che, per essere strumento di quel governo societario sostenibile delineato, seppur in termini ancora non del tutto chiari, dal Codice di autodisciplina delle società quotate e dalla proposta di direttiva europea di *corporate sustainability due diligence*<sup>18</sup>, gli strumenti digitali devono essere essi stessi governati in modo sostenibile.

Se a tal fine devono innanzitutto essere rispettati i requisiti sanciti dalle normative direttamente insistenti sugli strumenti tecnologici, la nozione di governo sostenibile della tecnologia trascende la dimensione della mera *compliance* ai parametri normativi e tocca, in radice, i principi di corretta amministrazione e di diligenza dell'organo amministrativo, tenuto ad un buon governo delle tecnologie: con ciò intendendo, innanzitutto, un utilizzo delle stesse che arrechi il minor danno possibile alle categorie dei soggetti coinvolti.

*2. Il quadro normativo in materia di corporate governance sostenibile: dai codici di autodisciplina alla proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa ai fini della sostenibilità.* – I richiami ad un governo societario socialmente responsabile si sono in-

---

PDF/?uri=CELEX:32019L1151&from=it. V. d.lgs. 8 novembre 2021, n. 183, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 29 novembre 2021.

<sup>16</sup> N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle Società*, diretto da V. DONATIVI, Parte III, *Società e nuove tecnologie: Verso un Cyberdiritto societario*, Milano, 2022, 1180 ss.

<sup>17</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, giugno 2021, disponibile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/13e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en>.

<sup>18</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 23 febbraio 2022, COM (2022) 71 final.

tensificati in costanza della crisi sanitaria<sup>19</sup>, che ha drammaticamente mostrato l'indifferibilità di un'attenta considerazione dei temi sociali. Sul punto, vasta eco ha avuto l'ultima lettera annuale di *Larry Fink*, CEO di *Blackrock*, incentrata sul capitalismo responsabile e il *climate change*<sup>20</sup>. Se nel 2019 i principali amministratori delegati delle grandi società statunitensi proponevano una diversa nozione di scopo sociale, secondo la quale la gestione societaria deve essere condotta tenendo conto dell'interesse di "tutti gli americani"<sup>21</sup>, anche nel Vecchio Continente sono state proposte misure più efficaci per la tutela di interessi sociali nel tessuto economico e societario.

Sul suolo europeo, il quadro in materia di responsabilità sociale di impresa si trova tuttavia ancora ad uno stadio embrionale: due esempi isolati sono offerti dalla c.d. *Loi Pacte* francese (*LOI n 2019-486 du 22 Mai 2019*, art. 169), che ha ricompreso nella nozione di interesse sociale ai sensi degli artt. 1833 e 1835 del *code civil* anche istanze di tutela ambientale e sociale<sup>22</sup>; e dal *Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten (Sorgfaltspflichtengesetz)* del 16 luglio 2021.

Al di là di questi primi dati normativi, il terreno di promozione, nelle dinamiche di gestione societaria, di interessi diversi da quello della massimizzazione del profitto è costituito dall'autodisciplina. Qui già nel 2018, il codice di *corporate governance* inglese attribuisce al consiglio di amministrazione il ruolo di favorire il "successo sostenibile" e di lungo periodo, nell'interesse degli azionisti e della società più in generale<sup>23</sup>. Più specifiche sono le previsioni del Codice di *corporate governance* francese, che, in conformità alle appena ricordate modifiche normative, offre una più puntuale definizione di interesse sociale, da proiettarsi in una visione di lungo periodo e nella promozione di interessi ambientali e sociali<sup>24</sup>. Diverso è l'approccio adottato dal Codice di *corporate governance* tedesco, ove è l'introduzione a chiarire che l'interesse dell'impresa attiene alla tutela, oltretutto degli azionisti, dei lavoratori, e degli altri *stakeholders*<sup>25</sup>.

<sup>19</sup> M. FENWICK-J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *Will the World Ever Be the Same After Covid-19? Two Lessons from The First Global Crisis of a Digital Age*, in *European Business Organisation Law Review*, 2021, 22, 125 ss.

<sup>20</sup> BLACKROCK, *Larry Fink's 2021 Letter to CEOs*, 2021, disponibile all'indirizzo <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

<sup>21</sup> BUSINESS ROUNDTABLE, *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote "an Economy that Serves All Americans"*, 19 agosto 2019, disponibile all'indirizzo <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

<sup>22</sup> Lo ricorda anche U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss., 8.

<sup>23</sup> Così *The UK Corporate Governance Code*, luglio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>, ove il Principle A sancisce che "a successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society".

<sup>24</sup> "Le conseil d'administration exerce les missions dévolues par la loi et agit en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise. Il s'attache à promouvoir la création de valeur par l'entreprise à long terme en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de ses activités. Il propose, le cas échéant, toute évolution statutaire qu'il estime opportune". Così *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, da ultimo modificato nel gennaio 2020, disponibile all'indirizzo [https://hcege.fr/wp-content/uploads/2020/01/Code\\_Afep\\_Medef\\_janvier\\_2020.pdf](https://hcege.fr/wp-content/uploads/2020/01/Code_Afep_Medef_janvier_2020.pdf).

<sup>25</sup> *Deutscher Corporate Governance Codex*, 16 dicembre 2019, disponibile all'indirizzo [https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/191216\\_German\\_Corporate\\_Governance\\_Code.pdf](https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/download/code/191216_German_Corporate_Governance_Code.pdf), 2.



In questa cornice si colloca anche il nostro Codice di autodisciplina che dal 2020 pone quale obiettivo guida del consiglio di amministrazione quello del successo sostenibile, definito come “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli *stakeholders* rilevanti per la società”<sup>26</sup>. In linea con i richiamati codici europei, anche il Codice di *corporate governance* italiano sembra rifiutare la più estrema ipotesi di *stakeholder capitalism* per abbracciare la più realistica prospettiva di un *enlightened shareholderism*<sup>27</sup>. Secondo questa concezione, scopo della società è sì quello di perseguire gli interessi degli azionisti, ma alla luce della composizione, attuata dal consiglio di amministrazione, di interessi diversi<sup>28</sup>. Quali siano questi interessi non è meglio precisato, secondo un approccio simile al Codice di *Corporate Governance* tedesco, che non fa, a differenza dei Codici inglesi e francesi, espresso riferimento ad interessi ambientali e sociali. Certo è che, come recentemente ricordato<sup>29</sup>, oltre alla contrapposizione tra interessi per così dire esterni e interessi dei soci, l’organo amministrativo dovrà considerare anche la divergenza tra interessi propri di diverse categorie di soci, quali dei soci di maggioranza, di controllo ovvero degli investitori professionali.

Ai fini della determinazione degli interessi in concreto rilevanti, il nostro Codice prefigura l’instaurazione di un dialogo con gli azionisti e gli *stakeholders* individuati come rilevanti per la società<sup>30</sup>, mediante l’inclusione nella relazione sul governo societario di un’apposita “politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi”<sup>31</sup>. Questo dialogo dovrebbe offrire al consiglio di amministrazione gli elementi utili per l’“analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine”<sup>32</sup> destinati a integrare il piano industriale.

In prospettiva simile a quella offerta dalle richiamate disposizioni del Codice di autodisciplina, anche la proposta di direttiva in materia di dovuta diligenza e responsabili-

<sup>26</sup> *Codice di Corporate Governance*, cit., 4.

<sup>27</sup> In senso critico rispetto all’accostamento tra soddisfacimento degli interessi degli *stakeholders* e orizzonte temporale di lunga durata, v. M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 1, 2021, 16 ss., 46-47.

<sup>28</sup> Questa concezione di interesse sociale quale prodotto della composizione e omogeneizzazione di una pluralità di interessi è stata ampiamente teorizzata da P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell’impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant’anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 216 ss., e P. MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 215 ss. Sulla funzione compositiva del consiglio di amministrazione, v. M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, 3, 416 ss.

<sup>29</sup> È quanto sottolineato da S.A. CERRATO, *L’obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della “crisi” (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, 8, 1289 ss., in particolare a 1307 nella nota 25, ove si richiama lo scritto di C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 573 ss.

<sup>30</sup> V. di recente F. DENOZZA-A. STABILINI, *Uncertainty, Externalities and Collective Action Problems: Correcting the Short-term Bias Through a Multi-Stakeholder Approach*, saggio presentato al 17 convegno annuale della società italiana di diritto ed economia (SIDE) tenutosi all’Università di Trento dal 15 al 17 dicembre 2021, disponibile all’indirizzo <https://www.side-isle.it/conference/2021/paper/uncertainty-externalities-and-collective-action-problems-correcting-the-short-term-bias-through-a-multi-stakeholder-approach-173>.

<sup>31</sup> *Codice di corporate governance*, cit., art. 1, Raccomandazione 3.

<sup>32</sup> Raccomandazione 1(a) del Codice di Corporate Governance. Particolarmente critico rispetto al riferimento al lungo periodo per ragioni che esulano dalla trattazione del presente contributo, v. M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., 34 ss.

tà delle imprese<sup>33</sup> propone quale via principale ai fini dell'assolvimento del "dovere di diligenza delle imprese in materia di diritti umani e di ambiente"<sup>34</sup>, e della connessa mappatura dei rischi nella catena di valore<sup>35</sup>, quella del confronto con i diversi portatori di interessi coinvolti nell'attività imprenditoriale<sup>36</sup>.

La Direttiva si colloca nella più ampia *policy* europea in materia di sostenibilità, che a partire dall'introduzione di obblighi relativi alla *disclosure* di informazioni non finanziarie<sup>37</sup>, dalla determinazione di parametri di valutazione della sostenibilità ambientale di un investimento<sup>38</sup>, e da un'annunciata riforma dei doveri fiduciari dei consulenti assicurativi e di investimento<sup>39</sup>, ha finito per investire anche la dimensione interna della *corporate governance*<sup>40</sup>.

In relazione a quest'ultimo contesto, la proposta di direttiva - rinunciando ad incidere sui doveri degli amministratori rispetto alla tutela dei fattori ESG- pone dei requisiti procedurali e organizzativi volti ad una più pronta individuazione e gestione dei rischi di sostenibilità, definiti dalla direttiva come "impatti negativi". A tal fine, il testo nor-

---

<sup>33</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit.

Una prima versione della proposta di direttiva era contenuta nella Risoluzione del Parlamento europeo in materia di dovuta diligenza e responsabilità delle imprese. V. PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, 10 marzo 2021, 2020/2129(INL), disponibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT.html).

<sup>34</sup> *Ibid.*, art. 4.

<sup>35</sup> *Ibid.*, art. 6.

<sup>36</sup> *Ibid.*, considerando 2; art. 7, comma 2(a); art. 8, comma 3(b).

<sup>37</sup> A partire dalla direttiva UE 2014/95 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, 15 novembre 2014, OJ L 330/1, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=IT>. V. da ultimo COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, 21 aprile 2021, COM(2021)188 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=IT>.

<sup>38</sup> Cf. Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088, 22 giugno 2020, OJ L 198/13, disponibile all'indirizzo [https://www.covip.it/sites/default/files/direttive\\_europee/celex\\_32020r0852\\_it\\_txt\\_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/direttive_europee/celex_32020r0852_it_txt_0.pdf).

<sup>39</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo*, 21 aprile 2021, COM(2021)188 final, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=IT>, 12.

<sup>40</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020 sul governo societario sostenibile*, 2020/2137(INI) disponibile online all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372_IT.html). Per un commento alle politiche europee in materia di sostenibilità si rimandi ai rilievi di G. STRAMPELLI, *La Strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 2/3, 365 ss.; COMMISSIONE EUROPEA-EY, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final report*, luglio 2020, consultabile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adj7-01aa75ed71a1/language-en>.

mativo proposto prefigura l'istituzione di appositi canali di comunicazione con gli *stakeholders* rilevanti<sup>41</sup> nonché di misure di reclamo per questi ultimi<sup>42</sup>.

Come evidente, il quadro sin qui tracciato a livello nazionale ed europeo mira ad internalizzare nelle scelte operative dell'organo gestorio valori diversi da quelli meramente legati al profitto e sensibili alla dimensione sociale dell'operato d'impresa<sup>43</sup>. La direzione sembra dunque essere quella del superamento del dogma dell'identificazione dello scopo sociale con quello della massimizzazione del profitto degli azionisti, fulcro della c.d. teoria del *separate realm* che intende, al contrario, relegare gli interessi non finanziari e sociali al di fuori della sfera d'azione delle imprese e dei loro consigli di amministrazione<sup>44</sup>.

Non viene peraltro chiarito come, o meglio secondo quali specifici parametri, debba agire il consiglio di amministrazione per il raggiungimento di questi ambiziosi obiettivi; e infatti, i primi commentatori hanno criticato proprio la vaghezza della nozione di successo sostenibile di cui al Codice di autodisciplina<sup>45</sup> e del riferimento generale alla protezione dei diritti umani e dell'ambiente contenuto nella proposta di direttiva in materia di dovuta diligenza e responsabilità delle imprese<sup>46</sup>.

A quest'ultimo proposito, tuttavia, deve segnalarsi come la versione della Direttiva pubblicata dalla Commissione abbia inserito nell'allegato la lista di standard internazionali in materia di protezione di diritti umani e dell'ambiente che concretizzano il dovere di diligenza delle imprese rispetto agli obiettivi di sostenibilità<sup>47</sup>. Interessante è inoltre l'eliminazione del riferimento alla terza componente E-S-G, ossia la componen-

<sup>41</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit., Art. 7, comma 2(a) relativo al coinvolgimento dei portatori di interesse per la prevenzione dei potenziali impatti negativi; art. 8, comma 3(b) relativo all'arresto degli impatti negativi effettivi.

<sup>42</sup> *Ibid.*, art. 9.

<sup>43</sup> Il tema è stato ampiamente trattato dal Maestro che qui celebriamo: basti rinviare alle riflessioni svolte in P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 81 ss.

<sup>44</sup> Sul punto, v. F. STEVELMAN-S.C. HAAN, *Boards in Information Governance*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 23, 1, 2020, 181 ss., in particolare alle 209-233. V. da ultimo le riflessioni di L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 106, 91 ss.; e più recentemente L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?*, in *Vanderbilt Law Review*, 2022, 75, 1031 ss.

<sup>45</sup> Si rimandi per tutti, alle riflessioni sulla nozione di successo sostenibile di M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., 47 ss.

<sup>46</sup> Per i primi commenti, v. P. DAVIES *et al.*, *Commentary: The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, 19 aprile 2021, ECGI, disponibile all'indirizzo <https://ecgi.global/news/commentary-european-parliament%E2%80%99s-draft-directive-corporate-due-diligence-and-corporate>. V. anche le recenti osservazioni di L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-oriented Governance on Steroids*, in *Riv. Soc.*, 2021, 2/3, 319 ss.; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, *ivi*, 325 ss.; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un capitalismo sostenibile*, *ivi*, 375 ss.

<sup>47</sup> Cf. considerando 25; arts. 3(b) e (c) COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit. Per le critiche in questo senso v. P. DAVIES ET AL., *Commentary: The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, cit.; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un capitalismo sostenibile*, cit., 375 ss.

te in materia di *governance*. Questa opzione potrebbe essere giustificata da esigenze di certezza del diritto nonché dal fatto che la stessa *due diligence* in materia di sostenibilità, come disciplinata dalla proposta in commento, assurge a tassello della *buona governance*, quale principio che, a monte, permea la gestione d'impresa in tutti i suoi risvolti.

La nozione di buona *governance* sostenibile, è stata del resto presa in considerazione nel più specifico contesto dei mercati finanziari dall'EBA e dalla Commissione europea, che hanno ricondotto la stessa alla buona condotta dei membri del consiglio di amministrazione, con particolare attenzione ai valori etici connotanti l'operato d'impresa e all'indipendenza del consiglio di amministrazione<sup>48</sup>.

Per quanto di difficile definizione, il perimetro della buona *governance* sostenibile deve essere tracciato a partire dalle norme rilevanti in materia di tutela ambientale e di tutela delle parti sociali coinvolte<sup>49</sup>. È quanto ben teorizzato dal Maestro a cui questi Studi sono destinati<sup>50</sup>: nella finalizzazione dell'interesse sociale, il *board* deve muovere dal substrato normativo in concreto individuato come rilevante, alla luce dell'attività di impresa esercitata e degli "impatti negativi" che questa produce all'esterno della propria dimensione.

A questo riguardo è interessante ricordare come, sul piano soggettivo, la disciplina europea, se approvata, sarà destinata ad applicarsi non solo alle singole imprese ma all'intera catena di valore, incluse le catene di investimento e quelle altre imprese con cui l'impresa considerata intrattiene rapporti d'affari diretti o indiretti, a monte e a valle, inclusi fornitori o subappaltatori<sup>51</sup>.

Questa estensione della responsabilità sociale anche alle imprese minori appare rilevante sotto un duplice profilo: innanzitutto, segnala il riconoscimento da parte del legislatore europeo della potenziale rischiosità sociale anche di imprese minori; in secondo luogo, e di riflesso, scardina la consolidata equazione tra responsabilità sociale e grande impresa azionaria<sup>52</sup>. A ben guardare, questa apertura è dettata dalle trasforma-

---

<sup>48</sup> Commissione europea, *Development of Tools and Mechanisms for the Integration of ESG Factors into the EU Banking Prudential Framework and into Banks' Business Strategies and Investment Policies*, maggio 2021, reperibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/210827-final-study-esg-factors-banking\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/210827-final-study-esg-factors-banking_en). V. anche EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risk for Credit Institutions and Investment Firms*, EBA/REP/2021/18, 47; v. anche EBA, *Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, EBA/ITS/2022/01.

<sup>49</sup> La componente ambientale è, come noto, concretizzata nella recente Tassonomia europea sulle attività sostenibili, v. Regolamento UE 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, 22 giugno 2020, OJ L 198/13. Per quanto riguarda la componente sociale v. invece PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Final Report by Subgroup 4: Social Taxonomy*, 28 febbraio 2022, reperibile online all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf).

<sup>50</sup> V. P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, cit., 216, per il quale la composizione da parte del consiglio di amministrazione della pluralità di interessi deve avvenire "nel quadro dei limiti, condizionamenti e doveri di finalizzazione giuridicamente rilevanti".

<sup>51</sup> Art. 6, 1 comma della proposta della Commissione europea, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit.

<sup>52</sup> V. U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019; M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, 3, 416 ss. A riguardo deve tuttavia segnalarsi come la proposta di direttiva proponga l'adozione di un approccio proporzionale alla gestione dei rischi ambientali, sociali e di *governance*, che "dovrebbe tenere conto di elementi quali,

zioni economiche che rendono “ad alto impatto sociale” anche imprese collocate a valle della filiera, vuoi per la loro dipendenza economica dalle grandi imprese<sup>53</sup>, vuoi per i nuovi mezzi, ad esempio tecnologici, di esercizio dell’attività di impresa (si pensi ad esempio alle start up) o di governo societario che, indipendentemente dalle dimensioni, sono idonei ad amplificare la responsabilità sociale di un’impresa.

Alla luce di quanto precede, i mutamenti sul fronte organizzativo e amministrativo riguardanti le imprese (anche minori) per effetto della digitalizzazione, e la svolta promossa dai più recenti interventi regolatori verso una *corporate governance* “compositiva” di interessi diversi per una compiuta realizzazione dello scopo sociale (*corporate purpose*), inducono a considerare quale sia l’impatto dell’infiltrazione delle nuove tecnologie nel funzionamento delle imprese sulla nozione di interesse sociale, come delineantesi nel prisma dell’autodisciplina nazionale e delle proposte normative europee.

3. *Interesse sociale e tecnologia societaria: i rischi informatici.* – Ad una più attenta riflessione, il rapporto tra i termini sopra individuati sembra connotarsi di ulteriori significati rimasti ancora in larga misura inesplorati.

Sotto il profilo sostanziale, sembra innanzitutto opportuno indagare se la penetrazione di tecnologie digitali nell’attività e nella gestione d’impresa venga a dare nuovi contenuti alle nozioni di interesse sociale e di responsabilità d’impresa. L’interrogativo deriva dal riconoscimento del fatto che, una volta incorporati negli assetti di un’impresa, i rischi sostanziali all’utilizzo di strumenti digitali vengono attratti nella dimensione societaria, per divenire rischi che la stessa società interessata dovrà essere in grado di governare e mitigare<sup>54</sup>.

Alla luce della classificazione – operata dalla proposta di direttiva europea in materia di diligenza d’impresa – degli “impatti negativi” d’impresa, come impatti “sui diritti umani e sull’ambiente”<sup>55</sup>, i rischi connessi alla digitalizzazione sono potenzialmente ascrivibili a ciascuna delle categorie individuate. Sul primo fronte, sono state da più parti rilevate le implicazioni per i diritti fondamentali degli utenti derivanti dall’impiego di sistemi automatizzati nel contesto d’impresa<sup>56</sup>, ad esempio a fini di pubblicità comportamentale ovvero di pratiche di discriminazione di prezzo che da ultimo minano

---

tra l’altro, il settore di attività, le dimensioni dell’impresa, la gravità e la probabilità dei rischi relativi al rispetto dei diritti umani, alla governance e all’ambiente insiti nelle sue operazioni e nel contesto delle sue operazioni (anche dal punto di vista geografico), il modello aziendale, la posizione nelle catene del valore e la natura dei suoi prodotti e servizi”: così Considerando 11 delle raccomandazioni per l’elaborazione di una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla dovuta diligenza e alla responsabilità delle imprese (PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2020 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, cit.).

<sup>53</sup> In tema si rimanda a G. COLANGELO, *L’abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti*, Torino, 2004.

<sup>54</sup> Per la dottrina sul punto v. H.Y CHIU-E. LIM, *Managing Corporations’ Risk in Adopting Artificial Intelligence: A Corporate Responsibility Paradigm*, in *Washington University Global Studies Law Review*, 19, 2021, disponibile all’indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3780586](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3780586), 17.

<sup>55</sup> Art. 4, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, cit.

<sup>56</sup> V. A. SIMONCINI, *L’algoritmo incostituzionale: intelligenza artificiale e il futuro delle libertà*, in *BioLaw Journal, Rivista di BioDiritto*, 2019, 1, 63 ss.

la libertà di autodeterminazione degli utenti<sup>57</sup>. L'esito più profondo di questi sviluppi è dato dalla definizione, in via automatizzata e non sempre pienamente comprensibile, di regole di inclusione ovvero di esclusione dalle interazioni economico-sociali<sup>58</sup>.

In secondo luogo, sebbene le tecnologie digitali offrano nuove opportunità rispetto alla realizzazione di obiettivi di sostenibilità sul fronte del risparmio di risorse energetiche e del monitoraggio dei consumi<sup>59</sup>, cresce la consapevolezza circa l'impatto ambientale connesso proprio all'impiego di particolari strumenti, come quelli di *blockchain*<sup>60</sup>. Inoltre, da un'angolazione diversa, recenti scandali societari, come quello del *Dieselgate*, hanno rilevato i possibili effetti distorsivi e simulatori che l'applicazione delle tecnologie può comportare per la stessa gestione dei rischi ambientali.

Rimane invece più controverso l'ultimo profilo riguardante la possibile incidenza delle nuove tecnologie sulla "buona *governance*". Primi spunti in tal senso sono tuttavia offerti dai numerosi scenari di applicazione di strumenti digitali a scopi di *governance* societaria, che vanno dall'impiego di strumenti predittivi da parte di amministratori esecutivi per l'orientamento delle scelte gestorie ovvero da parte del *plenum* per l'espletamento delle funzioni di *monitoring* e *advisory*; all'attivazione di canali di diretto coinvolgimento degli azionisti tramite piattaforme di *blockchain*; fino ad arrivare, all'impiego di sistemi automatizzati per la raccolta e l'internalizzazione di istanze diverse da quelle dei meri azionisti e riferibili ad un ventaglio più ampio di *stakeholders* esattamente come richiedono il Codice di *Corporate Governance* e la direttiva in materia di diligenza d'impresa proposta.

Come altrove ben illustrato, questi mutamenti in senso digitale del governo societario sono suscettibili di incidere sulla tradizionale configurazione degli organi societari e finanche sulle loro funzioni e relazioni reciproche<sup>61</sup>. Ancor prima, tuttavia, le metamorfosi in atto hanno dirette ripercussioni sui doveri generali degli amministratori, in punto, ad esempio, di predisposizione di assetti adeguati al perseguimento dello scopo sociale; sul dovere di agire informato nonché sul dovere di motivazione.

Proprio alla luce di questi riflessi strutturali dei processi di digitalizzazione sulla *governance* e sulle regole che la determinano, appare come l'internalizzazione di strumenti tecnologici nelle pieghe del governo societario debba avvenire in modo da facilitare e non già ostacolare l'assolvimento dei doveri generali dell'organo amministrativo. A tal fine, nel predisporre assetti societari di natura informatizzata, quest'ultimo dovrà valutare come gli strumenti di intelligenza artificiale debbano essere strutturati e governati al fine di meglio assolvere gli obiettivi prefissati dalla disciplina societaria.

Questo perché, una volta che i codici tecnologici vengono ammessi ad interferire

---

<sup>57</sup> F. PASQUALE, *Privacy, Antitrust, and Power*, in *George Mason Law Review*, 2013, 20, 1009 ss.

<sup>58</sup> F. PASQUALE, *The Black Box Society: the Secret Algorithms that Control Money and Information*, Cambridge, 2016.

<sup>59</sup> R. VINUESA, *The Role of Artificial Intelligence in Achieving the Sustainable Development Goals*, in *Nature Communications*, <https://doi.org/10.1038/s41467-019-14108-y>.

<sup>60</sup> L'impatto ambientale della blockchain è stato oggetto di recente studio da parte della European Environment Agency. V. EUROPEAN ENVIRONMENT AGENCY, *Blockchain and the Environment*, 28 ottobre 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.eea.europa.eu/publications/blockchain-and-the-environment>.

<sup>61</sup> V. C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, in *Hastings Business Law Journal*, 17, 1, 2021, 67 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, cit., 51 ss. e N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario in contra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, cit., 1359 ss.

con la gestione societaria, le tutele predisposte in punto di tecnologia – es. l'utilizzo di strumenti adeguatamente trasparenti – divengono la precondizione per una compiuta realizzazione delle tutele societarie – ad es. l'azione di responsabilità contro un amministratore per avere o non avere seguito gli output di un algoritmo, esercitata sulla base delle risultanze dell'accesso all'algoritmo di cui questi si è servito. Ne consegue, in sintesi, che una buona *governance* societaria *attraverso* le tecnologie deve innanzitutto passare dal buon governo *delle* tecnologie.

Dal quadro sin qui tracciato emerge come l'internalizzazione di strumenti digitali negli assetti organizzativi e amministrativi d'impresa sollevi non pochi rischi per la società interessata, rischi che questa – tramite l'organo gestorio – deve adeguatamente identificare in relazione alla specifica attività d'impresa e minimizzare in relazione al grado di penetrazione del fattore tecnologico. È quanto riconosciuto da alcuni codici di *corporate governance* europei che fanno un esplicito riferimento ai rischi connessi all'impiego della tecnologia in ambito societario.

Tra questi vi è innanzitutto il codice di autodisciplina spagnolo, recentemente riformato nel 2020, ove si estendono i compiti del comitato audit, preposto non soltanto al controllo e valutazione del processo di elaborazione e dell'integrità dell'informazione finanziaria e non finanziaria, ma anche alla verifica di un sistema di controllo e gestione dei rischi finanziari e non finanziari relativi alla società e se del caso al gruppo, tra i quali figurano anche i “rischi tecnologici”<sup>62</sup>.

Una più attenta considerazione di questi profili è da rinvenirsi nel Codice di *corporate governance* olandese del 2016, in cui la creazione di valore nel lungo periodo viene espressamente fatta dipendere anche da un'adeguata gestione del fattore tecnologico: compito questo assegnato al comitato audit, incaricato del monitoraggio dei rischi connessi all'impiego da parte degli esecutivi di strumenti di *information and communication technology*, con particolare riguardo ai rischi relativi alla cibersecurity<sup>63</sup>. Lo stesso Codice olandese precisa come ai fini di una corretta individuazione di questi specifici rischi sia necessario un adeguamento delle competenze del *management* e del *plenum* consiliare<sup>64</sup>.

Oltre agli esempi richiamati, mancano, nel panorama dell'autodisciplina europea, ulteriori espressi riferimenti alla gestione dei rischi tecnologici. Possono tuttavia individuarsi alcuni spazi interpretativi per l'inclusione dei medesimi nel raggio d'azione del consiglio: è il caso del Codice di *corporate governance* inglese ove si menzionano i rischi “emergenti” che il *board* deve considerare insieme ai rischi “principali”, come quelli legati alla tutela dell'ambiente<sup>65</sup>.

Al di là delle ipotesi ricordate, la considerazione del fenomeno tecnologico sembra del tutto assente in altri importanti codici di autodisciplina europei, quali quello italia-

---

<sup>62</sup> Così la *Recomendación 4, 1, a)*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Good Governance Code of Listed Companies*, febbraio 2015 (modificato a giugno 2020), disponibile sul sito [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG\\_2020\\_ENen.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020_ENen.PDF).

<sup>63</sup> Così principio 1.5.1, Monitoring Committee Corporate Governance Code, *The Dutch Corporate Governance Code*, disponibile al sito <https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>.

<sup>64</sup> *Ibid.* V. nota esplicativa del principio 2.1.4.

<sup>65</sup> Principle A, Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, 2018, disponibile sul sito <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>.

no, tedesco o francese: in questi codici i rischi d'impresa vengono tradizionalmente intesi come rischi di tipo finanziario, legale, operativo, sociale e ambientale, senza alcun cenno espresso ai rischi informatici.

Prime aperture si registrano, tuttavia, a livello internazionale, ove la più recente versione dei *Principles of Corporate Governance* dell'OECD pubblicati, seppur unicamente in versione di bozza, nel settembre 2022 a fini di pubblica consultazione, fanno variamente riferimento ai rischi digitali<sup>66</sup>, in punto di responsabilità del board<sup>67</sup>, delle competenze del medesimo<sup>68</sup>, e finanche di *disclosure* finanziaria<sup>69</sup>.

4. *Dalla Corporate Social Responsibility alla Corporate Digital Responsibility.* – Nel nuovo scenario che l'evoluzione in corso inizia a prefigurare, la sostenibilità di un'impresa digitalizzata verrà a dipendere, tra le altre cose, dalla sostenibilità delle tecnologie digitali, a sua volta connessa alla minimizzazione dei rischi potenzialmente associati all'utilizzo di queste. In questa prospettiva, se già nel 2018 la Commissione europea sottolineava l'importanza di uno *sviluppo sostenibile* dell'economia dei dati e delle tecnologie basate su questi mediante la creazione di una solida struttura regolatoria per la fiducia digitale<sup>70</sup>, i rinnovati richiami politici e regolatori ad un governo societario sostenibile sembrano avere dirette implicazioni in punto di *utilizzo sostenibile* delle medesime tecnologie in campo societario.

Proprio nella prospettiva di una *corporate governance* “sostenibile”, diventa dunque cruciale il governo degli strumenti digitali, dovendosi definire precise regole dirette a disciplinare come questi vengono strutturati, utilizzati e monitorati. In particolare, la struttura e il design della macchina sono fondamentali per far sì che la stessa sia idonea a determinare – o comunque supportare – correttamente ed efficacemente gli indirizzi gestori.

E poiché, come ormai noto, la progettazione e l'implementazione in scenari concreti delle nuove tecnologie è oggetto di precisi obblighi predisposti dapprima dal Regolamento generale in materia di protezione di dati personali<sup>71</sup>, poi dal *Cybersecurity Act*<sup>72</sup>

<sup>66</sup> OECD, *Public Consultation on the Review of the G20/OECD Principles of Corporate Governance-19 September-21 October 2022*, disponibile all'indirizzo <https://www.oecd.org/corporate/ca/public-consultation-review-G20-OECD-principles-corporate-governance.pdf>.

<sup>67</sup> *Ibid.*, principio V; V.D.2; V.E.2.

<sup>68</sup> *Ibid.*, V.E.4.

<sup>69</sup> *Ibid.*, IV.A.8.

<sup>70</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Comunicazione “Verso uno spazio comune europeo dei dati”*, 25 aprile 2018, COM(2018) 232 final, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0232&from=en>.

<sup>71</sup> Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati), 4 maggio 2016, OJ L 119/1, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0679&from=IT>.

<sup>72</sup> Regolamento (UE) 2019/881 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 relativo all'ENISA, l'Agenzia dell'Unione europea per la cibersicurezza, e alla certificazione della cibersicurezza per le tecnologie dell'informazione e della comunicazione, e che abroga il regolamento (UE) n. 526/2013 («regolamento sulla cibersicurezza»), 7 giugno 2016, OJ L 151/15, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0881&from=PT>.



e più di recente dal proposto Regolamento in materia di intelligenza artificiale<sup>73</sup>, è evidente come l'impiego della tecnologia negli assetti di societari finisca per ampliare gli obblighi di *compliance* a cui le medesime devono far fronte.

La considerazione dei fondamenti normativi nonché degli obiettivi regolatori delle discipline richiamate, volte a salvaguardare, in ultima istanza, i diritti fondamentali dei soggetti interessati dall'utilizzo di sistemi automatizzati<sup>74</sup>, suggeriscono come l'osservanza dei relativi precetti si delinea quale vero e proprio dovere, in capo all'organo gestorio, "di finalizzazione" dell'interesse sociale connesso alla tutela degli utenti delle tecnologie impiegate – siano questi i soci in una società governata a mezzo delle tecnologie ovvero i consumatori finali dell'impresa digitale. In entrambi i casi, a ben guardare, l'osservanza alle previsioni delle discipline sopra citate sostanzia l'interesse dei soci da un lato e dei consumatori dall'altro a una corretta amministrazione della società, al contempo sensibile ai due profili della "sostenibilità interna", intesa quale continuità aziendale, nonché della sostenibilità esterna, relativa all'impatto sulla *Gemeinschaft* della società e dell'attività d'impresa a questa connessa<sup>75</sup>.

La complessità di queste due dimensioni di sostenibilità rende, come già autorevolmente osservato<sup>76</sup>, altamente probabile l'insorgenza di possibili conflitti tra interessi sociali diversi. Ciò appare tanto più vero in relazione al fenomeno tecnologico, rispetto al quale si delineano nuovi scenari di conflitto, che il consiglio di amministrazione dovrà attentamente considerare: si pensi, ad esempio, all'impiego di nuove tecnologie per calcolare e contenere i livelli di emissioni, dunque per scopi di sostenibilità ambientale, i quali devono essere temperati ai rischi sociali e di *governance* specificamente connessi ai sistemi automatizzati applicati.

Sotto una prospettiva diversa, può rilevarsi come una compiuta salvaguardia dei profili di sostenibilità esterna delle tecnologie si ponga a diretta prevenzione di eventuali sanzioni conseguenti alla violazione delle normative rilevanti in materia di utilizzo degli strumenti digitali, che potrebbero – per la loro entità<sup>77</sup> – riverberarsi negativamente sulla sostenibilità interna, intesa come solidità finanziaria.

---

<sup>73</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final, disponibile all'indirizzo [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e0649735-a372-11eb-9585-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e0649735-a372-11eb-9585-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF).

<sup>74</sup> Vedi i considerando n. 2 del Regolamento UE 679/2016; considerando n. 3 del Regolamento UE 881/2019; v. relazione introduttiva alla Proposta di Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale, Commissione europea, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, cit., 12 e considerando n. 1; 2; 5.

<sup>75</sup> La distinzione è ripresa da M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., 30-31.

<sup>76</sup> M. STELLA RICHTER, *op. ult. cit.*, 32.

<sup>77</sup> In caso di violazione delle norme in materia di protezione dei dati personali, il GDPR prevede, ad esempio, l'irrogazione di sanzioni fino a euro 2 milioni o pari al 4% del fatturato annuo globale. V. art. 83 Regolamento UE 679/2016 e COMMISSIONE EUROPEA, *What If My Company/organisation Fails to Comply with Data Protection Rules?*, [https://ec.europa.eu/info/law/law-topic/data-protection/reform/rules-business-and-organisations/enforcement-and-sanctions/sanctions/what-if-my-company-organisation-fails-comply-data-protection-rules\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/law-topic/data-protection/reform/rules-business-and-organisations/enforcement-and-sanctions/sanctions/what-if-my-company-organisation-fails-comply-data-protection-rules_en). Anche la proposta di un Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale prevede misure per assicurare l'efficace attuazione del Regolamento mediante sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di violazione delle disposizioni. Ai sensi dell'art. 71, infatti, sono gli Stati membri a dover stabilire le regole relative alle sanzioni, comprese le sanzioni amministrative pecuniarie, applicabili in caso

Alla luce dei rischi in punto di sostenibilità al contempo esterna ed interna che le società devono fronteggiare in relazione alle tecnologie integrate nei propri assetti, appare come ben oltre la mera dimensione di *compliance*<sup>78</sup>, la gestione dei rischi “informatici” debba essere condotta dall’organo gestorio secondo un’interpretazione “digitalmente” orientata dell’obiettivo del successo sostenibile. Questa prospettiva suggerisce invero come il corretto utilizzo di strumenti di sistemi automatizzati nell’ambito societario e la loro corretta gestione in conformità alle disposizioni normative rilevanti, si profilino quale un autonomo interesse sociale: un interesse del quale l’organo amministrativo deve tenere conto, pena la lesione degli interessi dei soggetti interni alla società, quali i soci o i dipendenti, ovvero dei soggetti esterni, come i consumatori o i cittadini più in generale, con relative ricadute in punto di responsabilità della società interessata.

L’individuazione tempestiva di questi interessi, attraverso lo strumento del dialogo con gli *stakeholders*, potrebbe permettere al consiglio di amministrazione di finalizzare l’applicazione delle norme rilevanti in materia di regolazione tecnologica in conformità agli obiettivi di sostenibilità dell’impresa, come declinati alla stregua di sostenibilità degli strumenti digitali che governano la stessa.

Secondo questa lettura, il dovere generale del *board* di perseguire il successo sostenibile integra il quadro normativo che sta andando delineandosi in materia di nuove tecnologie, richiedendo una gestione sostenibile degli strumenti digitali, anche laddove le discipline di settore rimangono silenti. La clausola generale del governo sostenibile può dunque essere strumento per colmare le lacune regolatorie ancora sussistenti rispetto alla sostenibilità tecnologica e divenire base normativa di strategie di governo sostenibile delle tecnologie digitali, incentrate, ad esempio, sui valori etici per un’intelligenza artificiale affidabile<sup>79</sup>. Del resto, il perseguimento di obiettivi di “benessere sociale e ambientale” è espressamente annoverato tra i requisiti di un’intelligenza artificiale affidabile negli Orientamenti etici emanati dal Gruppo di esperti nominati dalla Commissione europea<sup>80</sup>.

È questo il terreno di quella che è stata denominata, in un articolo pubblicato sul *MIT Sloan Management Review*, “*Corporate Digital Responsibility*”, da intendersi quale sottocategoria della *Corporate Social Responsibility* e relativa alla responsabilità sociale delle imprese di strutturare e utilizzare correttamente le tecnologie societarie, avendo attento riguardo ai possibili impatti sociali e ambientali delle stesse<sup>81</sup>.

Come precisato nel *MIT Sloan Management Review*, la *corporate digital responsibility* comprende “un insieme di pratiche e comportamenti che aiutano un’organiz-

---

di violazione del Regolamento proposto. Queste ultime potranno ammontare a euro 30 000 000 oppure raggiungere fino al 6% del fatturato totale mondiale annuo.

<sup>78</sup> Riferiscono il comportamento socialmente responsabile delle imprese ad una dimensione che va oltre la “soglia minima del rispetto della legalità”, M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 22 ss. e v. anche A. MAZZONI, *L’impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, 666.

<sup>79</sup> Sostiene l’opportunità di una separazione delle prospettive di “affari da un lato e valori etici dall’altro”, G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo. (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Op- po)*, in *Riv. soc.*, 2009, 22 ss.

<sup>80</sup> GRUPPO INDIPENDENTE DI ESPERTI AD ALTO LIVELLO SULL’INTELLIGENZA ARTIFICIALE ISTITUITO DALLA COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti etici per un’IA affidabile*, 8 aprile 2019, disponibile all’indirizzo <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/ethics-guidelines-trustworthy-ai>, para 58, punto 6.

<sup>81</sup> M. WADE, *Corporate Responsibility in the Digital Era*, in *MIT Sloan Management Review*, 28 aprile 2020, disponibile all’indirizzo <https://sloanreview.mit.edu/article/corporate-responsibility-in-the-digital-era/>.

zazione a usare i dati e la tecnologia in modo responsabile sotto il profilo sociale, economico, tecnologico e ambientale”<sup>82</sup>. La definizione di quali siano, in concreto, queste pratiche e comportamenti digitalmente virtuosi d’impresa è al momento lasciato al libero gioco dell’autodichiarazione con finalità marcatamente reputazionali da parte delle stesse imprese<sup>83</sup>. Queste iniziative direttamente provenienti dal sostrato delle realtà imprenditoriali, si affiancano per natura e concreta efficacia alle iniziative riguardanti la emanazione di “carte etiche” che hanno interessato in particolar modo grandi società digitali<sup>84</sup> e risolvendosi spesso in operazioni di mera facciata.

In aggiunta ai riconoscimenti dal basso, deve segnalarsi come la *corporate digital responsibility* sia oggetto di due iniziative del governo tedesco e francese. Si tratta di due strategie governative in materia di responsabilità digitale d’impresa promosse a partire dal maggio 2018 dal Ministero della Giustizia tedesco<sup>85</sup> e nel luglio 2020 da *France Stratégie*, un’istituzione autonoma presso il gabinetto del Primo Ministro francese<sup>86</sup>. Le stesse hanno il precipuo fine di promuovere uno sviluppo responsabile del processo di trasformazione digitale delle imprese, procedendo a una mappatura dei nuovi obblighi e delle aree di responsabilità d’impresa derivanti dai processi di digitalizzazione, nonché all’individuazione delle imprese adempienti.

La premessa dalla quale muovono entrambe le iniziative è il riconoscimento della sussistenza di una lacuna rispetto al coordinamento tra i requisiti regolatori in materia di strumenti tecnologici digitali e responsabilità sociale d’impresa. In questa prospettiva, la sensibilizzazione sui rischi tecnologici nel contesto societario è considerata una precondizione essenziale per creare una transizione digitale delle società mediante la condivisione di *best practices* e di strategie di *problem solving*. Queste dovranno essere il pungolo di iniziative gestorie proattive rispetto ad una direzione responsabile dei processi di digitalizzazione d’impresa.

5. *Verso uno statuto giuridico della responsabilità digitale d’impresa.* – Le due iniziative governative ora richiamate, e i dichiarati obiettivi ad esse sottesi, consentono di cogliere alcune implicazioni più profonde del nuovo paradigma di *corporate digital responsibility*, che trascendono il piano della mera *compliance* regolatoria in materia di tecnologie digitali.

---

<sup>82</sup> *Ibid.*

<sup>83</sup> V. F. MÖSLEIN, *Corporate Digital Responsibility: Eine aktienrechtliche Skizze*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80 Geburtstag am 24 August 2020*, Beck, Berlino, 805 ss., 808, che muove l’esempio di imprese tedesche come *Deutsche Telekom*, *Miele* e *SAP*, che si (auto)definiscono imprese digitalmente responsabili.

<sup>84</sup> MICROSOFT, *Microsoft AI Principles*, <https://www.microsoft.com/en-us/ai/responsible-ai?activetab=pivot1:primaryr6>; commenta il caso della breve vita del comitato etico di Google, E. BIETTI, *From Ethics Washing to Ethics Bashing – A View on Tech Ethics From Within Moral Philosophy*, 29 gennaio 2020, disponibile all’indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3513182](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3513182).

<sup>85</sup> BUNDESMINISTERIUM FÜR JUSTIZ UND VERBRAUCHERSCHUTZ, *Corporate Digital Responsibility Initiative: Shaping the Digitalization Process Responsibly: A Joint Platform*, disponibile all’indirizzo [https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/100818\\_CDR-Initiative\\_EN.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/100818_CDR-Initiative_EN.pdf?__blob=publicationFile&v=3).

<sup>86</sup> FRANCE STRATÉGIE, *Corporate Digital Responsibility – 1. Data Key Issues Synthesis*, <https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-2020-corporate-digital-responsibility-juillet.pdf>.

Diversamente dalla dimensione della più generale responsabilità sociale d'impresa, ancora priva di una autonoma precettività, la responsabilità digitale d'impresa rinviene il suo fondamento giuridico direttamente nelle norme rilevanti in punto di tecnologia. L'interpretazione socialmente responsabile delle stesse è sostenuta, a livello di raccomandazione, dal requisito del successo sostenibile di cui al codice di autodisciplina. Seppur non pienamente vincolate, il relativo precetto del Codice di *corporate governance* è governato dal principio del *comply or explain*: ciò significa che quelle società che non risultano perseguire l'interesse sociale, anche per quanto concerne l'impiego della tecnologia, in conformità al postulato del successo sostenibile dovranno adeguatamente spiegarne le ragioni. Una più chiara previsione, a livello di codici di autodisciplina, degli obblighi di gestione dei rischi connessi alle nuove tecnologie potrebbe ulteriormente rafforzare, seppur solamente a livello di *soft law*, la precettività della responsabilità digitale d'impresa.

La coniugazione tra discipline direttamente e variamente insistenti sugli strumenti tecnologici e la prospettiva della responsabilità sociale di impresa impone innanzitutto una più accurata analisi dei riflessi sociali connessi alle politiche relative alla gestione e al monitoraggio delle tecnologie incorporate negli assetti societari e, più in generale, d'impresa. La prospettiva della responsabilità sociale suggerisce dunque una declinazione dei requisiti normativi rilevanti nel contesto societario automatizzato aderente agli specifici interessi sociali che sono individuati nell'interazione con gli *stakeholders*, secondo quanto richiesto per ora unicamente a livello di autodisciplina, ma ben presto verosimilmente a livello di normativa europea, con la prossima approvazione della direttiva in materia di *corporate accountability*.

Questo approccio permette dunque di concretizzare attraverso le lenti della responsabilità sociale previsioni normative quali quelle predisposte dal Regolamento generale in materia di protezione di dati personali ovvero dal proposto Regolamento sull'intelligenza artificiale, che, come da più parti rilevato, sono affette da un'intrinseca vaghezza, lasciando molta incertezza alle imprese che si trovano ad applicarle<sup>87</sup>. La considerazione degli interessi sociali sui quali la gestione societaria e l'attività d'impresa hanno un impatto diretto potrebbe quindi contribuire a concretizzare nozioni generali, conformemente al contesto dell'attività d'impresa e alla natura degli interessi esterni alla società.

In secondo luogo, la lettura delle disposizioni normative direttamente insistenti sugli strumenti tecnologici alla luce del paradigma della responsabilità sociale d'impresa rafforza le istanze di *accountability* da parte dei portatori di interessi rispetto a come e per quali fini la tecnologia viene in concreto utilizzata dalle società.

Ciò appare tanto più rilevante di fronte a un quadro normativo in materia di tecnologia che predisponde meccanismi di verifica esterna ad oggi ancora particolarmente deboli<sup>88</sup>. Sotto il profilo più strettamente societario, inoltre, deve ricordarsi come le so-

---

<sup>87</sup> V. ad esempio, sulla nozione di trasparenza algoritmica, A. OTTOLIA-P. ROSSI, *Il problema della trasparenza algoritmica*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 2020, 87 ss.

<sup>88</sup> Il Regolamento in materia di dati personali non prevede alcun meccanismo di supervisione delle tecnologie impiegate per lo svolgimento di trattamenti di dati personali, contemplando unicamente dei poteri di indagine di cui agli artt. 30, 35, 36, comma 1 e 58, comma 1, lett. b) RGDP in capo alle autorità di controllo, ossia i Garanti della Privacy. La proposta di Regolamento in materia di intelligenza artificiale introduce invece al suo art. 17 un sistema di c.d. *quality management* relativo alle tecnologie di IA impiegate, com-

cietà digitali – in particolare quelle più grandi – siano solite adottare un sistema di *dual class shares* che prevede categorie di azioni a voto limitato per il ventaglio di soci diversi dai fondatori e che dunque, riducendo la sfera del controllo, finisce anche per restringere i meccanismi di internalizzazione di istanze diverse nella gestione<sup>89</sup>.

La creazione di canali di verifica esterna da parte dei portatori di interessi relativi all'utilizzo che la singola società fa degli strumenti tecnologici attraverso la valorizzazione dei proposti schemi di tracciabilità della diligenza d'impresa, consentirebbe, da ultimo, di creare quella fiducia di mercato a cui guarda come fine ultimo l'intera Strategia europea in materia di mercati digitali<sup>90</sup> e che comporta non solo vantaggi reputazionali ma anche concorrenziali.

Infatti, proprio perché incentrata sul dialogo con gli *stakeholders*, la *corporate social responsibility* come applicata al governo della tecnologia potrebbe divenire, una volta approvata la relativa direttiva, uno strumento utile anche per aumentare la conoscenza e dunque la consapevolezza dei portatori di interessi, in primo luogo dei consumatori, da un lato rispetto ad un compiuto rispetto delle discipline rilevanti, dall'altro rispetto alle misure proattivamente prese dall'impresa per minimizzare i rischi sociali in termini di pronta tutela dei soggetti interessati<sup>91</sup>.

La stessa proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa suggerisce inoltre come la considerazione dei rischi sociali, in termini di corretto svolgimento dei processi di *due diligence* e di corretta attivazione dei meccanismi di dialogo con gli *stakeholders*, debba avvenire non solo rispetto all'attività dell'impresa stessa, bensì anche rispetto alle attività che sono svolte nell'ambito delle relazioni d'affari sotto il controllo dell'impresa e lungo la catena di valore riferibile alla stessa.

Proprio in questa prospettiva “di mercato”, la proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa istituisce un obbligo di elaborazione da parte delle imprese di specifici piani di azione correttivi “che preveda(no) scadenze ragionevoli e precise per gli interventi e indicatori qualitativi e quantitativi per misurare i progressi”<sup>92</sup>. Tali piani di

prendente l'obbligo per le imprese interessate di predisporre un adeguato *framework* di *accountability*, idoneo a identificare *ex ante* le responsabilità connesse al governo (*management*) delle stesse tecnologie impiegate. Sebbene questa previsione introduca un primo fondamento normativo per la instaurazione di meccanismi di *oversight* da parte di soggetti esterni, la norma non appare specificare né come né rispetto a quali soggetti questi meccanismi debbano essere realizzati.

<sup>89</sup> V. di recente, D. DHARMAPALA-V.S. KHANNA, *Controlling Externalities: Ownership Structure and Cross-firm Externalities*, in *ECGI Working Paper Series* n. 603/2021, disponibile all'indirizzo <https://ecgi.global/working-paper/controlling-externalities-ownership-structure-and-cross-firm-externalities>.

<sup>90</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, Una Strategia europea per i dati*, 19 febbraio 2020, COM(2020) 66 final, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0066&from=IT>.

<sup>91</sup> A questi stessi fini sembrano particolarmente utili “i sistemi di allerta rapida per la sensibilizzazione ai rischi e di mediazione” prefigurati dalle Raccomandazioni del Parlamento europeo per l'elaborazione di una direttiva in materia di responsabilità d'impresa. V. considerando 47 delle raccomandazioni per l'elaborazione di una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla dovuta diligenza e alla responsabilità delle imprese. PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2020 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, cit.

<sup>92</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, art. 8, comma 3 lett. b.

azione andranno condivisi con i partner commerciali, comprese le PMI<sup>93</sup>. Come già suggerito dal Parlamento europeo, tali piani sono volti a coordinare le strategie di dovuta diligenza delle imprese a livello settoriale e intersettoriale lungo la catena di valore<sup>94</sup>.

Nelle imprese ad alto gradiente tecnologico, questi piani di azione potrebbero riguardare in un futuro prossimo lo specifico settore della *Corporate Digital Responsibility* inteso quale un fattore trasversale ad una strategia E-S-G sensibile ai rischi digitali. Rischi che sono tanto più diffusi rispetto alle consolidate pratiche di *outsourcing* delle tecnologie societarie, spesso non sviluppate *in house* ma reperite sul mercato da terze parti: la proposta direttiva estenderebbe l'area di responsabilità sociale, qui applicata al contesto tecnologico, anche a questi rapporti con i terzi fornitori, ponendo dunque implicitamente a carico dell'impresa che fa uso delle tecnologie sviluppate da terzi fornitori l'onere di verificare il pieno rispetto da parte di questi ultimi dei requisiti normativi applicabili, individuati ancora una volta alla luce degli interessi sociali rilevanti.

In questo quadro, la proposta direttiva in materia di responsabilità sociale d'impresa contribuisce ad un'implementazione socialmente orientata delle norme riferibili agli strumenti digitali rilevanti nel contesto societario anche mediante i nuovi meccanismi di *enforcement*: la stessa direttiva propone infatti nuovi strumenti di riparazione extra-giudiziale di eventuali danni prodotti, ponendo in capo all'impresa l'obbligo di attivare processi di riparazione o collaborazione ai fini della mitigazione dell'impatto negativo causato sui diritti dei portatori di interessi sociali<sup>95</sup>.

6. *Alcuni problemi aperti della Corporate Digital Responsibility nel prisma della Corporate Social Responsibility.* – L'applicazione degli schemi di responsabilità sociale d'impresa alla gestione delle tecnologie all'interno degli assetti societari solleva un'ultima questione relativa alla individuazione dell'organo sociale chiamato in prima battuta a monitorare il puntuale adempimento degli obblighi così delineati in materia di *corporate digital responsibility*. Una questione che, con riguardo al diritto interno, impone di verificare se tale funzione sia più opportunamente riconducibile alla "vigilanza in purezza" che il collegio sindacale esercita *ab externo* sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ovvero al "monitoring valutativo" che il consiglio di amministrazione è tenuto ad operare sugli assetti. Per quanto la soluzione non sia univoca, tanto l'interferenza degli strumenti algoritmici sul processo decisionale gestorio, quanto i margini di discrezionalità che permangono anche sulla strutturazione di questi assetti sembrano orientare verso la seconda tra le due opzioni prospettate. Inoltre deve ricordarsi come la supervisione della tecnologia – e dei rischi che questa comporta – non sia riconducibile ad un ambito particolare, ma afferisca ad un ambito strategico generale, che richiede un'attenta ponderazione di molteplici istanze deve dunque essere trattato dal *plenum* al fine dell'assunzione di decisioni riguardanti la politica della società.

---

<sup>93</sup> Ibid., art. 8, comma 3 lett. c e d.

<sup>94</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*, cit., considerando 46 delle Raccomandazioni per l'elaborazione di una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla dovuta diligenza e alla responsabilità delle imprese.

<sup>95</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, Art. 8 e 9.

In questo contesto, la creazione di un ulteriore comitato (nella forma ad esempio di un apposito *tech committee*) entro il consiglio di amministrazione, in aggiunta ai molteplici comitati già affermatasi, non sembra strettamente necessaria<sup>96</sup>; mentre la sottolineata inerenza della *Corporate Digital Responsibility* al più ampio ambito delle tematiche ESG sembra suggerire piuttosto l'opportunità di integrare le funzioni (e, se del caso, le stesse denominazioni) dei comitati dedicati alla sostenibilità e alla *governance*.

Oltre a tali possibili varianti organizzative, va sottolineato che un approccio sostanziale al governo dei rischi sociali connessi all'utilizzo della tecnologia nel contesto societario automatizzato apre nuove prospettive di supervisione da parte degli amministratori indipendenti: forti dei loro requisiti, oltre che di indipendenza, di professionalità e onorabilità, questi saranno verosimilmente chiamati in misura sempre maggiore a una valutazione dei risvolti sociali della gestione delle tecnologie societarie, che precinda dal rispetto della mera forma dei codici e delle leggi tecnologiche. L'aumento dei problemi e dei relativi costi di agenzia che comporta l'applicazione di nuove tecnologie per la conduzione dell'attività d'impresa e la gestione societaria, dovrebbe dunque offrire un'occasione di ripensamento proprio di quella categoria di amministratori non esecutivi geneticamente destinati alla mitigazione di conflitti di interesse<sup>97</sup>. La stessa "autonomia di giudizio"<sup>98</sup> ora richiesta dal nuovo Codice di autodisciplina potrebbe dunque essere dirimente, specialmente se interpretata alla stregua di competenza<sup>99</sup>, al fine di valutare se la gestione delle tecnologie adottate tuteli adeguatamente gli interessi sociali emersi come rilevanti in relazione al fenomeno tecnologico.

L'opportunità di intensificare i compiti di monitoraggio e controllo sugli impieghi della tecnologia in capo ai componenti non esecutivi e in particolare agli indipendenti appare tanto maggiore in relazione ai rischi di eccessiva estensione della sfera di discrezionalità dell'organo amministrativo, conseguenti all'estensione del ventaglio di interessi rilevanti che lo stesso è tenuto a salvaguardare in via sinergica all'interesse relativo alla creazione di valore<sup>100</sup>; e alla possibile estensione, di riflesso, dell'operatività della *business judgment rule*<sup>101</sup>, a cui tendono le tracciate evoluzioni tecnologiche e regolatorie.

A ben guardare, nel quadro delineato, la tutela della *business judgment rule* andrebbe a salvaguardare non solo la selezione da parte del consiglio di amministrazione degli

<sup>96</sup> Sui *tech committees*, v. M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Towards an Enhanced Level of Corporate Governance: Tech Committees as a Game Changer for the Board of Directors*, 28 settembre 2021, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3728946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3728946).

<sup>97</sup> J.G. HILL, *Shifting Contours of Directors' Fiduciary Duties and Norms in Comparative Corporate Governance*, in *ECGI Law Working Paper* n. 489/2020, disponibile all'indirizzo <https://ecgi.global/news/shifting-contours-directors%E2%80%99-fiduciary-duties-and-norms-comparative-corporate-governance>, 16; e anche S.M. BAINBRIDGE, *The Board of Directors*, in J.N. GORDON-W. RINGE, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, 316 ss.

<sup>98</sup> V. la definizione di "amministratori indipendenti" del Codice di autodisciplina. Codice di Corporate Governance, cit., 3.

<sup>99</sup> V. art. 2-raccomandazione 5 del Codice di Corporate Governance ai sensi del quale le competenze degli amministratori indipendenti sono "adeguate alle esigenze dell'impresa e al funzionamento dell'organo di amministrazione". In tema di competenze degli amministratori nelle società digitali, v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, cit., 1370 ss.

<sup>100</sup> M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, cit., 48-49.

<sup>101</sup> C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, cit., 573 ss.

interessi rilevanti per la società, ma anche le modalità con cui, una volta individuati, questi interessi sono perseguiti in concreto: in relazione a quest'ultimo profilo, sembra che la discrezionalità degli amministratori sia destinata ad investire anche lo stesso strumento del “dialogo con gli *stakeholders*”, il quale potrebbe risultare falsato da una comunicazione selettiva delle informazioni utili all'instaurazione di un dialogo effettivo con gli *stakeholders*.

Se è pur vero che un limite alla selettività delle informazioni è costituito dai sempre più numerosi obblighi in materia di informativa non finanziaria, rimane comunque nel raggio della discrezionalità del *board* se e come le istanze mosse dagli *stakeholders* sulla base delle informazioni ricevute sono poi effettivamente internalizzati nei processi decisionali. In questa prospettiva, la *business judgment rule* sarebbe suscettibile di coprire la definizione del contenuto dei piani di azione in materia di diligenza d'impresa. Il rischio è dunque che la stessa si ponga come diretto contro-limite dei nuovi meccanismi riparatori e collaborativi delineati nella proposta di direttiva in materia di diligenza d'impresa.

La considerazione di questi profili critici mette in luce – anche per quanto riguarda la gestione delle tecnologie societarie – la persistente debolezza normativa della prospettiva dello scopo sociale. Di fronte all'importanza dell'integrazione del fattore tecnologico nell'attività d'impresa e nella gestione societaria, e alla conseguente sovrapposizione che viene così a crearsi tra l'interesse a una corretta amministrazione della società e l'interesse ad un corretto utilizzo delle tecnologie, è dunque forse opportuno contemplare una seconda via, non già sostitutiva ma aggiuntiva rispetto alla riconsiderazione della nozione di interesse sociale nelle società digitali: la declinazione del precetto della responsabilità digitale d'impresa nella diversa dimensione dell'oggetto sociale<sup>102</sup>, quale mezzo più effettivo per vincolare le società digitali ed i suoi amministratori ad un successo, dipendente in misura sempre maggiore anche dalla sostenibilità tecnologica.

---

<sup>102</sup> M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, cit., 423-424.



# L'INIZIATIVA ECONOMICA PRIVATA NELLA CULTURA POLITICA CATTOLICA: DAL CORPORATIVISMO ALLA COSTITUZIONE

di *Giuseppe Fauceglia*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il pensiero politico cattolico e il corporativismo. – 3. La crisi del sistema corporativo e il periodo post bellico con la riscoperta dell'economia di mercato. – 4. I lavori della costituente e l'art. 41: il contributo degli appartenenti al gruppo Democratico cristiano. – 5. La "sintesi" dell'art. 41 della Costituzione.

1. *Introduzione.* – È rimasto in qualche modo marginale anche nelle più recenti riflessioni sul tema dell'iniziativa economica privata l'influenza che il pensiero culturale e politico cattolico, nelle sue diverse declinazioni, ha esercitato tra la prima legislazione corporativa del 1926 e la Costituente. Non può essere questa, però, la sede per tracciare, neppure sinteticamente, il percorso che ha interessato in quegli anni la dottrina sociale della Chiesa, che indubbiamente ha esercitato una significativa influenza sul pensiero politico, creando i presupposti per quell'elaborazione "solidaristico-sociale", alla quale gli stessi giuristi cattolici daranno piena realizzazione nell'esperienza postconciliare. In realtà, si tenterà di tratteggiare le linee evolutive di quel complesso percorso culturale che vedrà l'"iniziativa economica" privata non disgiunta dalla tutela del "lavoro" e della "persona", sino a pervenire, in alcune prospettive e in diverse formulazioni, alla teorizzazione della partecipazione dei lavoratori nell'impresa ovvero, in alcune più ingenuie proposte, della partecipazione azionaria operaia.

Non è recente l'osservazione sulla difficoltà e specificità del tema prescelto, posto che, da una parte, occorre misurarsi con l'intreccio tra cultura politica e cultura religiosa, ciò implicando una sintesi idonea a dar conto della stessa frammentarietà e complessità del mondo cattolico, e, dall'altra, di considerare che l'alterità della presenza dei cattolici costituisce l'unica realtà di massa che il regime fascista non è riuscita ad inglobare nella struttura dello Stato totalitario e ciò ha consentito al pensiero cattolico di svilupparsi e trasformarsi nel corso del ventennio<sup>1</sup>.

In queste riflessioni, inoltre, non si intende neppure ripercorrere l'ampia e diversificata esperienza corporativa che caratterizzò nelle sue evoluzioni lo Stato fascista sia in senso politico che culturale, quanto, piuttosto, tracciare, rispetto a quella, il lento e faticoso distacco del pensiero cattolico, fondato piuttosto su una concezione "personalistica" che trovava il proprio sviluppo nella filosofia sociale cristiana, e che vale a rappre-

---

<sup>1</sup> P. SCOPPOLA, *Gli anni della Costituente fra politica e storia*, Bologna, 1980, *passim*.

sentare la “singolarità” di queste elaborazioni rispetto al modello globale del corporativismo che caratterizzò quel periodo storico<sup>2</sup>.

In questa sede, pertanto, si tenterà di offrire un quadro di sintesi del pensiero “politico” cattolico, con riferimento alle posizioni assunte nei confronti dell’ordinamento corporativo (quello che sinteticamente viene definito “corporativismo cattolico o cristiano”), nonché all’influenza che questo, nei suoi sviluppi critici ed evolutivi, ha avuto nell’elaborazione dell’art. 41 della Costituzione e sul rapporto tra Stato e attività economica privata<sup>3</sup>. In questa prospettiva, non può ritenersi elemento secondario il tentativo di superare sul tema che oggi si considera “centrale”, come quello della responsabilità sociale dell’impresa sia nella prospettiva etico-sociale (la *corporate social responsibility*) che in quella strettamente giuridica, una lettura eccessivamente appiattita sull’“esistente nell’attualità”, nell’avvertita esigenza di una ricerca dei principi che ne hanno caratterizzato la nascita e lo sviluppo.

2. *Il pensiero politico cattolico e il corporativismo.* – Prima ancora di esaminare l’influenza che la dottrina sociale della Chiesa ha avuto anche nel dibattito giuridico sull’impresa, o meglio sulla funzione e sulle caratteristiche dell’“etica” correlata all’iniziativa economica privata<sup>4</sup>, resta opportuno analizzare il ruolo che nell’evoluzione del pensiero politico cattolico ha conosciuto la “costruzione” corporativa, con particolare riferimento a quel corpo di scritti di Alcide De Gasperi, che vennero pubblicati sotto lo pseudonimo di *Rerum Scriptor* nell’“*Illustrazione Vaticana*” tra il dicembre del 1933 ed il marzo del 1934<sup>5</sup>. Nell’elaborazione degasperiana il tentativo è quello di ricostruire il pensiero cattolico della corporazione, analizzato sin dalle sue origini storiche come elemento costitutivo di un nuovo regime sociale e politico, in ciò prendendo come originario riferimento le idee sociali di Ketteler in Germania, nonché del conte Alberto de Mun e del marchese La Tour du Pin in Francia, manifestazioni di quella vitalità che aveva caratterizzato il movimento cattolico francese con l’“*Opera dei circoli*”, di cui resta un esempio il “*Manuel d’une corporation chrétienne*”, pubblicato nel 1876 da Leon Hammel. La ricostruzione dell’evoluzione del “corporativismo cristiano”, in una approfondita disamina delle tesi che avevano caratterizzato l’evoluzione del movimento in Francia, in Germania, in Austria e in Italia (in cui il maggior interprete fu il Cardinale Jacobini), si sviluppa prevalentemente nella prospettiva della ricerca della pace sociale, funzione assegnata alle istituzioni associative e corporative (come le mutue

<sup>2</sup> C.S. MAIER, *La rifondazione dell’Europa borghese. Francia, Germania e Italia nel decennio successivo alla prima guerra mondiale*, Bologna, 1999, 23 ss.

<sup>3</sup> Sul tema si registra una significativa recente riflessione, sviluppata quest’anno da la “Lectio Degasperiana” promossa dalla Fondazione Trentina “Alcide De Gasperi”, con relazioni affidate al prof. Giuseppe Guzzetti e al prof. Giulio Tremonti (di cui vi è resoconto di N. SALDUTTI, “*La lezione di De Gasperi*”, nel *Corriere della Sera, Cultura*, di venerdì 13 aprile 2021).

<sup>4</sup> Il rapporto tra “etica” e “diritto” conosce un’interessante prospettiva in V. DI CATALDO, *A che cosa serve il diritto*, Bologna, 2017, 57 ss., con riferimento alla conclusione raggiunta dall’A., secondo il quale “i frutti dell’etica non sono regole, ma proposte di regole” (60). Vorrei, però, aggiungere, con riferimento proprio alle presenti riflessioni, che la c.d. dottrina sociale della Chiesa ha finito per delineare un complesso di principi in ordine ai quali si sono storicamente sviluppate proposte politiche, in relazione alle quali il cattolicesimo politico-parlamentare ha costruito la propria identità.

<sup>5</sup> Gli articoli ora si leggono nel volume *Scritti politici di Alcide De Gasperi*, Milano, 1979, *passim*.

educative e religiose o i consigli corporativi), “adattati al nuovo ambiente e che superano la lotta di classe e che costituiscono la soluzione media fra la libertà economica illimitata e il socialismo”<sup>6</sup>. Invero, la *Rerum Novarum* di Leone XIII del 15 maggio 1891, non aveva fatto alcun esplicito riferimento alle teorie corporative che già avevano conosciuto un primo sviluppo<sup>7</sup>, limitandosi ad evidenziare il ruolo che avrebbero dovuto svolgere le associazioni professionali, scrutinando sì il ruolo del sindacalismo operaio, ma raccomandando, in particolare, la formazione di sindacati misti e la collaborazione di classe, in un contesto in cui, accanto al riconoscimento della proprietà privata come “diritto naturale”, si auspicava un altrettanto significativo intervento dello Stato finalizzato ad eliminare le profonde disuguaglianze sociali. In tal modo viene posta in discussione proprio l’omogeneità ideologica della preesistente impalcatura intransigente, entrata in crisi nel confronto con i nuovi problemi posti dall’irruzione del capitalismo nelle campagne, dando così inizio ad un lungo percorso di giustificazione ideologica per dilatare la “carità” e adattarla alle nuove esigenze sociali (il germe del tramonto dell’economia caritatevole e l’approccio al capitalismo popolare, del quale, in qualche modo, Don Luigi Sturzo fu interprete).

In realtà, il magistero papale si muoveva in un contesto caratterizzato, da una parte, dalla opposizione alla struttura ideologica dello Stato liberale postunitario<sup>8</sup>, e, dall’altra, da una certa resistenza nei confronti dello stesso associazionismo operaio cattolico (in ordine al quale, invece, alcuni settori pure guardavano con interesse)<sup>9</sup>. Per diversi decenni, nonostante la sempre più crescente presenza di un associazionismo cattolico (che per comodità espositiva potrebbe definirsi “sindacale”)<sup>10</sup>, le gerarchie manifestarono la propria aversità verso il fenomeno, tanto che la Sacra Congregazione del Concilio il 20 giugno 1914 diffidò i sacerdoti dal partecipare in qualsiasi modo alle attività delle associazioni sindacali; sì che in alcuni articoli pubblicati nel 1914 da “*La Civiltà cattolica*” si contrastò finanche l’uso della stessa espressione “sindacato”, ritenendo che la stessa andava evitata “per le sue origini prettamente rivoluzionarie”, simbolo di “un’alleanza guerriera per la quale i membri di una classe si stringono in esercizio compatto per fronteggiare altre classi”<sup>11</sup>. Nel mentre, differente, anche se sostanzialmente “agnostica”, fu la posizione delle stesse gerarchie ecclesiastiche nei confronti del rapporto tra mondo cattolico e movimento cooperativo (sin dalle prime esperienze delle

<sup>6</sup> A. DE GASPERI, *Evoluzione del corporativismo*, in *Scritti politici*, cit., 204, e ciò in una prospettiva di analisi delle esperienze che sono descritte come “confluenza tra genio latino e genio tedesco”.

<sup>7</sup> La prima bozza dell’Enciclica predisposta da Padre Liberatore faceva espresso e completo riferimento alle teorie corporative cattoliche, ma il testo definitivo, sul tema, in ordine alla “necessità della collaborazione di tutti”, si limita a rilevare che “Tengono però il primo posto le corporazioni di arti e mestieri che nel loro complesso contengono quasi tutte le altre istituzioni. Evidentissimi furono presso i nostri antenati i vantaggi di tali corporazioni (...). I progressi della cultura, le nuove abitudini e i cresciuti bisogni della vita esigono che queste corporazioni si adattino alle condizioni attuali” (*Rerum novarum*, 36).

<sup>8</sup> Non a caso, come evidenzia R. MURRI, *Intorno al programma sociale della democrazia cristiana*, in *Battaglie d’oggi*, marzo 1093, estranee al perimetro dell’Enciclica erano non solo le dottrine liberisti, ma anche quelle che ammettevano l’intervento dello Stato nella vita economica.

<sup>9</sup> C. BREZZI, *L’azione economico-sociale dei cattolici nella seconda metà dell’Ottocento*, in *Storia del movimento cattolico in Italia*, diretta da MALGERI, vol. I, Trezzano S/N, 1981.

<sup>10</sup> Il primo Congresso della Confederazione Italiana dei Lavoratori (CIL) si tenne il 29-31 marzo 1920.

<sup>11</sup> S. TRAMONTIN, *Il sindacalismo cristiano dall’età giolittiana al fascismo*, in *Storia del movimento cattolico in Italia*, vol. III, cit., 203 ss.

Casse Rurali di Don Luigi Cerutti in Veneto e di Don Luigi Sturzo in Sicilia), che si presentava indubbiamente come la componente caratteristica del “paese reale”, in ordine alla quale troveranno le proprie radici molte delle tesi che caratterizzeranno l’elaborazione della “visione economica” fatta propria negli anni successivi.

In sostanza, sia pure con i limiti che di seguito verranno esposti, la concezione del corporativismo cattolico si presentò, in una prima fase, come “modello” di organizzazione dei bisogni connessi alla costruzione di un contesto socio-economico corrispondente al “modello” cristiano, per pervenire, successivamente, ad una connotazione socio-politica, tendente a contrastare il fenomeno della lotta di classe e del sindacalismo operaio. Ciò detto, non pare a chi scrive che il fondamento esclusivo di questa concezione possa trovare il solo riferimento in quella mutazione dall’Europa borghese all’Europa corporativistica, che rinviene il proprio fondamento nel passaggio dal potere della rappresentanza eletta alle forze organizzate della società e dell’economia o nella contestuale ricerca del consenso attraverso la contrattazione permanente tra interessi organizzati dallo Stato.

In questo contesto deve ricordarsi che nell’Enciclica di Pio XI, *Quadragesimo anno* del 15 maggio 1931, il progetto sociale di Leone XIII si fa più aggiornato, sì che la questione sociale finisce per diventare “problema generale” non limitato alla questione agraria, coinvolgendo l’interesse di tutte le classi produttrici, non sottratte all’impatto che la grande crisi del 1929 aveva avuto sul sistema economico.

Proprio nell’Enciclica *Quadragesimo anno*, vengono compiutamente delineati i fondamenti dottrinali del corporativismo cattolico, completando un percorso già risalente nel tempo, e che viene fatto proprio dal magistero della Chiesa, con tutte le conseguenze teorico-dottrinali che ne derivano. Pio XI riprende l’insegnamento di Leone XIII, laddove nel tracciare i profondi mutamenti delle condizioni economiche e sociali rispetto al tempo del papato di Leone XIII, evidenzia: “Essendo dunque l’ordinamento economico moderno fondato particolarmente sul capitale e sul lavoro, devono essere conosciuti e praticati i precetti della retta ragione, ossia della filosofia sociale cristiana, concernenti i due elementi menzionati e le loro relazioni. Così, per evitare l’estremo dell’individualismo da una parte, come del socialismo dall’altra, si dovrà soprattutto avere riguardo del pari alla doppia natura, individuale e sociale propria, tanto del capitale e della proprietà, quanto del lavoro” (*Quadragesimo anno*, III, 1, e) (110). Si parte dalla considerazione, in ciò riportandosi alla dottrina tomistica, che l’ordine “è l’unità che risulta dall’opportuna disposizione di molte cose, il vero e genuino ordine sociale esige che i vari membri della società siano collegati in ordine ad una sola cosa per mezzo di qualche saldo vincolo” (*Quadragesimo anno*, II, 5 (85)), pervenendo ad affermare che proprio nella corporazione “primeggiano di gran lunga le cose che sono comuni a tutta la categoria. Tra esse poi principalissima è il promuovere più che mai intensamente la cooperazione dell’intera corporazione dell’arte al bene comune, cioè alla salvezza e prosperità pubblica della nazione” (*Quadragesimo anno*, II, 5 (86)). L’Enciclica passa, poi, all’esame della “iniziata” speciale organizzazione sindacale e corporativa, in cui “le Corporazioni sono costituite dai rappresentanti dei sindacati degli operai e dei padroni della medesima arte e professione, e, come veri e propri organi ed istituzioni dello Stato, dirigono e coordinano i sindacati nelle cose di interesse comune” (*Quadragesimo anno*, II, 5 (94)), per concludere che “basta poca riflessione per vedere i vantaggi dell’ordinamento per quanto sommariamente indicato; la pacifica col-

laborazione delle classi, la repressione delle organizzazioni e dei conati socialisti, l'azione moderatrice di una speciale magistratura" (*Quadragesimo anno, II, 5 (96)*). L'Enciclica, pur presentando un esplicito messaggio teso a contrastare, perché ritenuto contrario alla fede cristiana, il mutato socialismo rispetto ai tempi di Leone XIII (si prende, cioè, atto del rilievo storico della Rivoluzione di ottobre e delle sue conseguenze) (*Quadragesimo anno, III, 2 (111)*), finisce, nel contempo, per evidenziare gli errori "della scienza economica individualistica" (*Quadragesimo anno, II, 5 (89)*), per affermare la necessità che "l'economia torni a regolarsi secondo un vero ed efficace suo principio direttivo"<sup>12</sup>. In sostanza, e ciò non rimane elemento secondario nel richiamo all'esperienza corporativa, l'ordine professionale del lavoro non è limitato esclusivamente al campo economico, ma viene considerato funzionale ad un nuovo ordine sociale, costruito nella dimensione morale ed etica su cui viene a fondarsi lo scopo stesso dell'Enciclica<sup>13</sup>.

De Gasperi, però, pur avendo chiaro il risultato raggiunto, non manca di sottolineare come la mancanza di una forza capace di far maturare il corporativismo cattolico nell'ordinamento pubblico può rinvenirsi nella circostanza che "se tutti i cattolici erano d'accordo nel promuovere la corporazione per i suoi scopi sociali, cioè per comporre il conflitto di interessi tra il lavoratore e il datore di lavoro, molti dissentivano dagli scopi economici che le volevano affidare La Tour du Pin, Vogelsang, Hitz ed i loro discepoli: la funzione, cioè, di regolare la produzione e di stabilire i prezzi"<sup>14</sup>. Ciò nonostante, questa impostazione si riportava all'insegnamento, nei precedenti decenni, di Giuseppe Toniolo, secondo cui la corporazione restava l'unica risposta possibile, in quanto "di solido valore intrinseco, né d'altronde contrastato da soverchie difficoltà di attivazione", sottolineando, così, il suo intrinseco fallimento per le "difficoltà di realizzazione, perché il ceto degli imprenditori capitalistici sono devoti servilmente ad un dottrinalismo liberalesco che coonestava il loro egoismo"<sup>15</sup>.

In realtà, però, De Gasperi sottoponeva a revisione critica anche il pensiero di Giuseppe Toniolo, ritenendo che la elaborazione dell'economista finiva per ridursi nella conseguenza naturale dell'autonomia e della libertà personale, "del diritto, in altre parole, di ogni cittadino ad essere riconosciuto un ente a sé, con propri fini economici, civili ed etici, da conseguire mediante l'esercizio di qualunque libera attività, purché non contraria alla legge morale"<sup>16</sup>. Con riferimento alle posizioni del movimento cattolico a ridosso della Grande guerra, si evidenziava che "in questo campo i cattolici rappresentavano una minoranza che seminava l'idea, ma non aveva la forza di farla matu-

<sup>12</sup> Per una completa disamina della *Quadragesimo anno*: AA.VV., *Actes du colloque de Rome (15-18 mars 1989)*, organizzato dalla Scuola francese di Roma, in collaborazione con l'Università di Lille III, Greqon n. 2 del CNRS, l'Università degli Studi di Milano, l'Università degli Studi di Roma "La Sapienza", la Biblioteca Ambrosiana, Roma, 1996.

<sup>13</sup> P. DROULERS, *L'idée de "corporation" chez les catholiques sociaux pendant l'entré-deux-guerres*, in *Mélanges offerts à Henri Guitton*, Parigi, 1976, 369 ss.

<sup>14</sup> A. DE GASPERI, *op. ult. cit.*, 211.

<sup>15</sup> G. TONIOLO, *Borse di lavoro e unioni corporative*, in *Rivista internazionale di scienze e discipline ausiliarie*, 1893.

<sup>16</sup> Non può essere questa la sede per esaminare le radici e gli sviluppi del pensiero di Giuseppe Toniolo, e senza la pretesa di essere esauriente, si rinvia a: A. ARDIGÒ, *G. Toniolo: il primato della riforma sociale per ripartire dalla società civile*, Bologna, 1978, *passim*; P. SCOPPOLA, *La democrazia nel pensiero cattolico del novecento*, in *Storia delle idee politiche, economiche e sociali*, diretta da FIRPO, vol. VI, Torino, 1972.

rare agli ordinamenti pubblici”, rappresentando come in Italia, in una prospettiva riscontrabile anche in altri Paesi europei, non solo “il potere era in mano della borghesia liberale e la piazza dominata dal socialismo rivoluzionario, ma soprattutto che la situazione italiana era ancora peggiore, causa il *non expedit*”<sup>17</sup>.

In tal modo, si prendeva atto che qualsiasi riforma in senso corporativo avrebbe dovuto presupporre una più complessiva riforma dell’ordinamento statale (in questo vi è l’adesione alle prospettive della legislazione corporativa fascista<sup>18</sup>). In sostanza, non sfuggiva all’osservatore “politico” che il principio corporativo, inteso come principio di organizzazione e di azione di categorie economiche, oltre a penetrare nel diritto amministrativo e nel diritto “costituzionale”, assumeva una valenza ben più pregnante, perché, accentuando la prevalenza sui rapporti individuali dei rapporti tra gruppi e categorie, consentiva definitivamente di superare l’individualismo liberale, sul quale il movimento cattolico aveva appuntato le proprie critiche<sup>19</sup>. In verità, De Gasperi percepiva che il rapporto tra il corporativismo e lo Stato moderno, fra il regime corporativo e il regime costituzionale uscito dalla rivoluzione francese, non poteva essere risolto abbattendo lo Stato liberale per sostituirvi uno Stato feudale rimodernato, e che a tal fine appariva del tutto insufficiente per perseguire un anacronistico ritorno ad un’età di società ideale impregnata dallo spirito cristiano (tipica opzione della ideologia corporativa reazionaria). Ciò nonostante, si intravede negli scritti una certa adesione al corporativismo fascista, che “rappresenta nella storia moderna dell’organizzazione sociale una novità assoluta”<sup>20</sup>, assumendo in questo, però, un atteggiamento di attesa per una disciplina politica (organica) idonea a completare quella economica, nell’auspicio di una definizione del disegno normativo.

Questa posizione, frutto del quadro politico-istituzionale conseguente al Concordato, risultava in qualche modo in contraddizione con più meditata opinione, laddove, muovendo proprio dalla *Quadragesimo Anno*, lo stesso Autore confermava che le funzioni della corporazione, oltre a quella sociale rinveniente nella conciliazione delle classi, mettevano in rilievo quelle economiche, “stabilendo che il retto ordine dell’economia non può essere abbandonato alla libera concorrenza, alla egemonia di una parte, ma ha da venire sottoposto ad un principio direttivo, proprio quello della giustizia e della carità sociale. È questo il compito supremo dello Stato che deve far compenetrare di tale principio tutte le sue istituzioni e oltre a ciò, sussidiariamente ai corpi autonomi,

<sup>17</sup> A. DE GASPERI, *op. ult. cit.*, 210.

<sup>18</sup> P.G. ZUNINO, *Saggio introduttivo*, a *Scritti politici di Alcide De Gasperi*, cit., 45, secondo il quale gli scritti tra il 1933 ed il 1936, che sono gli anni in cui si consumano definitivamente le illusioni corporative suscitate dal regime, rilevano la grande attesa di De Gasperi in ordine alla introduzione di un corporativismo sociale, capace di recepire proprio la dottrina cattolica (ne resta un esempio, l’articolo SPECTATOR (DE GASPERI), *La quindicima internazionale*, in *L’Illustrazione Vaticana*, 16-31 ottobre 1933, 810).

<sup>19</sup> A. BRUCCULERI, *Dal corporativismo dei cristiano-sociali al corporativismo integrale fascista*, in *La Civiltà cattolica*, 8 febbraio 1934; L. FERRARA, *Censure e continuità nelle vicende dello Stato italiano. In particolare, il corporativismo fascista e quello cattolico (a proposito del libro di S. Cassese, Lo Stato fascista)*, in *Istituzioni del Federalismo*, 2011, 935, il quale, evidenziando la peculiarità della concezione “organica”, ricorda l’opinione di Cesarini Sforza, secondo cui l’essenziale differenza tra corporativismo cattolico e corporativismo fascista è data dalla rilevante circostanza che per il primo la solidarietà tra le classi era un dovere morale e religioso, fondato sulla fraternità degli uomini in Cristo, mentre per il corporativismo fascista esso coincideva con la subordinazione giuridicamente obbligatoria degli interessi particolari al superiore interesse di cui si faceva portatrice la Nazione e l’impegno a tutelare lo Stato fascista.

<sup>20</sup> A. DE GASPERI, *Sul corporativismo fascista*, in *L’illustrazione vaticana*, 1-15 giugno 1934.

far sì che a tale principio si conformi anche l'economia"<sup>21</sup>. In sostanza, De Gasperi esponeva in tal modo che nei capisaldi dell'Enciclica non veniva menzionata alcuna funzione politica attribuibile alle corporazioni né alla struttura politica dello Stato, "perciò quando si parla di Stato corporativo, secondo la *Quadragesimo Anno* si intende dire di ordinamenti sociali ed economici, non di sistema politico"<sup>22</sup>. In realtà, questa posizione si spiega per il larvato contrasto manifestato nei confronti di quei cattolici, come Hackelsberger, che in Germania divennero fiancheggiatori del regime, i quali si applicarono per dimostrare come non esistesse un insuperabile contrasto tra il nuovo ordinamento tedesco e le direttive della *Quadragesimo Anno*, individuando in ciò la sola eccezione nel rapporto fra corporazioni e Stato<sup>23</sup>. De Gasperi, cioè, percepiva, pur non pervenendo a posizioni definitive ed evidenti, che la antica nozione del corporativismo cristiano finiva per incontrare il diverso disegno della "compartecipazione" dei lavoratori nell'impresa, che iniziava a trovare sviluppo in alcune impostazioni teoriche<sup>24</sup>, ciò dando luogo ad una visione comunitaria dell'impresa, che, però, si presentava diversa da quella fatta propria dal nazionalsocialismo tedesco, laddove all'eliminazione dei sindacati operai aveva fatto seguito una visione dell'"impresa" non già legata al primato dello Stato o della Nazione, ma a quello della "comunità", per cui l'interesse collettivo degli operai si confondeva con quello dell'"azienda" (espressione che valorizzava il profilo proprietario dei beni), e poi di tutte le imprese operanti nel medesimo settore economico, ed, infine, con l'insieme del sistema produttivo tedesco<sup>25</sup>.

In sostanza, la prospettiva ricostruttiva tende a mantenere separato il sistema politico – così evitando di prendere, in relazione allo stesso, una posizione completamente adesiva – da quello che potremmo definire più "culturale" (economico-sociale) in cui viene esaminata, in coerenza con gli stessi insegnamenti papali, la "novità" del corporativismo cattolico. In questa prospettiva, mi pare che l'orientamento di De Gasperi restasse piuttosto quello di un osservatore esterno, più interessato a riaffermare la peculiarità del pensiero cattolico corporativo, valorizzandone le esperienze e le prospettive

<sup>21</sup> A. DE GASPERI, *Evoluzione del corporativismo*, cit., 221-222.

<sup>22</sup> A. DE GASPERI, *op. ult. cit.*, 222.

<sup>23</sup> Non a caso, De Gasperi evidenzia quelle tesi secondo le quali i cardini dell'ordinamento tedesco si presentavano in netto contrasto con le direttive di Leone XIII e Pio XI, non ammettendo la libera e responsabile cooperazione degli operai, nemmeno quando si trattava di fissare le condizioni di lavoro, in tal modo si negava il principio dell'autonomia corporativa, così avviando la prospettiva di un socialismo di Stato.

<sup>24</sup> Cfr.: A. FANFANI, *Declino del capitalismo e significato del corporativismo*, in *Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica*, 1934, 381 ss. Sul tema: L. ORNAGHI, *La concezione corporativa di Amintore Fanfani e il corporativismo dell'età fascista*, in *Bollettino dell'Archivio per la storia del movimento sociale cattolico in Italia*, 2011, 171 ss., il quale evidenzia che le impostazioni dell'economista toscano, anche quando in taluni suoi profili sembravano corrispondere ai principi del corporativismo fascista, in realtà affermavano la irriducibilità del corporativismo cattolico a quello del regime, valorizzando la centralità dei corpi sociali intermedi, il ruolo dello Stato in economia ed il superamento del sistema capitalistico.

<sup>25</sup> Ciò spiegava il motivo per cui l'ordinamento nazista, laddove pure era stato fatto ricorso ad alcune delle impostazioni cristiano-sociali del corporativismo, ignorava le categorie come centro di riferimento di interesse collettivo: W. CESARINI SFORZA, *I rapporti di lavoro nella concezione nazionalsocialista*, in *Commercio*, 1938, 20 ss. In realtà, nel dibattito, specie in quello giuridico, di cui non può darsi conto in questa sede, la caratteristica dell'insegna corporativa italiana, che ne misurava la distanza rispetto a quella diversa tedesca, era individuata nella convinzione che la nuova costruzione istituzionale avrebbe potuto realizzare la necessaria corrispondenza tra "l'ordinamento dei poteri costituzionali" ed il "principio organizzativo degli elementi sociali" (C. MORTATI, *L'ordinamento del governo nel nuovo diritto pubblico italiano*, 1931, Milano, 2000, 73).

intrinsecamente “culturali” e “solidaristiche”<sup>26</sup>, pervenendo – al netto delle espressioni di “circostanza” – ad una visione moderata, se non proprio riduttiva, dell’ordinamento corporativo fascista, e ciò proprio al fine di evitare che dalla sovrapposizione delle due “impostazioni” potessero scaturire paradigmi politici incompatibili.

Per altro, nell’elaborazione di alcuni ambienti cattolici, specie di quelli più distanti dal regime e dalle gerarchie ecclesiastiche, il “pensiero corporativo” finiva per assumere una inedita valenza disegnata sul recupero del ruolo sociale delle organizzazioni rappresentative degli interessi operai, niente affatto sintonica con il corporativismo globale del regime, oppure, ma solo in parte con questa coincidente, laddove veniva evidenziata la nuova funzione “assistenziale” che caratterizzava una parte della normativa<sup>27</sup>. Mi pare, per questo, che molti dei giudizi sul corporativismo cattolico nascano, in qualche modo, da un pregiudizio, quello, cioè, di ritenere che vi fosse non solo una continuità “corporativa” tra prefascismo e fascismo, ma pure tra quest’ultimo e il postfascismo, la quale, con il tempo, avrebbe finito per riguardare l’alto tasso di continuità degli apparati amministrativi e pubblici, nell’ambito dell’unico disegno di restaurazione moderata nel dopoguerra, ascrivibile ad una certa concezione interclassista, che si ritiene aver caratterizzato proprio l’elaborazione e l’evoluzione dei principi del corporativismo cattolico<sup>28</sup>. Con ciò, naturalmente, non vuole negarsi che proposte di rappresentanza organica e di progetti corporativi fossero già presenti nel pensiero cattolico prefascista, ed anche, sia pure depurati dal tratto autoritario, nell’immediato dopoguerra, ma si vuole solo evidenziare la natura “poliedrica” di questo disegno teorico ed ideologico, che non ne consente una rappresentazione unica, specie in mutati contesti politici ed economici.

3. *La crisi del sistema corporativo e il periodo post bellico con la riscoperta dell’economia di mercato.* – In realtà, il pensiero cattolico, e quello di De Gasperi in particolare, finisce per subire il “fascino”<sup>29</sup> della legislazione corporativa della quale viene,

<sup>26</sup> Per questi motivi, escluderei quella qualificazione come (esclusivamente) “confessionale” che sul tema pare caratterizzare l’esposizione di S. CASSESE, *Lo Stato fascista*, Bologna, 2010, 94.

<sup>27</sup> Sotto questo profilo, pare sussistere una continuità con l’esperienza precorporativa: L. GANAPINI, *Il corporativismo fascista in Italia: modernizzazione, Stato totalitario, dottrina sociale cristiana*, in AA.VV., *Progetti corporativi tra le due guerre mondiali*, a cura di PASETTI, Roma, 2006, 199 ss.

<sup>28</sup> Così: E. SANTARELLI, *Il processo del corporativismo: elementi di transizione storica*, in *Critica marxista*, X, 1972, 4, 48 ss.; C. PAVONE, *Sulla continuità dello Stato nell’Italia 1943-1945*, in *Rivista di storia contemporanea*, III, 1974, 2, 172 ss.

<sup>29</sup> In qualche modo, pur contestandone le impostazioni e gli obiettivi, anche Antonio Gramsci subì l’influenza della prima legislazione corporativa e del dibattito che ne seguì, e, pur dubitando del rivolgimento tecnico-economico che avrebbe potuto essere provocato dal corporativismo, nota: “l’elemento negativo della “polizia economica” ha avuto il sopravvento sull’elemento positivo dell’esigenza di una nuova politica economica che rinnovi, rimodernandola, la struttura economico-sociale della nazione pur nel quadro del vecchio industrialismo” (A. GRAMSCI, *Quaderni del carcere*, in *Quaderno n. 22*, vol. III, Torino, 1975, 2157); ed ancora si ricordano le riflessioni sul dibattito che aveva opposto la tesi di Bottai a quella di Spirito, specie con riferimento alla tensione tra sindacato e corporazione, o, meglio, sulla difficoltà che trovavano i teorici del corporativismo di “nuova mentalità” ad inquadrare il “fatto sindacale”, evidenziando come “se si parte dal punto di vista della produzione e non da quello della lotta per la distribuzione del reddito, è evidente che il terreno sindacale deve essere completamente mutato” (A. GRAMSCI, *Quaderni del carcere*, *Quaderno n. 15*, ivi, 1794-1797). Sul tema: A. GAGLIARDI, *Il problema del corporativismo nel dibattito europeo e nei “Quaderni”*, in AA.VV., *Gramsci e il suo tempo*, a cura di GIASI, Roma, 2008, II, 651 ss. Del resto, S. CASSESE, *op. ult. cit.*, 96-97, evidenzia il largo interesse che l’esperienza corporativa fascista,



però, immediatamente percepito il limite<sup>30</sup>. Pertanto, di conseguenza, pur insistendo sulla “originalità del corporativismo integrale”, che si fonda sul partito unico (per cui accanto alla disciplina economica entra in azione anche la disciplina politica), ne vengono individuati anche i pericoli, evidenziando – sia pure con le espressioni prudenti che il periodo storico imponeva – che le prospettive di questo corporativismo restano comunque altra cosa rispetto agli obiettivi sociali (in qualche modo *a-statali*) del corporativismo cattolico, sottolineando come quest’ultimo avesse scelto un’altra strada, ovvero “quella di evitare di metterla in conflitto col suffragio universale”, così consentendone di ipotizzarne uno sviluppo in armonia con lo Stato parlamentare”<sup>31</sup>. Impostazione, invero, che, sia pure anni dopo e sul finire dell’esperienza totalitaria, venne esposta anche da chi, pur avendo prestato adesione al disegno fascista, ebbe modo di evidenziare che “vi è una contraddizione intima tra il principio autoritario e quello dell’autogoverno. Se è vero che quest’ultimo costituisce il nucleo del principio corporativo, è logico che il principio corporativo respiri male nell’atmosfera dello Stato autoritario”<sup>32</sup>.

Non solo, ma in altra prospettiva, che non a caso riprende gli insegnamenti di Giuseppe Toniolo, viene evidenziato che i corporativismi cattolici, anche i più ostili allo Stato liberale, furono anzitutto e soprattutto avversari dello Stato accentratore<sup>33</sup>. In realtà, le analisi che De Gasperi conduce sul corporativismo italiano si sviluppano lungo un filone privilegiato, che è dato dal tentativo di dar vita ad un sistema corporativo, quale progetto di riorganizzazione dell’attività produttiva, come risposta tanto al liberismo capitalistico che al collettivismo comunista. Non a caso, questa prospettiva già era emersa con chiarezza anche in altri studiosi, collaterali al regime, in cui il corporativismo era concepito come la premessa in Italia di sistemi economici più avanzati nel modo di produrre e di “lavorare”<sup>34</sup> (naturalmente, il pensiero degasperiano si muove nel solco della tradizione cristiana, pur evidenziando tratti di novità).

---

soprattutto quale prima risposta alla necessaria acquisizione di strumenti nuovi di guida dell’economia, ebbe a suscitare non solo nel sindacalismo mondiale e nelle stesse esperienze statunitensi del New Deal.

<sup>30</sup> In questa sede non può essere neppure evocato il contraddittorio procedere della legislazione corporativa nel periodo fascista e le opposte visioni che l’avevano caratterizzata, si rinvia, senza la pretesa di essere esauriente, a A. JANNARELLI, *Asquini, Ascarelli e l’ordinamento corporativo*, Bari, 2021, *passim*; I. STOLZI, *L’ordine corporativo. Poteri organizzati e organizzazione del potere nella riflessione giuridica dell’Italia fascista*, Milano, 2007, *passim*; L. ORNAGHI, *Stato e corporazione*, Milano, 1984, *passim*.

<sup>31</sup> SPECTATOR (A. DE GASPERI), *Rinascita delle Corporazioni. Il periodo romantico*, in *L’Illustrazione vaticana*, 16-31 dicembre 1933, 986.

<sup>32</sup> W. CESARINI SFORZA, *Diritto corporativo vecchio e nuovo*, in *Archivio studi corporativi*, 1942, 11 ss., pervenendo, in sostanza, alle medesime conclusioni cui era pervenuto, quasi un decennio prima, lo statista trentino, ovvero che il corporativismo e autoritarismo, ridotti al loro significato limite, finivano per contraddirsi.

<sup>33</sup> A DE GASPERI, *Evoluzione del corporativismo*, cit., 213, che ricorda l’insegnamento di Toniolo, il quale, ripetendo l’insegnamento di La Tour du Pin, riteneva che la corporazione fonda tutta la sua natura non sull’intervento dello Stato, ma sul principio che la persona umana e la stessa corporazione, intesa come “dilatazione” della persona, sono anteriori allo Stato. Si tratta, però, di una posizione che potremmo ritenere non già netta e definitiva, posto che in *La quindicina internazionale*, in *L’Illustrazione Vaticana*, 1-15 giugno 1934, 493, scrive: “tutto quello che Leone XIII e Pio XI inculcano circa le corporazioni può essere conciliabile tanto col governo parlamentare – ed è ciò, come abbiamo visto, che si cerca in Belgio – come con governo autoritario o assoluto” (anche se le ultime espressioni utilizzate già fanno trasparire una certa presa di distanza dalla concezione fascista delle corporazioni).

<sup>34</sup> C. PAGNI, *A proposito di un tentativo di teoria pura del corporativismo*, in *Riforma sociale*, settembre-ottobre 1929; N.M. FAVEL, *Economia e corporativismo*, S.A.T.E., Ferrara, 1929, *passim*; A. SALSANO, *L’altro corporativismo. Tecnorazia e managerialismo tra le due guerre*, Torino, 2003, *passim*.

Del resto, il *vulnus* alle impostazioni fatte proprie dal movimento cattolico era percepito anche dal raffronto con quelle posizioni che la stessa Azione Cattolica, proprio con riferimento alla legislazione del 1926 (allorquando il sistema corporativo non era ancora stato “completato” e ridisegnato nel “sindacato unico di Stato”), aveva assunto in un suo documento, laddove si evidenziava come il nuovo ordinamento italiano avesse segnato un notevole passo in avanti verso un sindacalismo libero, alla collaborazione tra le classi, raccomandando così ai propri associati di aderirvi<sup>35</sup>. In tal modo, quel “nuovo ordinamento” veniva percepito all’interno della disciplina destinata a regolare i soli contratti collettivi di lavoro, nel cui contesto restava pur sempre possibile individuare la presenza di una latente tensione tra il naturale ambito operativo delle organizzazioni sindacali e quello assegnato, invece, agli organismi centrali corporativi<sup>36</sup>. Una posizione, quella assunta dall’Azione Cattolica, che finì per smarrire, nel corso degli anni successivi, il tasso di adesione alle declinazioni del corporativismo totalitario<sup>37</sup>.

Invero, soprattutto sul finire dell’esperienza corporativa, si manifesta, con maggiore evidenza, il rifiuto del pensiero cattolico verso il corporativismo fascista, aprendo così lo spazio per una riflessione sul (futuro) pluralismo sindacale e sulla struttura democratica che ciò avrebbe presupposto<sup>38</sup>. Lo stesso De Gasperi abbandona (sia pure lentamente) la prospettiva corporativa, anche con riferimento al carattere obbligatorio del sindacato<sup>39</sup>, che nella sua concezione originaria avrebbe dovuto contribuire ad attenuare l’incidenza social-comunista, così come emerge dalle sue valutazioni registrate nel verbale di una riunione, in quegli anni, di dirigenti democristiani<sup>40</sup>, ma non disconosce la concezione secondo la quale alle organizzazioni operaie deve essere riservato un compito meramente “negativo”, che si risolve nel favorire la “normalizzazione” dei rapporti di lavoro, per giungere ad una tregua che permettesse di spezzare il circolo vizioso rappresentato dall’aumento dei prezzi ed il conseguente aumento dei salari<sup>41</sup>. Sul

<sup>35</sup> In realtà, queste posizioni, che è opportuno soppesare nella attualità del momento storico ed evitando valutazioni ex post, non avevano compreso che il primo livello dell’ordine corporativo, quello strettamente sindacale era sì un meccanismo aperto verso il basso, ma rigidamente controllato dall’alto (così: S. CASSESE, *Lo Stato fascista*, Bologna, 2010, 115).

<sup>36</sup> Sul tema: U. ROMAGNOLI, *Il diritto sindacale corporativo e i suoi interpreti (Appunti per una storia delle idee giuridiche)*, in *Storia contemporanea*, 1970, 1, 108 ss.

<sup>37</sup> In realtà, il processo di maturazione più che nell’ambito dell’Azione Cattolica, venne a realizzarsi nella FUCI (Federazione degli universitari cattolici italiani) e del Movimento Laureati di Azione Cattolica, in cui molti intellettuali cattolici (come Gonella, La Pira, Pastore, Dossetti, Moro e Andreotti), sotto la guida dell’allora mons. Montini, ebbero modo non solo di approfondire la dottrina sociale della Chiesa, ma soprattutto la tradizione cattolico-liberale e le teorie personalistiche di Maritain e Mounier (R. MORO, *La formazione della classe dirigente cattolica*, Bologna, 1979, *passim*; T. TORRESI, *L’altra giovinezza. Gli universitari cattolici dal 1935 al 1940*, Assisi, 2010, *passim*).

<sup>38</sup> F. MANCINI, *I cattolici, il corporativismo e la democrazia*, in *Il Mulino*, n. 18, 1953.

<sup>39</sup> Problema al centro delle riflessioni del mondo cattolico: A. BRUCCULERI, *Monismo e pluralismo sindacale*, in *La Civiltà cattolica*, 1943, 18 settembre, 407 ss.

<sup>40</sup> Verbale riportato da G. MERLI, *De Gasperi e il progetto di unità sindacale*, in *Annuario del Centro Studi CISL*, 1965-1966, 292 ss.

<sup>41</sup> G. DE ROSA, *Dal Cattolicesimo Liberale alla Democrazia Cristiana del secondo dopoguerra*, in *Fondazione Giovanni Agnelli Quaderno 36/1979*, Edizioni della Fondazione, Torino, 1979, 24-25, il quale nota che questa posizione di De Gasperi riprende, anche se per breve periodo, l’eredità del pensiero prepopolare del sindacato misto tra operai e datori di lavoro, sia pure correggendolo con il principio della elezione proporzionale al suo interno. V., anche: A. DE GASPERI, *Discorso al I Congresso della Democrazia Cristiana*, 24 aprile 1946, in *Discorsi politici*, a cura di BOZZA, I, Roma, 1976, 80-81, dove ripropone

tema il rifiuto della concezione del corporativismo fascista, secondo cui il sindacato è un mero organo dello Stato, emerge con tutta evidenza nel mondo cattolico dal serrato confronto, nel corso del 1944, tra De Gasperi e Giulio Pastore, che segna il definitivo superamento della concezione “corporativa” classica degli inizi, che dagli stessi cattolici era interpretata in funzione “organicistica”, orientata, cioè, a concepire lo Stato come la risultante delle capacità di autogoverno delle realtà sociali, escludendo, in tal modo, proprio il principio autoritario ordinatore delle stesse<sup>42</sup>.

In effetti, l'elemento portante del pensiero degasperiano su queste tematiche può rinvenirsi in questo periodo nella affermazione che la forza motrice della ripresa economica post bellica avrebbe dovuto essere l'iniziativa economica privata<sup>43</sup>. Non a caso, Sergio Paronetto, tra gli artefici del Movimento Laureati Cattolici, osserva, pressoché nello stesso periodo, che la genesi dell'IRI, era “espressione di quello che si potrebbe chiamare patologia del capitalismo, che ha comportato e sempre di più comporta, indipendentemente dal regime politico, un generale scadimento dell'iniziativa privata in determinati settori dell'economia e un progressivo affievolimento dell'iniziativa pubblica”<sup>44</sup>. Con analoghi toni il tema sarebbe stato più volte ripreso (qui si anticipano le opzioni che avranno piena completezza negli anni successivi), sino a giungere a ritenere che la difesa dell'iniziativa privata si sarebbe perfettamente saldata con l'esplicita esigenza di riservare un ruolo egemone nello sviluppo del Paese al c.d. “quarto partito”, cioè al mondo imprenditoriale e alla grande borghesia, senza il quale, secondo De Gasperi, i tre partiti di massa non avrebbero potuto raggiungere alcun effettivo obiettivo di ricostruzione<sup>45</sup>.

Invero, la posizione assunta dallo statista trentino sia sul tema delle organizzazioni sindacali operaie che su quello dell'economia, non mi pare essere rivolta esclusivamente alla costruzione di un nuovo blocco sociale-capitalistico<sup>46</sup>, quanto indirizzata, da una parte, a contrastare fenomeni di estremizzazione anticapitalistica riscontrabili anche

---

l'argomento maturato già qualche anno prima, in un contesto, però, profondamente mutato in cui i partiti politici tenevano i loro primi congressi in vista delle elezioni del 2 giugno.

<sup>42</sup> Il tema relativo ai presupposti dell'organizzazione sindacale cattolica non può neppure essere enunciato in questa sede, si rinvia, senza alcuna pretesa di essere esauriente, a G. ACOCELLA, *Il sindacalismo cristiano nel secondo dopoguerra, in Storia del movimento cattolico in Italia*, vol. V, cit., 298 ss.; G. MERLI, *De Gasperi e il sindacato*, Roma, 1977, 75 ss.

<sup>43</sup> A. DE GASPERI, *Discorso alla Costituente*, 15 luglio 1946, in A. DE GASPERI, *Discorsi parlamentari*, I, Camera dei Deputati, Roma, 1975, 114; ID., *Discorso alla Costituente*, 8 febbraio 1947, *ivi*, 198, laddove così si esprime: “Le iniziative e le intraprese private assurgono a punto cardine dell'orientamento economico governativo”.

<sup>44</sup> Lo ricorda, G. DE ROSA, *op. ult. cit.*, 19, il quale evidenzia la contrapposizione che sul tema si manifesterà anche nella Costituente, che stava proprio nel conciliare due prospettive, emerse nel dibattito tra gli intellettuali cattolici, in parte tra loro antitetiche: la prima che accentuava l'aspetto maritainiano della “crisi di civiltà” e quindi della rifondazione del sociale attraverso una democrazia di ispirazione religiosa più partecipata (di cui si fece interprete Sergio Paronetto e il gruppo dossettiano); e la seconda, che muovendo dalla crisi delle istituzioni liberali e dalle regole della democrazia di tradizione laica, infrante dal fascismo totalitario, portava ad affermare non solo l'esigenza di ripristinare, sia pure in parte, una statualità garantista, ma soprattutto a riconsiderare le tipologie di intervento dello Stato in economia, come manifestatesi a seguito della crisi negli inizi degli anni Trenta (di cui si fece interprete Pasquale Saraceno).

<sup>45</sup> Si tratta di una posizione, che non conobbe grande “respiro”, assunta in dipendenza dell'interesse manifestato dalla stessa Confindustria nei confronti della Democrazia cristiana.

<sup>46</sup> È la posizione che emerge in M. G. ROSSI, *Movimento cattolico e capitale finanziario: appunti sulla genesi del blocco clerico-moderato*, in *Studi storici*, 1972, 249 ss.; ma pure C. DANEI, *La politica economica della ricostruzione*, Torino, 1975, 221-22.

all'interno del movimento cattolico e del partito democratico cristiano, e, dall'altra, soprattutto, a dimostrare sul piano internazionale (in vista del Trattato di pace del febbraio del 1947) la distanza rispetto alle posizioni social-comuniste<sup>47</sup> (che avranno modo di evidenziarsi nei lavori della Costituente e che daranno luogo a serie preoccupazioni in tema di libera iniziativa economica, riprese anche dalla stampa internazionale)<sup>48</sup>.

In sostanza, può registrarsi, in questo periodo, un abbandono progressivo delle ipotesi corporative anche da parte di coloro che avevano guardato con fiducia all'esperienza del ventennio, ed in tal senso può farsi riferimento agli studi sull'intervento pubblico in economia dovuto all'opera di Amintore Fanfani<sup>49</sup>; alle riflessioni di Paolo Emilio Taviani sulla subordinazione ultima dell'economia capitalistica all'etica e sul definitivo superamento della soluzione corporativa come affermata nel contesto dello stato autoritario<sup>50</sup>; agli studi di Pasquale Saraceno sulla concezione cattolica dell'azionariato operaio, della quale vengono evidenziati i limiti come risposta alla complessità delle dinamiche produttive, in un'ottica, cioè, non più limitata alla piccola e media impresa, ma protesa allo sviluppo del mondo industriale italiano<sup>51</sup>; nonché all'opera di Ezio Valori sulla giustizia fiscale nell'ottica redistributiva fatta propria dalla dottrina sociale della Chiesa<sup>52</sup>.

Più di ogni altra posizione, mi pare che quella cattolica percepì, sia pure non nella sua totalità e solo *in nuce*, la doppia lettura storica del fascismo, distinguendo il fenomeno politico e statuale da quello che aveva governato la trasformazione dell'economia e della funzione integrativa dello Stato nei confronti delle strutture produttive del capitalismo nazionale (in particolare, ciò emerge nelle posizioni di Pasquale Saraceno e di Ezio Valori, che, non a caso, sia pure in modo differente, erano stati interessati dalle

<sup>47</sup> Cfr.: F. TADDEI, *Il socialismo italiano del dopoguerra: correnti ideologiche e scelte politiche (1943-1947)*, Milano, 1984, 84 ss.

<sup>48</sup> G. PETRILLI, *La politica estera ed europea di De Gasperi*, Roma, 1975, *passim*.

<sup>49</sup> A. FANFANI, *Summula sociale*, I ed., Roma, 1945 (IV ed., 1960), 150, secondo il quale: "la razionalizzazione della vita economica non può essere abbandonata alla libera concorrenza; ricondotta questa nei limiti ragionevoli e giusti, occorre un intervento pubblico ispirato ai principi della giustizia e della carità sociali ed anche una pianificazione non assolutamente dirigistica perché il bene comune sia raggiunto". Si tratta di un "organicismo sociale" che sostituisce in una cornice pluralistica l'involucro corporativo, affidando allo Stato un compito di guida e di direzione (A. FANFANI, *Persona beni società in una rinnovata società cristiana*, Milano, 1945, 107 ss.). Mi pare che questa posizione ponga il definitivo distacco anche dalle tesi estreme proposte dal c.d. corporativismo "di sinistra" di Ugo Spirito, che pure qualche influenza avevano avuto nel dibattito cattolico (U. SPIRITO, *Capitalismo e corporativismo*, Sansoni, Firenze, 1933, *passim*; per un esame di queste tesi: S. LANARO, *Appunti sul fascismo "di sinistra". La dottrina corporativa di Ugo Spirito*, in *Belfagor*, XXVI, 1971, 5, 577 ss.).

<sup>50</sup> P. E. TAVIANI, *Prospettive sociali*, Milano, 1944, *passim*; sul pensiero di Taviani, S. BARTOLOZZI BATIGNANI, *Dai progetti cristiano-sociali alla costituente: il pensiero economico di Paolo Emilio Taviani (1932-1946)*, Firenze, 1985, *passim*.

<sup>51</sup> P. SARACENO, *La sede del potere di decisione nelle imprese*, in *Studium*, ottobre 1943, fasc. 10, 11 ss.; ora in *Ricostruzione e pianificazione*, Milano, 1974, 81 ss.

<sup>52</sup> E. VALORI, *La persona umana nell'economia pubblica*, in *Studium*, 1945, ora in E. VALORI, *Scritti di finanza pubblica e di politica economica*, a cura di Tramontana, Padova, 1976, 125 ss., laddove, con completo distacco dalle impostazioni corporative, si afferma che "il destino dell'uomo è un destino di libertà, cioè di responsabilità e che l'organizzazione pubblica deve creare l'ambiente in cui questo destino si attui nelle migliori condizioni per tutti gli individui senza arrivare mai a sostituirsi con interventi paternalistici alla libertà dei singoli". Sulla giustizia sociale redistributiva del reddito: E. VANONI, *La finanza e la giustizia sociale*, in *Studium*, 1953, ora in *Scritti di finanza pubblica e di politica economica*, cit., 105 ss.

vicende connesse alla nascita e allo sviluppo dell'IRI e dalla stessa profonda riforma della legislazione bancaria del 1936).

Non può essere dimenticato che il completo e definitivo distacco dei cattolici dall'esperienza del corporativismo (autoritario) si concretizzò con l'elaborazione del Codice di Camaldoli nel luglio del 1943, a seguito di una riunione organizzata da Sergio Paronetto e Vittorino Veronese, cui prese parte la maggior parte degli intellettuali cattolici presenti, al tempo, in Italia (tra cui Saraceno, Vanoni e Capograssi). Non può in questa sede darsi conto non solo del risultato di quell'incontro, ma soprattutto dell'influenza che ebbe il Codice sull'evoluzione del pensiero cattolico, specie in ordine alla disciplina economica, e tanto anche con riferimento alla futura esperienza costituente<sup>53</sup>: si vuole solo evidenziare il profondo e significativo "ripensamento" rispetto alle scelte maturate nel periodo fascista, e il conseguente superamento del "fatto economico", come emergente dalla stessa dottrina sociale della Chiesa<sup>54</sup>. In sostanza, come scrive Gabriele De Rosa, "il Codice di Camaldoli aggiungeva qualcosa in più, una visione del ruolo dello Stato, che anche un cattolico sturziano difficilmente avrebbe potuto ammettere"<sup>55</sup>, si da pervenire alla conclusione che esso ha "storicizzato" la dottrina sociale della Chiesa<sup>56</sup>, oppure che il riferimento a questa restasse solo espressione di un ossequio formale<sup>57</sup>. Per questo, non può essere sottaciuto che il Codice di Camaldoli rappresentò una vera e propria svolta nel pensiero cattolico, perché segnò il definitivo passaggio dalla concezione della scuola sociale cristiana della fine dell'Ottocento e dei primi del Novecento, ad una più realistica che teneva conto del mutamento verificatosi con la rivoluzione industriale, ovvero il superamento del c.d. capitalismo agrario.

Del resto, non può omettersi di considerare che già il radiomessaggio di Pio XII nel giorno di Pentecoste del 1941, per commemorare il cinquantenario dell'Enciclica leoniana, pur facendo riferimento al "vastissimo campo di azione multiforme, dove il pubblico potere interviene con una sua azione integrativa e ordinativa, prima per mezzo delle corporazioni locali e professionali, e infine per forza dello Stato stesso", ritiene "inoppugnabile competenza della Chiesa, in quel lato di ordine sociale dove si accosta ed entra a toccare il campo morale, il giudicare se le basi di un dato ordinamento sociale siano in accordo con l'ordine immutabile, che Dio creatore e redentore ha manifestato per mezzo del diritto naturale e della rilevazione". In sostanza, Pio XII vede ormai la questione del lavoro e della proprietà, nelle sue diverse manifestazioni, come una questione sociale in una prospettiva internazionale (un "ordine nuovo tra le nazioni e i po-

---

<sup>53</sup> Ancora una volta, senza alcuna pretesa di completezza: P.E. TAVIANI, *Perché il Codice di Camaldoli fu una svolta*, in *Civitas*, XXXV, luglio-agosto 1984, 3 ss.; F. BERTINOTTI-V. CASTRONOVO-P. SAVONA, *Il Codice di Camaldoli*, a cura di DAU, Castelvecchio, 2015, *passim*; R. CIFARELLI, *Il codice di Camaldoli e il formarsi della "costituzione economica": prime riflessioni*, in *Amministrazione in Cammino*, che si segnala per l'ampia bibliografia; A.A. PERSICO, *Il Codice di Camaldoli. La DC e la ricerca della "terza via" tra Stato e mercato (1943-1993)*, Milano, 2014, *passim*.

<sup>54</sup> In sostanza, la nuova tendenza si manifestò in quel complesso di indirizzi programmatici che vennero elaborati in vista della ricostruzione, evidenziando il profondo mutamento della cultura economica anche rispetto alla posizione degasperiana (G. DE ROSA, *op. ult. cit.*, 21, laddove si evidenzia che si tratta della presa di coscienza di una particolare prospettiva del popolarismo sturziano ovvero del rifiuto dello Stato panteista ed accentratore).

<sup>55</sup> G. DE ROSA, *op. ult. cit.*, 22.

<sup>56</sup> P.E. TAVIANI, *La svolta di Camaldoli*, in *Civitas*, 4, 1988, 3 ss.

<sup>57</sup> G. DE ROSA, *op. ult. cit.*, 22-23.

poli”, ancor più necessario nel contesto bellico apparso in quei giorni all’orizzonte), e ritiene compito primario “tutelare l’intangibile campo dei diritti della persona umana e renderle agevole il compimento dei suoi doveri vuol essere ufficio essenziale di ogni pubblico potere”. Il pubblico potere, allora, non può “abolire o privare d’efficacia il diritto naturale ai beni materiali” (tra i quali viene ricompreso il “lavoro”), e l’economia nazionale, ma “deve assicurare senza interruzione le condizioni materiali, in cui possa svilupparsi pienamente la vita individuale dei cittadini”. Per quanto non in modo esplicito e netto, può già misurarsi la distanza dall’adesione al progetto sociale fatto proprio dal fascismo, e dalla conseguente ideologia che ne aveva caratterizzato la costruzione statutale<sup>58</sup>.

Se da un lato, nella stessa progressione del pensiero di De Gasperi<sup>59</sup>, viene assegnato un ruolo rilevante all’attività e all’iniziativa economica privata – in ciò prendendo atto della inattualità del disegno corporativo cattolico –, dall’altro, iniziano ad affermarsi, sulla scorta delle suggestioni del pensiero cattolico francese (in particolare dovute alle opere di Jacques Maritain e di Emmanuel Mounier), teorie volte a superare la netta separazione tra la sfera dell’impresa (e dell’economia) e quella in cui si esplicano i rapporti sociali degli individui, che avevano – anche nel pensiero corporativo – comportato il conseguente isolamento della disciplina dei rapporti economici dal complessivo sistema giuridico della tutela della “persona” (in tutte le sue manifestazioni). La tensione tra iniziativa economica e tutela della “persona” viene, in tal modo, riproposta non già nel disegno autoritario che era appartenuto all’esperienza corporativa fascista, ma nel ruolo dei pubblici poteri nell’economia, capace di “indirizzare” l’attività economica verso finalità non ascrivibili alla mera ricerca del “profitto”, in una ricostruzione teorica di insieme che conosceva le proprie radici nella sociologia cattolica più avanzata e moderna, “corretta” dalle elaborazioni del Codice di Camaldoli<sup>60</sup>.

4. *I lavori della costituente e l’art. 41: il contributo degli appartenenti al gruppo Democratico cristiano.* – L’evoluzione del pensiero cattolico trova riscontro immediato nei lavori della Terza Sottocommissione della Commissione per la Costituzione, cui era stata affidata l’elaborazione delle norme sui rapporti economici<sup>61</sup>. Un primo argo-

<sup>58</sup> Del quale resta interprete: G. GENTILE, *Origini e dottrina del fascismo*, Roma, 1934, 44 ss. Si tratta di una riflessione che si legge anche in G. CAPOGRASSI, *Il diritto dopo la catastrofe*, in *Jus*, 1950, 2, 187-188, il quale ricorda che forze storiche “hanno fatto in modo che lo Stato riducesse individui e società, tutta la libera varietà delle forme e dei fini individuali e sociali, a questo piano da loro inventato” ovvero “di una loro tavola di valori, una loro scala di fini”; con la conseguenza che “la esaltazione dello Stato a valore assoluto ha portato per proprio movimento interno all’annientamento dello Stato” (185); e v. anche su rapporto tra sovranità e libertà, riprendendo l’insegnamento rosminiano (193-195, 200).

<sup>59</sup> In realtà, negli anni successivi De Gasperi avrebbe scelto un’altra strada, rispetto a quella indicata da Fanfani ed in qualche modo fatta propria da una parte del mondo cattolico, tendente alla costruzione di un modello economico volto alla piena occupazione, così aderendo all’impostazione di Luigi Einaudi e alla sua componente liberista, che avrebbe consentito di gettare le basi dell’“economia mista” italiana (Sul tema: P. CRAVERI, *De Gasperi*, Bologna, 2006, 407 ss.).

<sup>60</sup> In tal senso, si ricorda il testo delle “Idee ricostruttive della Democrazia Cristiana”, redatto da Alcide De Gasperi, stampato e diffuso nel luglio del 1943, in cui si rinviene proprio la connessione della proposta economica con le elaborazioni del Codice di Camaldoli.

<sup>61</sup> P. BARUCCI, *Il dibattito sulla “costituzione economica”*, in AA.VV., *Democrazia cristiana e Costituente*, a cura di ROSSINI, II, Roma, 1980, 673-718.

mento di discussione, come emerge dalla seduta preliminare del 26 luglio 1946, finisce per riguardare proprio gli argomenti che con i rapporti economici paiono interferire in modo determinante. Al riguardo, deve farsi riferimento all'intervento di Amintore Fanfani, il quale recependo proprio l'*humus* del dibattito che ha interessato l'interferenza tra materia economica e diritti della "persona", propone il seguente schema: 1) garanzie economico-sociali del diritto alla vita (dovere sociale del lavoro e diritto al lavoro; diritto all'assistenza); 2) garanzie economico-sociali del diritto all'affermazione della personalità dei cittadini (diritto all'istruzione e all'educazione; diritto di integrazione; diritto all'esercizio professionale; diritto di proprietà); 3) aspetti economico-sociali del diritto di associazione (intrapresa economica; azione sindacale); 4) garanzie economico-sociali per l'assistenza alla famiglia; 5) controllo sociale della vita economica. Emerge, in tal modo, una chiara linea di tendenza che intende dar luogo ad una norma che, sia pure avendo ad oggetto le attività economiche, non possa ritenersi disgiunta da altri principi, come quelli della tutela della persona, del lavoro e della dignità sociale (si tratta di un'opzione che viene, sia pure con qualche distinguo, fatta propria anche da altri componenti della Commissione).

Non era questa una posizione isolata di Fanfani, essa trovava il presupposto nella discussione che si era sviluppata nel primo Congresso della Democrazia Cristiana del 1946, specificamente nella relazione di Guido Gonella, il quale, partendo dal presupposto che il sistema economico avrebbe dovuto essere "tale da permettere le condizioni di possibilità di esercizio della libertà politica", affermava con chiarezza che il nuovo Stato avrebbe dovuto realizzare, in primo luogo, la "giustizia sociale" e definiva "intollerabile" "la libertà di sfruttare il prossimo, la libertà di pagare salari insufficienti, la libertà di fare aumenti di prezzi per fini egoistici"<sup>62</sup>.

Si tratta di una prospettiva che emerge anche nei lavori della Prima Sottocommissione che si occupa dei "rapporti sociali", i cui risultati vanno necessariamente esaminati con quanto resterà oggetto di discussione nella Terza Sottocommissione, e ciò non solo per lo spessore "politico-culturale" dei suoi componenti (uno dei relatori, ad esempio, è Palmiro Togliatti, e vi partecipano esponenti cattolici del calibro di Giuseppe Dossetti, di Giorgio La Pira e di Aldo Moro), ma soprattutto perché nella stessa vengono elaborati i principi cardini che caratterizzeranno la stessa disciplina dei rapporti economici. In particolare, si intende riportare, sia pure in sintesi, quanto emerge dalla riunione del 3 ottobre 1946, in relazione alla posizione assunta dagli esponenti appartenenti al gruppo democratico cristiano. Ad esempio, Giuseppe Dossetti, aderendo in parte alla relazione di Togliatti, ritiene necessario un controllo sociale della vita economica, da realizzarsi attraverso certe strutture che dovranno essere concretamente indicate, tale da orientare – in un quadro di libertà e di democrazia politica – le stesse scelte economiche a vantaggio della comunità. Mentre, Giorgio La Pira, muovendo dalla grave crisi economica ed occupazionale post bellica, evidenzia la necessità di creare una struttura economica nuova che permetta di realizzare una dignità effettiva e non astratta della persona umana. Vi è che sia Dossetti che La Pira traggono i propri argomenti proprio dalla cultura cattolica e dall'evoluzione che questa aveva conosciuto a seguito degli

---

<sup>62</sup> La relazione di Guido Gonella ora si legge in AA.VV., *Storia della democrazia cristiana*, vol. I (1943-1948 *Le origini: La DC dalla resistenza alla Repubblica*), a cura di Malgeri, Roma, 1987, 487.

insegnamenti di Maritain, che traspaiono con tutta evidenza dai loro interventi<sup>63</sup>. In questo dibattito assume, almeno in parte, una più accentuata “concretezza politica”, l’intervento di Aldo Moro, più attento ad indicare le peculiarità del controllo dell’economia, evidenziando che allorquando si parla di controllo dell’economia da parte dello Stato, non si intende che quest’ultimo deve essere gestore di tutte le attività economiche, ma ci si riferisce allo Stato nella complessità dei suoi poteri e ciò non esclude affatto le iniziative individuali, ma le coordina, le disciplina, le orienta, senza che ciò comporti la nascita di un totalitarismo politico e economico. Invero, quasi a sottolineare le differenze con un sistema di controllo politico della produzione e dell’economia, quale quello che avrebbe potuto trasparire da alcune tesi formulate dai costituenti appartenenti al gruppo del Partito comunista, e nello stesso tempo prendendo le distanze dalla concezione liberale in materia economica (come esposta dall’altro relatore Roberto Lucifero D’Apriglione, appartenente al gruppo Blocco Nazionale delle Libertà), Moro dichiara che “Lo Stato fascista non era uno Stato democratico, era anche nelle sue forme di controllo uno Stato delle classi capitalistiche, le quali non tutelavano gli interessi della collettività, ma tutelavano gli interessi della classe che rappresentavano”<sup>64</sup>. Si tratta di una posizione che troverà ampio riscontro in studi più recenti, che intravedono nell’attività delle corporazioni l’armamentario di un’economia concertata, protetta e monopolistica, “un vero e proprio manuale di pratiche in violazione della concorrenza”<sup>65</sup>.

Di rilevante interesse resta il resoconto della seduta del 1 ottobre 1946 della Terza Sottocommissione, in cui si segnala l’intervento di Francesco Domenidò, il quale, valorizzando l’aspetto dinamico dell’attività dell’impresa contrapponendolo a quello statico della proprietà<sup>66</sup>, propone una distinzione tra: impresa individualistica, riconosciuta

---

<sup>63</sup> Fanfani, Dossetti e La Pira costituirono il nucleo del c.d. gruppo dossettiano, che, pur riconoscendosi nella linea di De Gasperi, valorizzava una visione tomistica della società, limitandosi, però, al campo della progettazione generale, ancora lontana dalla ricognizione storica dei problemi dello sviluppo capitalistico del Paese (G. DE ROSA, *op. ult. cit.*, 31). In verità, proprio la posizione di Giuseppe Dossetti, che non a caso più di altri aveva vissuto l’esperienza resistenziale e sulla stessa aveva delineato il progetto politico-sociale, in alcune sue manifestazioni appare in linea con la marcata cesura rispetto all’impianto costituzionale liberale proposta dal Partito Comunista, che si legge in uno dei più attivi costituenti di questo partito, Renzo Laconi, il quale così si esprime: “si nota nella Costituzione italiana la tendenza ad inserire, accanto alle libertà civili e politiche universalmente riconosciute, una serie di nuovi diritti che attengono al cittadino nella sua qualità di lavoratore e ad un’organizzazione sociale che nel lavoro trova il suo essenziale fondamento” (R. LACONI, *La nuova Costituzione*, in *Parlamento e Costituzione*, a cura di BERLINGUER-CHIAROMONTE, Roma, 1969, 15). Sul tema: U. DE SIERVO, *Il progetto democristiano e le altre proposte: scelte e confronti costituzionali*, in *Democrazia Cristiana e Costituente*, cit., 579 ss.

<sup>64</sup> Non può negarsi che quella di Aldo Moro era una lettura completa ed approfondita dell’esperienza fascista, in cui la statalizzazione era collocata in una legislazione corporativa che si era realizzata nella sfera politica, ma non in quella economica, in cui, invece, il fascismo era stato connotato da evidenti tratti di tutela esclusiva della produzione e degli interessi del capitalismo (F. NEUMANN, *Sindacalismo. Democrazia. Dittatura*, in *Il diritto del lavoro tra democrazia e dittatura*, a cura di CAPOBIANCO-GAETA-VARDARO, Bologna, 1983, 349). Sui contributi di Aldo Moro ai lavori della Costituente: U. DE SIERVO, *Il contributo di Aldo Moro alla formazione della Costituzione Repubblicana*, in *Il Politico*, XLIV, 1979, n. 2, m 193 ss.; R. RUFFILLI, *Religione, diritto e politica negli anni quaranta: Aldo Moro*, ivi, XLVI, 1981, nn. 1-2, 5 ss.

<sup>65</sup> S. CASSESE, *op. ult. cit.*, 123, il quale evidenzia ancora l’altro profilo incidente sul sistema produttivo-distributivo.

<sup>66</sup> Nel leggere l’intervento di Domenidò, sia pure non espresso compiutamente, sembra emergere il superamento di quella posizione che scorgeva nella proprietà e nell’impresa i profili di un fenomeno essenzialmente unitario, così consentendo, nel corso dei successivi lavori, alla distinzione dei due schemi giuridici fondamentali dell’economia privata: quello della proprietà, ancora ritenuto fondato sulla modello romani-



come regola in quanto operi in funzione sociale; impresa collettivistica, che va da quella statizzata a quella municipalizzata; impresa cooperativistica, distinta da quella individualistica, che ha per fine caratteristico il lucro, e da quella collettivistica, che ha per fine il pubblico interesse, ma che si avvicina ad una funzione di pubblico interesse, procurando ad una comunità di lavoratori e di utenti l'acquisizione di beni e di mezzi di lavoro a prezzo di costo. Nella discussione interviene Paolo Emilio Taviani, il quale insiste sulla circostanza che più che di impresa individualistica avrebbe dovuto parlarsi di "impresa privata" (tratto non limitato al mero profilo semantico, ma ricco di implicazioni, come sarà successivamente evidenziato nei lavori della stessa Sottocommissione). Il testo messo ai voti dal presidente Gustavo Ghidini, appartenente al gruppo del Partito socialista, risulta così formulato: "*Le imprese economiche possono essere private, cooperativistiche, collettive. L'iniziativa privata è libera (1 comma). L'impresa privata non può essere in contrasto con l'utilità sociale in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana (2 comma). L'impresa cooperativa deve rispondere alla funzione della mutualità ed è sottoposta alla vigilanza stabilita per legge. Lo Stato ne favorisce l'incremento con i mezzi più idonei*" (3 comma).

Nella successiva riunione della Terza Sottocommissione del 15 ottobre 1946, il relatore Amintore Fanfani, riprendendo il dibattito sviluppato dalla Prima Sottocommissione, traccia nella sua ricca ed articolata relazione la distinzione tra il controllo dell'economia in un sistema democratico ed il controllo di tipo totalitario (come emerso nella esperienza fascista ed in quella definita "burocratica" dell'esperienza comunista), evidenziando come "il problema che sembra aver afflitto l'Occidente è stato quello di vedere fino a che punto è possibile effettuare il controllo dell'attività economica senza menomare la libertà politica", in tal senso proponendo forme di controllo democratico, che vanno dalla partecipazione dei lavoratori nell'impresa al controllo distributivo proprio delle politiche fiscali. La vocazione a fondare l'attività economica su un preciso quadro valoriale, che costituisce l'essenza delle teorie economiche e lavoristiche dei costituenti cattolici, resta fortemente orientato a sostenere la necessità di vincolare il sistema capitalistico a precisi controlli pubblici, e ciò viene così esposto da Fanfani: "Scopo proprio dell'attività economica non è solo quello di produrre la massima quantità al minimo costo, ma anche quello di distribuire ad ogni consociato la quantità di beni necessaria alla sua personale piena espansione (...). Non sarebbe orientata personalisticamente l'economia la quale distribuisse molti beni a pochi privilegiati e ne facesse mancare a moltissime persone. Ma nemmeno sarebbe orientato personalisticamente un sistema economico il quale procedesse ad una distribuzione aritmeticamente egualitaria, senza tener conto delle necessità diverse a seconda delle capacità personali". Viene, così, proposta da Amintore Fanfani nella seduta del 16 ottobre 1946, una norma avente ad oggetto il "*Controllo sociale dell'economia*", che così recita: "*L'attività economica, privata e pubblica, deve tendere a provvedere i cittadini dei beni necessari al loro benessere e la società di quelli utili al bene comune. A tal fine l'attività privata, ammessa e protetta, è armonizzata a fini sociali da forme diverse di controllo periferico e contrale, determinate dalla legge*".

In realtà, Fanfani, pur facendo propria la posizione antimopolistica, in relazione

---

stico della "signoria sulla cosa", e quello dell'impresa, in cui l'organizzazione e la disponibilità giuridica dei beni è giustificato dal fine produttivo, che involge anche e soprattutto attività umane.

alla quale aveva avuto modo non solo di esprimersi nei suoi studi ma pure nel corso dei lavori del primo Congresso della D.C.<sup>67</sup>, prendeva le distanze dalle diverse posizioni espresse da autorevoli esponenti del mondo comunista. In particolare, qui si ricorda un articolo di Giuseppe Di Vittorio<sup>68</sup>, il quale sosteneva con forza una “riforma in grado di dare benessere e libertà ai lavoratori”, “la nazionalizzazione delle industrie chiave del paese”, riferendosi a “tutti i mezzi e servizi di comunicazione, l’elettricità, le miniere e i grandi complessi industriali”, nonché “la estensione, legalizzazione e regolamentazione dei Consigli di gestione” e la riforma agraria intesa “come liquidazione del latifondo” e “la trasformazione profonda dei contratti agrari”.

In sostanza, deve rilevarsi come in questa fase le discussioni fra i principali partiti politici, almeno per quanto riguarda i principali temi di natura economica e sociale, misero in evidenza uno spirito sostanzialmente unitario, che è, per l’appunto, riscontrabile nei lavori della Terza Sottocommissione. Si coglie l’essenza della contrapposizione ideologica, ormai maturata anche tra i democratici cristiani, nei confronti del corporativismo fascista, per scrutinare l’essenza di una “libertà dell’iniziativa economica”, che dia carico allo Stato, innanzi tutto, di impedire speculazioni, ma soprattutto di esercitare una funzione guida nella ripresa economica nell’interesse nazionale. La diffusa esigenza di “socialità”, che può ritenersi tratto comune e dominante della cultura politica, in questo momento storico si traduceva nella richiesta di una più democratica organizzazione del sistema produttivo, di un controllo pubblico sull’attività dei grandi complessi produttivi, di una più equa distribuzione del reddito, nel legame, ritenuto dai cattolici imprescindibile, tra iniziativa economica e tutela della persona nelle sue diverse manifestazioni (ivi compresa quella familiare)<sup>69</sup>.

Nel complesso, però, può ritenersi che il confronto non riuscì a liberarsi dell’angusta prospettiva che individuava l’espressione dialettica più alta dell’ordinamento giuridico nel rapporto autorità-libertà, sì che lo stesso dibattito sul rapporto economia pubblica-impresa privata restava prigioniero della alternativa tra statalismo e liberismo, pur avendo l’esperienza corporativa fascista delineato il nuovo volto del capitalismo monopolistico di Stato, in un intreccio tra pubblico e privato che non poteva essere semplicemente spazzato via insieme alla struttura corporativa<sup>70</sup>.

---

<sup>67</sup> Si trattava sicuramente non di una posizione isolata, tanto si evince anche da G. BALLADORE PALIERI, *Lineamenti programmatici della Democrazia Cristiana*, Milano, 1945, 67 ss., laddove si legge: “Come l’autorità dello Stato moderno non poté costruirsi se non sopprimendo la milizia privata e le eccezionali potestà dell’antico mondo feudale, così l’autorità dello Stato non può oggi ricostruirsi e la pace sociale istituirsi se non con la soppressione del grande capitalismo privato”.

<sup>68</sup> Pubblicato sul supplemento de *Il Lavoro* del 1° maggio 1946, dal titolo “*La CGIL e la Costituente*”.

<sup>69</sup> P. BARUCCI, *op. ult. cit.*, 689, il quale rileva che in questo clima “l’efficienza del sistema economico fu vista nella sua connotazione tecnica, da conseguire solo, e magari subordinatamente, ad un preordinato assetto sociale”. In sostanza, rileva l’A. “la riflessione che si cercò di compiere sul sistema economico italiano fu molto spesso di scuola e disvela oggi una scarsa consapevolezza dei principali connotati, anche quantitativi, dei nostri principali problemi economici del tempo”, ma ciò pose le premesse non solo per il (naturale) superamento dell’esperienza corporativa, ma per la “creazione di un sistema economico che non fosse la riedizione della cosiddetta epoca d’oro del capitalismo concorrenziale, ma che mirasse ad eliminare le posizioni di carattere monopolistico, cercando di creare le premesse per una qualche forma di programmazione nell’economia” (680-681).

<sup>70</sup> A. BARBERA, *Sub art. 2*, in *Commentario della Costituzione*, a cura di BRANCA, *Principi fondamentali (artt. 1-12)*, Bologna-Roma, 1975, 57.

5. *La “sintesi” dell’art. 41 della Costituzione.* – Il dibattito viene poi trasferito in sede di Assemblea Costituente, dove il contributo dei cattolici assume forme e modalità diverse, foriere di quelle divisioni che caratterizzeranno, dopo le elezioni del 1948, le vicende del Partito Democratico Cristiano, ma che, nello svolgersi dei lavori della Costituente, si era già manifestata con la successione di De Gasperi a Parri come Presidente del Consiglio<sup>71</sup>. I “fatti nuovi”, però, non riguardavano solo la situazione politica, ma finivano per attingere la situazione economica che si era particolarmente aggravata a seguito della crisi produttiva ed occupazionale<sup>72</sup>, che trovarono ampio eco nel Convegno di economia e politica industriale che si tenne a Firenze dal 3 al 5 gennaio 1947, organizzato dalla Confederazione generale dell’industria italiana<sup>73</sup>. Il quadro, però, era significativamente mutato anche all’interno del movimento cattolico, il 18 gennaio 1947 *La Civiltà Cattolica*<sup>74</sup> pubblicò un ricco saggio di P. Angelo Brucculeri di recensione al volume su *La proprietà* di Paolo Emilio Taviani<sup>75</sup>, in cui pur dando

<sup>71</sup> L’indagine storica sui primi mesi del 1947 e sulle conseguenze che ne derivarono è molto articolata, ma ancora oggi resta di grande utilità la lettura di A. GIOVAGNOLI, *Le premesse della ricostruzione. Tradizione e modernità nella classe dirigente cattolica del dopoguerra*, Milano, 1982, *passim*.

<sup>72</sup> A. GRAZIANI, *Lo sviluppo dell’economia italiana*, Torino, 2000, 18 ss.

<sup>73</sup> Si fa riferimento alla relazione di L. AMOROSO (pubblicato in *Rivista di Politica economica*, 1947, 3, 87), il quale evidenziò che il massimo problema economico-politico era costituito dalla “costituzione economica”, che avrebbe potuto superare necessariamente l’“alternativa fra economia di mercato e autonomia burocratica”, in termini politici fra “libertà morale o dittatura”.

È opportuno ricordare come con il 2 maggio 1946 si tenne a Milano, con il patrocinio della Confindustria, il “Convegno per la libertà economica”, in cui non solo vennero discusse alcune delle proposte governative aventi ad oggetto la creazione di una Commissione centrale per l’Industria con compiti di definire una programmazione per la ricostruzione e lo sviluppo, ma venne assunta una posizione netta per l’immediato ritiro di alcuni schemi di decreti sul controllo dei prezzi e degli impianti industriali (*Notiziario della Confindustria*, 1946, n. 10, 46). Non può essere sottovalutata l’influenza che la Confindustria ebbe sulla posizione politica di De Gasperi, non a caso il partito politico cui si rivolgeva l’organizzazione imprenditoriale non era tanto il partito liberale, ritenuto ancora legato al liberalismo ottocentesco, quanto la Democrazia Cristiana, di cui venne immediatamente compresa l’essenza interclassista, presupposto di ogni moderno partito conservatore (P. GINSBORG, *Storia d’Italia dal dopoguerra a oggi*, Torino, 2006, 67 ss.; E. BELLONI, *La Confindustria dalla ricostruzione al miracolo economico: Angelo Costa (1947-1970)*, Firenze, 2012, 109 ss.; V. CASTRONOVO, *Cento anni di impresa*, Roma-Bari, 2010, 45-50). Non può essere questa la sede per ricostruire il “dialogo” tra Confindustria e partiti politici nell’immediato periodo postbellico, ma non può omettersi di considerare l’influenza che ebbe in queste vicende Angelo Costa, che muoveva da una concezione liberistica dell’iniziativa economica e dell’impresa, escludendo sì un’ingerenza dello Stato che ne compromettesse la “natura”, ma, nel contempo, non escludeva l’intervento pubblico per favorire gli sforzi della rinascita e della ricostruzione del sistema produttivo, con interventi mirati alla riallocazione degli inoccupati e alla politica monetaria (V. ZAMAGNI-F. FAURI, *Costa, un ritratto a più dimensioni*, Bologna, 2007, 135 ss., laddove si evidenzia come alla base del pensiero di Costa vi erano la fede nell’evoluzione spontanea e di lunga durata della società moderna e una fede spiccata nella libertà, economica e politica, che segue impassibilmente il corso naturale delle cose, con echi quasi vichiani). Nella difesa dell’iniziativa economica privata, come presupposto per favorire il bene collettivo, così si esprime Costa: “Fermo restando il dovere e l’interesse dell’imprenditore di servire il bene comune, sono in grave errore coloro che credono che all’imprenditore si possa imporre di agire in funzione sociale. Si potrà cercare di creare le migliori condizioni di ambiente perché questo avvenga, si potranno mettere limiti di carattere generale per limitare possibili abusi, ma all’imprenditore dovrà essere lasciata la massima libertà possibile, perché proprio attraverso la libertà l’imprenditore può nel miglior modo servire il bene comune” (A. COSTA, *Scritti e discorsi*, Milano, 1980-1984, II, 558).

<sup>74</sup> A. BRUCCULERI, *La proprietà*, in *La Civiltà Cattolica*, 18 gennaio 1947, 146 ss., che così si esprime: “permanente minaccia per la libertà, una radice sempre vegeta donde pullula il capitalismo di Stato, una tentazione assai grave per caporioni politici senza scrupoli od avventurieri orgogliosi, pronti a tutto osare per dare corpo ai sogni pazzeschi della propria immaginazione”.

<sup>75</sup> P.E. TAVIANI, *La proprietà*, Roma, 1946.

atto della prospettiva ivi delineata in ordine al modo di limitare i diritti del proprietario “parassitario”, venne evidenziato come proprio questa ultima prospettiva avrebbe potuto dar corso ad un processo di larga “statizzazione della proprietà”. Del resto, era mutato anche il contesto internazionale, ed in particolare deve segnalarsi l’opinione espressa dal Dipartimento di Stato USA e dell’Ambasciatore USA in Italia<sup>76</sup>, cui faceva da sponda un orientamento più rigido della Confindustria, che esprimeva critiche sulle proposte di “costituzione economica” a causa del loro contenuto “disgregatore dell’ordine economico naturale”<sup>77</sup>. Si tratta di circostanze concomitanti che non potevano non avere una significativa influenza in sede di Assemblea Costituente, sì da comportare gli spostamenti dei termini del dibattito in sede di Sottocommissione e la rottura degli equilibri raggiunti.

In questa “nuova” prospettiva si comprende lo sviluppo delle discussioni nella Assemblea Costituente, di cui deve darsi, sia pure sinteticamente, conto. Nella seduta dell’11 marzo 1947, Giorgio La Pira, richiamando l’elaborazione del pensiero cattolico (Renard) esponeva che “l’impresa va concepita in maniera istituzionale, non secondo la categoria del contratto di diritto privato, ma secondo una visione finalistica, per cui tutti coloro che collaborano ad una comunità di lavoro, ne sono membri, sia pure con diverse funzioni, e quest’ultima comunità trascende l’interesse dei singoli”. In tal senso, La Pira affermava una concezione della “proprietà” (in cui era in realtà assorbita anche l’impresa), che, “pur essendo presidio della libertà umana, tuttavia diventa strumento di questa opera collettiva, quindi dà dignità al lavoratore, che non è più un salariato, ma come le Encicliche pontificie ricordano, deve tendere a diventare un consociato, il partecipante a questa comunità di lavoro”<sup>78</sup>. Si tratta di una posizione che pur essendo

<sup>76</sup> P. SCOPPOLA, *La proposta politica di De Gasperi*, Bologna, 1977, 298-299.

<sup>77</sup> P. BARUCCI, *op. ult. cit.*, 708.

<sup>78</sup> La posizione assunta da La Pira, sia pure in una dimensione tutta “personalistica”, non era disgiunta dall’anelito di “socialità” da introdurre nella vita produttiva, che, ad esempio, caratterizzò il tema della democratizzazione della gestione dell’impresa, la quale trovò ampio spazio tra i costituenti del Partito Comunista nella elaborazione della proposta di introdurre i Consigli di gestione (di cui dà conto: R. MORANDI, *Democrazia diretta e riforme di struttura*, Torino, 1975, 185 ss.). Invero, la posizione di La Pira non era estranea neppure alle riflessioni del mondo cattolico più vicino alle gerarchie ecclesiastiche: A. BRUCCULERI, *Il profitto e la morale cattolica*, in *La Civiltà Cattolica*, 4 dicembre 1943, 29; ID., *Per la pace industriale*, *ivi*, 3 luglio 1943, 12, laddove si evidenzia come la totale separazione tra lavoratori ed imprenditori, produce “una lotta di classe che va in ogni caso superata: la soluzione, in sostanza, è quella della partecipazione degli operai alla gestione e di conseguenza e di conseguenza agli utili dell’azienda”, sia pure con la precisazione che tale soluzione avrebbe potuto essere mantenuta in una fase transitoria, “ma alla lunga non avrà ragione di esistere”. Si trattava, però, di un’opzione che sarebbe stata successivamente revocata in dubbio dallo stesso A., a fronte delle “turbolenze” sociali e all’affermarsi del contrasto politico tra i partiti che avevano partecipato all’esperienza della Resistenza (A. BRUCCULERI, *La nostra dottrina sociale*, in *La Civiltà Cattolica*, 1° luglio 1944, 12; ID., *Chiesa e comunismo*, *ivi*, 5 agosto 1944 e 6 settembre 1944). Non a caso, A. GEMELLI, *Nuove idee e proposte sull’organizzazione del lavoro industriale*, in *Vita e pensiero*, agosto 1947, scrive: “Un tempo dai cattolici si parlava di partecipazioni agli utili e di azionariato operaio. Si è constatato che di fronte alle ferree leggi dell’economia, era questa una buona e anche una santa, ma vana illusione”. Invero, la prospettiva “partecipativa” si presentava ancora forte nel dibattito del partito, anche dopo la conclusione dei lavori dell’Assemblea Costituente, tanto che Malvestiti, intervenendo nel secondo Congresso Nazionale della DC, tenutosi a Napoli il 15-19 novembre 1947, affermò che il liberalismo economico era morto e chiese che la DC completasse la sua visione solidaristica, promuovendo il passaggio, almeno in parte, della massa dei lavoratori al titolo giuridico del possesso del capitale delle imprese (S. TRAMONTIN, *La Democrazia cristiana dalla Resistenza alla Repubblica*, in *Storia della democrazia cristiana*, cit., 148).

fatta propria da altri costituenti cattolici (si veda l'intervento di Piero Malvestiti nella seduta del 3 maggio 1947, in cui ancora si riscontra una fortissima tensione critica nei confronti del sistema capitalistico), non trova adesione nella Assemblea Costituente. La lenta erosione dell'impostazione "globale" della c.d. sinistra cattolica, in realtà, conosce un primo momento nella tesi, ispirata ad una maggiore concretezza, espressa da Pasquale Saraceno, il quale fa emergere come "il problema non sia quello della rigenerazione globale della civiltà su basi cristiane, quanto quello, meno ambizioso, di trovare il modo più efficace per risollevare le sorti dell'economia italiana"<sup>79</sup>. Il dibattito costituzionale non può ritenersi un coro di univoche posizioni, ma piuttosto la concorrenza di molteplici opinioni, a volte contrastanti, e che ebbero modo di esprimersi non solo in *La Civiltà Cattolica*, unanimemente considerata la più fedele espressione dell'alta gerarchia ecclesiastica, ma pure in altre riviste – come *Studium*, *Vita e pensiero* o *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* – più aperte, sia pure con diverse gradualità, alle prospettive di profonde riforme dell'ordinamento economico e sociale<sup>80</sup>. In ogni caso, il vertice politico della DC, probabilmente con esclusione del solo Giuseppe Dossetti, non poteva restare insensibile ai richiami de *La Civiltà Cattolica*, tanto che un certo eco ebbe l'articolo di De Marco<sup>81</sup>, laddove si poneva l'alternativa tra "un corporativismo democratico" e la nazionalizzazione dei settori chiave del sistema economico, e la conclusione resta che quest'ultima dovrebbe presentarsi solo come "rimedio parziale ed assolutamente limitato nel tempo", posto che, nella prospettiva prevalentemente dottrina-ria dello scritto, viene chiaramente espresso che il pensiero pontificio resta orientato verso una forma di minor intervento dello Stato in economia. L'impatto di queste posizioni sui lavori dell'Assemblea Costituente spiega l'insuccesso della difesa del Progetto, elaborato dalla Terza Sottocommissione, affidata a Taviani, nella sua esplicita teorizzazione di una "terza via", individuata "nell'orientamento sociale dell'economia", come formulata nel corso della seduta dell'8 maggio. Non a caso, i giornali che uscirono il 9 maggio contenevano articoli allarmanti, che, con riferimento alle proposte presentate da Vittorio Foa per il Partito Comunista, addirittura prospettavano un "colpo di mano", come estremo tentativo per giungere ad un "supercapitalismo di Stato"<sup>82</sup>.

L'Assemblea nella seduta del 13 maggio 1947 approva il testo attuale dell'art. 41, frutto – come più volte evidenziato – della concorrenza tra le differenti opzioni ideologiche dei costituenti, e alla cui "costruzione" non può ritenersi secondario l'apporto of-

<sup>79</sup> P. SARACENO, *Mete della giustizia sociale*, in *Studium*, nn. 5-6-7, 1944, 123.

<sup>80</sup> Non si può in questa sede dare conto del dibattito che in quegli anni si sviluppò nell'ambito delle riviste cattoliche, si rinvia a P. ROGGI, *Il dibattito sulla "Costituzione economica" attraverso alcune riviste cattoliche del tempo*, in *Democrazia cristiana e Costituente nella società del dopoguerra*, cit., 861 ss., il quale, tra l'altro, ha cura di evidenziare come l'impegno delle riviste "laiche" appare, nel complesso, minore rispetto a quello profuso da *Civiltà Cattolica*, che rappresentò un intervento della gerarchia ecclesiastica sulla vicenda costituzionale in ordine alla disciplina delle istituzioni economiche e sociali (872-873).

<sup>81</sup> A. DE MARCO, *Ai margini della "XXXIII Settimana di Francia": nazionalizzazione o corporativismo*, in *La Civiltà Cattolica*, 7 settembre 1946. Sull'influenza della Rivista: F. OCCHETTA, *I gesuiti de "La Civiltà Cattolica" e la politica italiana del dopoguerra*, in *La Civiltà Cattolica*, 11-25 febbraio 2017.

<sup>82</sup> Ne dà conto: P. BARUCCI, *op. ult. cit.*, 710, che ricorda gli interventi in aula di Corbino ed Einaudi, in contrasto con l'emendamento presentato da Montagnana per il Partito Comunista, nonché del successivo intervento di Taviani, che evidenziò l'irrimediabile distanza tra le posizioni di quest'ultimo e la concezione cattolica, che "non intende sacrificare necessariamente alcuni diritti naturali della persona come, ad esempio, quello della appropriazione personale".

ferto dai cattolici, e ciò pur nella consapevolezza che il tema del c.d. “compromesso costituzionale” continua a suscitare incertezze e divergenze non solo nel dibattito storico, ma pure in quello giuridico. Vi è, però, che il modello costituzionale democristiano si è dovuto confrontare con la complessità e la contraddittorietà delle differenti ispirazioni confluite nell’elaborazione dei costituenti cattolici<sup>83</sup>, che diede luogo al difficile equilibrio tra un impianto di tipo liberale e garantista e la tradizione social-cristiana<sup>84</sup>.

Se si esaminano le relazioni di Paolo Emilio Taviani e di Amintore Fanfani in sede di Assemblea costituente non potrà sfuggire che i temi della garanzia della “libertà”, dell’“autonomia” e dell’“affermazione della persona umana” in tutte le sue manifestazioni, ivi compresa la tutela del lavoro, non restano affatto inconciliabili con l’iniziativa economica, solennemente affermata come “libera” (comma 1 dell’art. 41), riguardando, se mai, lo svolgersi concreto dell’attività economica, che resta una conseguenza della prima, in ordine alla quale possono essere imposti quei limiti ritenuti funzionali alla protezione dei valori costituzionali di cui al comma 2 dell’art. 41.

Non a caso, come emerge anche dal resoconto della seduta antimeridiana del 13 maggio 1947, fu proprio Costantino Mortati, che invero era vicino alle posizioni di “sinistra” del gruppo democratico cristiano, a proporre la fusione nel futuro art. 41, degli artt. 37 (che prevedeva limiti positivi dell’attività economica) e 39 (che prevedeva, invece, limiti negativi), così pervenendo alla distinzione del sintagma “*fini sociali*” rispetto all’“*utilità sociale*”, idonea a rappresentare proprio la tutela di quegli interessi e valori legati “al miglioramento delle condizioni dei più svantaggiati, che non dovevano entrare in contrasto con la riconosciuta iniziativa economica dei singoli”. I costituenti scelsero di assoggettare l’iniziativa economica privata ad una serie di limiti dai contorni variamente indeterminati, in cui assunse particolare rilievo l’“utilità sociale” (i cui componenti interni erano espressamente indicati nella “sicurezza” e nella “dignità”), che finisce per svolgere un ruolo centrale nell’edificio costituzionale rappresentando il regolatore dei rapporti tra economia e politica<sup>85</sup>. In sostanza, l’aggettivo “sociale” che connota il sostantivo “utilità” viene utilizzato per rappresentare la tutela di valori ed interessi che non potevano rientrare esclusivamente nella sfera economica, ma che ad essa sono sovraordinati.

In questa sede non si vuole affatto ripercorrere il dibattito che ha interessato la formula utilizzata dal legislatore costituente né dar conto del dibattito ancora attuale che ne è conseguito<sup>86</sup>, si è tentato di offrire un resoconto del contributo offerto dai cattolici

<sup>83</sup> G. BAGET-BOZZO, *Il partito cristiano al potere. La DC di De Gasperi e Dossetti, 1945-1954*, Firenze, 1974, 112 ss.; ma pure G. GONELLA, *L’influenza della DC sulla Costituzione*, Roma, 1978.

<sup>84</sup> G. MELIS, *Gli studi recenti sull’assemblea costituente (Rassegna storiografica)*, in *Quaderni fiorentini*, 10, 1981, 486, il quale evidenzia gli apporti specifici delle elaborazioni cattoliche alla Costituente: il riferimento all’ordinamento naturale come premessa per ogni progetto di costituzionalizzazione; la centralità di una visione garantista dei rapporti politico-sociali a sfondo giusnaturalistico; la scelta di fondo per un’ipotesi di mediazione costituzionale che non si risolvesse soltanto nel progetto di un rapporto dialettico tra i partiti, ma influenzasse, invece, un più vasto ed ambizioso disegno ordinatore della società, nel quale potessero trovare collocazione, ai diversi livelli, le formazioni intermedie, i gruppi sociali, le istituzioni periferiche e nel quale, soprattutto, trovassero adeguati spazi di autonomia e di libertà l’iniziativa sociale.

<sup>85</sup> Il segno maturo nella consapevolezza dei costituenti sull’incapacità del mercato di autoregolarsi e di garantire l’ottimo sociale, come nota R. NIRO, *Sub art. 41*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. BIFULCO-A. CELOTTO-M. OLIVETTI, Torino, 2006, 858.

<sup>86</sup> Senza alcuna pretesa di essere esauriente: M. LUCIANI, *La produzione economica privata nel sistema costituzionale*, Padova, 1983, *passim*.

nell'elaborazione della norma, cercando di tracciare linee di continuità e/o discontinuità rispetto alle posizioni da questi assunte nei confronti del "fatto" corporativo.

Si consuma, in questa prospettiva, il distacco dall'esperienza tradizionale del corporativismo cristiano, che aveva caratterizzato il modello cattolico sin dagli ultimi anni dell'Ottocento, tanto che ad esso non fa più riferimento il maturato pluralismo, quale elemento della cultura dei costituenti cattolici, emerso progressivamente e con tratti di evidente contraddittorietà nel ventennio fascista, ma portato a compimento proprio nei lavori della Costituente<sup>87</sup>. In tal modo, si porranno le basi per la ricostruzione dell'iniziativa economica non più come sistema di soli diritti soggettivi o di libertà esteriormente delimitati dalla norma, ma destinata a svolgersi con vincoli giuridici intrinseci, individuati proprio nella sicurezza, libertà e dignità umana<sup>88</sup>. Una "lettura" dello stesso "diritto dell'impresa", che troverà le proprie radici culturali, nella successiva elaborazione dei giuristi cattolici, determinata dalle Encicliche *Mater et Magistra* (15 maggio 1961) nel breve pontificato di Giovanni XXIII e *Populorum Progressio* (26 marzo 1967) di Paolo VI, nonché nella Costituzione pastorale *Gaudium et spes* (7 dicembre 1965), in ordine alle quali si svilupperanno, negli anni a venire, le tesi sulla stessa responsabilità sociale dell'impresa: capitoli e traguardi nuovi che dovranno restare oggetto di successive riflessioni ed approfondimenti.

---

<sup>87</sup> P. SCOPPOLA, *Gli anni della Costituente*, cit., 65 ss.

<sup>88</sup> L. MENGONI, *Forma giuridica e materia economica*, in *Jus*, 1966, 5 ss.

# RIPENSARE LA SOCIETÀ PER AZIONI, OGGI

di *Lorenzo De Angelis*

SOMMARIO: 1. Il richiamo della legge all'autonomia patrimoniale perfetta della s.p.a. La sottocapitalizzazione "legale" delle società di capitali. – 2. L'unipersonalità della società. – 3. La s.p.a. come modello di società aperta, contrapposta alla s.r.l. che è il modello di società chiusa. – 4. Sui conferimenti. L'inconferibilità dell'opera o dei servizi dei soci: è proprio vero? – 5. La causa e lo scopo delle società per azioni. Non essenzialità dello scopo di lucro. – 6. L'attività economica non consiste necessariamente nell'esercizio dell'impresa. Le società di godimento. – 7. Alcune note sull'oggetto sociale delle s.p.a. – 8. Alcune recenti modifiche "spot" alla disciplina della s.p.a. Le azioni a voto plurimo. – 9. *Segue*: la tempestiva rilevazione della crisi della società e della perdita della continuità aziendale.

1. *Il richiamo della legge all'autonomia patrimoniale perfetta della s.p.a. La sottocapitalizzazione "legale" delle società di capitali.* – La società per azioni non è definita dall'art. 2325 c.c. il quale, al comma 1, si limita a sancire che: «*Per le obbligazioni sociali risponde soltanto la società con il suo patrimonio*». Analogamente dispone, per la società a responsabilità limitata, l'art. 2462, comma 1, c.c. Prescrizione, questa, fin troppo ovvia dal momento che la responsabilità limitata degli enti a base corporativa consegue all'autonomia patrimoniale perfetta – ossia alla piena ed assoluta distinzione tra il loro patrimonio e i patrimoni particolari dei loro soci, associati o partecipanti in genere – di cui godono quei soggetti di diritto ai quali l'ordinamento accorda il riconoscimento della personalità giuridica. Soggetti che nel diritto privato italiano – e lasciando quindi da parte le persone giuridiche di diritto pubblico, primo fra tutti lo Stato – sono solo ed esclusivamente le associazioni e i comitati riconosciuti, le società di capitali, le cooperative e le mutue assicuratrici, oltretutto beninteso le fondazioni che non sono enti a base corporativa, bensì patrimoni autonomi con destinazione di scopo.

Per quanto in particolare concerne il diritto societario, le società di capitali, al pari delle società cooperative e delle mutue assicuratrici, non possono che essere persone giuridiche giacché – segnatamente dopo la riforma operata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in vigore dal 1° gennaio 2004 – esse vengono giuridicamente ad esistenza una volta iscritte nel registro delle imprese, al termine di un procedimento a formazione progressiva iniziato con la valida stipulazione dell'atto costitutivo e culminato appunto con la registrazione. Prima della registrazione non esiste alcuna società di capitali (né alcuna società cooperativa o mutua assicuratrice), neppure "irregolare", come non senza fondamento poteva opinarsi anteriormente alla riforma anzidetta. Ma ormai tali società sorgono con l'iscrizione, non prima; e contestualmente all'iscrizione acquistano la personalità giuridica (artt. 2331, comma 1, e 2523, comma 2). Dunque esse sono per certo persone giuridiche fin dalla nascita, e come tali rispondono delle proprie obbligazioni esclusivamente con il loro patrimonio, potendo i loro soci rischiare di perdere soltanto la propria quota di partecipazione, ovvero parte del valore di questa. La previsio-



ne iniziale della disciplina della s.p.a., alla luce della normativa vigente, appare dunque alquanto scontata, se non addirittura pletorica.

Il citato art. 2325 pone poi, al comma 2, le condizioni affinché la responsabilità limitata per le obbligazioni sociali si estenda ai soci delle società per azioni unipersonali (e analogamente, per le s.r.l., l'art. 2462, comma 2): condizioni di agevole soddisfacimento consistendo unicamente nella pubblicità dell'unipersonalità della società mediante apposita dichiarazione da depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese (art. 2362, comma 1) e nell'integrale versamento del capitale sociale sottoscritto (art. 2342, comma 4). Il mancato avveramento anche di una sola di dette condizioni determina la reviviscenza del regime di responsabilità dell'unico azionista o quotista che – anteriormente alla riforma del 2003 – ne comportava la responsabilità illimitata nei termini delineati dall'art. 2362 prev.

La prima di tali condizioni non comporta alcun onere sostanziale e richiede soltanto un minimo di attenzione da parte degli amministratori ovvero dello stesso socio unico. La seconda comporta invece un onere finanziario sempre più lieve, in dipendenza della progressiva riduzione dell'entità minima legale del capitale sociale giunto, per le s.p.a., ad appena 50.000 euro (art. 2327) e, per le s.r.l., a soli 10.000 euro (art. 2463, comma 2, n. 4). Livelli minimi di capitale che contraddicono al *warning* che, non da oggi, la dottrina ha lanciato contro la diffusa pratica della sottocapitalizzazione delle società di capitali<sup>1</sup> e che – per non parlare della possibilità di costituire s.r.l. “semplificate” con il capitale di almeno un euro (art. 2463-bis, comma 2, n. 3) – non di rado rappresentano la naturale anticamera dell'insolvenza e del fallimento o della liquidazione giudiziale che dir si voglia. E ciò perché per fare impresa, sotto qualsiasi forma giuridica, occorre un capitale proprio adeguato, che può essere in ragionevole parte integrato, ma non sostituito, dal capitale di credito. Se si pensa che il capitale sociale minimo di un milione di lire stabilito per le s.p.a. dal codice civile del 1942 corrispondeva, al 31 dicembre 1999 (ultimo anno in cui l'ISTAT ha calcolato il raffronto del potere d'acquisto della lira nel tempo, prima del passaggio all'euro), a circa 802.661.200 lire, e il capitale minimo di 50 mila lire per le s.r.l. corrispondeva, alla stessa data, a circa 40.133.060 lire, e che è stato successivamente calcolato che il primo valore corrisponderebbe oggi a circa 557.707 euro ed il secondo a circa 27.885 euro<sup>2</sup>, senza considerare che il rapporto di 1.937,25 lire contro un euro è del tutto teorico poiché l'osservazione della realtà, in termini di potere d'acquisto, mostra che il rapporto effettivo è ormai grosso modo pari alla metà di quello ufficiale, ci si può ben rendere conto che rispetto ai valori indicati dal legislatore del 1942 vi è stata ad oggi una riduzione, in termini reali, superiore al 90 per cento, che di certo non premia l'affidabilità, la sicurezza e la garanzia per i terzi – segnatamente per i creditori – del traffico giuridico.

2. *L'unipersonalità della società.* – Ma restiamo ancora un poco sul concetto di società unipersonale.

L'art. 2247 c.c. stabilisce: «*Con il contratto di società due o più persone conferi-*

---

<sup>1</sup> Fin dal fondamentale studio di G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, nel *Tratt. delle s.p.a.* da lui diretto con G.E. COLOMBO, 1\*\*, Torino, 2001, 1 ss.

<sup>2</sup> Fonte: [www.inflationhistory.com](http://www.inflationhistory.com).

scono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili». La rubrica originaria dell'articolo – mai modificato nel testo – era «Nozione di società». Secondo il sistema del codice civile del 1942, invero, le società di ogni tipo dovevano costituirsi con una pluralità di soci. La mancanza della pluralità dei soci in sede di costituzione della società determinava la nullità della stessa (*olim*, dell'atto costitutivo).

Il sopravvenuto difetto di questa pluralità *durante societate* produceva conseguenze gravi in tutti i modelli societari: nelle società personali la mancata ricostituzione della pluralità dei soci nel termine di sei mesi dal suo venir meno era causa di scioglimento (art. 2272, comma 1, n. 4)<sup>3</sup>; in alcuni tipi di società di capitali – s.p.a. e s.r.l. – la *reductio ad unum* della compagine sociale determinava invece, in caso di insolvenza della società, l'assunzione da parte dell'unico socio di una responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali sorte nel periodo in cui egli fosse rimasto tale (art. 2362 prev.)<sup>4</sup>; e nelle società cooperative la riduzione della compagine sociale al disotto del numero minimo dei soci previsto dalla legge (nove o tre) nel termine di un anno dal suo venir meno era parimenti causa di scioglimento (art. 2522, comma 3).

Queste disposizioni – che permangono inalterate per le società di persone e per le società in accomandita per azioni, nonché per le società cooperative – sono state ormai superate per le altre società di capitali: dapprima per le società a responsabilità limitata, in virtù del d.lgs. 3 marzo 1993, n. 88, con cui è stata recepita nel nostro ordinamento la XII direttiva comunitaria in materia societaria<sup>5</sup>, e quindi per le società per azioni, in virtù del citato d.lgs. n. 6/2003. Da tali norme – ed in conformità con quanto già avveniva in altri Stati membri della U.E. (ad esempio in Francia e in Belgio, ma anche nel Regno Unito e negli U.S.A. che da tempo conoscevano la *one-man corporation*) – è stato ammesso che le s.r.l. e le s.p.a. possano costituirsi anche per atto unilaterale e che anche nel caso in cui le predette società restino con un solo socio continuino a rispondere delle obbligazioni sociali esclusivamente con il proprio patrimonio, e dunque che il loro unico azionista o il loro unico quotista mantenga la responsabilità limitata alla propria quota di partecipazione, caratteristica dei soci delle società di questi due tipi capitalistici, alla duplice condizione sopra enunciata.

Dopo che nel nostro ordinamento è stato ammesso che le s.p.a. e le s.r.l. possano costituirsi per atto unilaterale, ossia possano sorgere fin dall'origine con un unico socio, la definizione dettata sia dall'art. 2247 per le società in generale non può più attagliarsi a tutte le società, ma solo a quelle che si costituiscono per contratto sociale, cioè

<sup>3</sup> Per le s.a.s. la riduzione della compagine sociale ad un solo socio costituisce il caso estremo della sopravvenuta scomparsa di una categoria di soci, la cui mancata ricostituzione entro il termine di sei mesi comporta lo scioglimento della società (art. 2323, comma 1, c.c.).

<sup>4</sup> Diversa la conseguenza per le s.p.a., per le quali: a) se l'unico socio superstite è un accomandante, egli deve provvedere alla ricostituzione della categoria degli accomandatari, ossia a far subingredire nella società uno o più nuovi soci-amministratori (accettanti la carica) entro il termine di centottanta giorni, in difetto di che la società – che nel frattempo sarà amministrata da un amministratore provvisorio nominato dal collegio sindacale – si scioglie; b) se l'unico socio superstite è invece un accomandatario, la società non si scioglie finché l'assemblea riesca a deliberare con il suo voto, ma qualora questa necessiti, per deliberare, del voto degli accomandanti, come segnatamente per nominare il collegio sindacale, la società si scioglierà per l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea (artt. 2458 e 2459 c.c.).

<sup>5</sup> G.M. ZAMPERETTI, *La società unipersonale a responsabilità limitata: organizzazione interna e procedimenti decisionali*, Milano, 1996.

appunto «*fra due o più persone*», e di conseguenza tale definizione non può più assumere la valenza della «*Nozione di società*», bensì unicamente – come è indicato nella nuova rubrica del medesimo articolo – quella del «*Contratto di società*».

Il fatto che le società di capitali possano ora avere fin dall'origine un unico socio non significa tuttavia – si badi – che tutte queste società siano suscettibili, indiscriminatamente, di essere unipersonali. Non possono esserlo, ovviamente, le s.a.p.a. che devono avere necessariamente due categorie di soci, accomandatari e accomandanti; non possono esserlo le società quotate, le quali, per mantenere la quotazione, devono disporre di un “flottante” di una certa consistenza, posseduto da una molteplicità di azionisti; e non possono esserlo le società consortili – nella pratica costituite prevalentemente secondo i tipi della s.p.a. o della s.r.l. – le quali hanno scopo di consorzio, e precisamente quello dell'istituzione fra «*più imprenditori*», in virtù di un contratto, di «*una organizzazione comune per la disciplina o per lo svolgimento di determinate fasi delle rispettive imprese*» (art. 2602, comma 1, c.c.). Società, queste, per le quali la pluralità dei soci continua ad essere un elemento essenziale e indefettibile.

Ma, a ben vedere, anche quelle società di capitali per le quali l'unipersonalità sarebbe teoricamente possibile, più che essere delle vere e proprie società, appaiono in realtà essere state concepite come meri strumenti di comodo per limitare la responsabilità dell'imprenditore individuale, per consentirgli di non mettere a repentaglio l'intero suo patrimonio, esponendo al rischio d'impresa la sola parte del suo patrimonio devoluta all'esercizio dell'attività imprenditoriale, con salvezza della restante parte. Appare evidente che, nel caso delle società unipersonali – ed in particolar modo di quelle unipersonali fin dall'origine – si sia in realtà in presenza di una *factio iuris*, non certo di società. *Societas*, dal mondo latino in poi, è un nome collettivo, che indica un insieme di persone o di cose, come lo sono *exercitus*, *classis*, *senatus*, *congregatio* e molti altri. Chi potrebbe mai concepire un esercito composto da un solo soldato, o una flotta composta da una sola nave, o un senato formato da un unico senatore, o una congregazione con un unico religioso, quale la Compagnia di Gesù con un unico gesuita? Parimenti, parlare di società laddove è presente una sola persona, che sarebbe addirittura improprio definire socio (socio di chi? di se stesso?) è quanto meno un controsenso. Meglio sarebbe valso seguire la strada, delineata in tempi non sospetti dal diritto tedesco, di consentire all'individuo che intendesse intraprendere un'attività economica di dichiarare *ab initio* quali beni facenti parte del suo patrimonio destinare a tale attività e quali altri beni mantenere avulsi dall'attività stessa, in maniera appunto che solo i primi costituissero garanzia per il soddisfacimento delle obbligazioni contratte nell'esercizio dell'attività economica, e non anche i secondi.

Questa *factio iuris* permane anche se il socio unico sia un soggetto di diritto diverso da una persona fisica, come sovente accade nell'ambito dei gruppi, in cui le società – di capitali e di persone, com'è ormai pacifico a seguito dell'introduzione della norma chiarificatrice dell'art. 2361, comma 2, c.c. ad opera della menzionata riforma della disciplina societaria del 2003 – possono essere partecipate sia da individui che da altri soggetti di diritto, personificati o non. Invero, il fatto che una società sia totalmente partecipata dalla propria controllante/capogruppo o da altra società posta sotto il controllo e (sovente) sotto la direzione unitaria – o, con altra più moderna espressione, sotto la direzione e il coordinamento – di questa comporta che le società interamente controllate, e il più delle volte eterodirette, siano in sostanza delle divisioni operative

dell'unica socia, o di una società che a sua volta controlla quest'ultima. Tale concezione trova infatti la sua genesi nel sistema anglo-americano, ove è insita la concezione della (unica) impresa di gruppo, ma non nel nostro, nel quale – in linea con la distinzione e l'autonomia dei soggetti di diritto promanante dal diritto romano – si è affermata la nozione del gruppo di imprese. Volendo ricorrere a una suggestiva metafora di Nino Piras, negli ordinamenti che più direttamente discendono dal diritto romano il gruppo, nella sua essenza, è equiparabile a un arcipelago, composto da un insieme di isole (le imprese) aventi ciascuna la propria individualità, che sono ben distinte l'una dalle altre; mentre nel mondo anglo-americano il gruppo è un continente, a proposito del quale soltanto può affacciarsi l'archetipo di un'unica impresa di gruppo.

Ciò, peraltro, senza omettere di considerare che non solo l'unipersonalità delle società di capitali tende a superare, nella sostanza, la responsabilità patrimoniale illimitata dell'imprenditore individuale, ma – se abusata, come non di rado avviene – può anche impedire che venga disvelata l'identità dell'unico socio, ossia dell'effettivo soggetto economico al quale di fatto risalgono le decisioni strategiche, le scelte di ultimo livello delle operazioni compiute dalla società attraverso i suoi amministratori o gestori, sovente “uomini di paglia” o *dummies*. Si pensi ad una società unipersonale che abbia come unica socia una *holding* di Barbados o delle Antille olandesi, o un *trust* di Jersey, o una *Stiftung* del Liechtenstein. Chi mai potrebbe accertare la proprietà sostanziale della società interamente posseduta? Certi schermi, specie se ripetuti mediante l'uso di una pluralità di “scatole cinesi”, resistono ormai alle indagini delle stesse autorità inquirenti degli Stati. E nulla è possibile fare finché non riuscirà ad imporsi una seria normativa mirata al *disregarding the corporate veil* in presenza di finalità o comportamenti antiggiuridici o fraudolenti dei soggetti che agiscono e, soprattutto, di quelli che si celano dietro simili usberghi<sup>6</sup>.

### 3. La s.p.a. come modello di società aperta, contrapposta alla s.r.l. che è il modello di società chiusa.

Detto questo, non può sottacersi che – in sede europea – la XII direttiva aveva riguardo esclusivamente all'unipersonalità della società a responsabilità limitata e non anche a quella della società per azioni, la quale è stata sancita autonomamente dal legislatore nazionale. Se con riferimento alla s.r.l. – che è il tipo capitalistico peculiare delle società tendenzialmente chiuse – può dunque pervenirsi alla conclusione che la situazione di unipersonalità non collida drasticamente con i lineamenti di tale tipo, atteso che alle direttive comunitarie occorre ben attenersi e soprattutto che l'esistenza di un unico partecipante al capitale sociale è il limite estremo di una società chiusa, altrettan-

<sup>6</sup> Sull'argomento, mi è caro rinviare agli studi che restano di grande attualità, per quanto risalenti, del mio maestro P. VERRUCOLI, *Il superamento della personalità giuridica delle società di capitali nella common law e nella civil law*, Milano, 1964; e di F. GALGANO, *La società e lo schermo giuridico della personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 5 ss.; ID., *L'abuso della personalità giuridica nella giurisprudenza di merito (e negli "obiter dicta" della Cassazione)*, in *Contratto e impresa*, 1987, 365 ss.); apparsi in Italia soprattutto sulla scia degli scritti di H.W. BALLANTINE, *On corporations*, Chicago, 1946; e di R. STEVENS, *Handbook on the law of private corporations*, St. Paul, Minn., 1949. Successivamente cfr. altresì M. TONELLO, *L'abuso della responsabilità limitata nelle società di capitali*, Padova, 1999; e N. ZORZI, *L'abuso della personalità giuridica. Tecniche sanzionatorie a confronto*, Padova, 2000.

to non pare potersi dire per la s.p.a. La s.p.a., per converso, è il tipo capitalistico peculiare delle società tendenzialmente aperte, ancorché non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio, tant'è vero che le quote di partecipazione al capitale sociale sono rappresentate da azioni, ossia da titoli di credito causali aventi il requisito dell'attitudine – anzi, della destinazione – alla circolazione, le quali, pur non perdendo, in astratto, tale requisito, mal si conciliano con l'immobilismo della partecipazione totalitaria conseguente alla permanenza della stessa *in una manu*.

Eppure, fin dal 1942 la caratteristica saliente di questo tipo societario è stata – e da allora è rimasta – quella della presenza delle azioni, su supporto cartolare o dematerializzate che siano, nelle quali si incorporano frazioni ideali del capitale sociale, ove si abbia riguardo al loro valore nominale, ovvero frazioni ideali del patrimonio sociale, ove si abbia invece riguardo al loro valore intrinseco (che può essere, a seconda dei casi, un valore convenzionale riferito al patrimonio netto contabile risultante dal bilancio d'esercizio, o il valore effettivo qualora si considerino anche quelle porzioni del patrimonio che in un bilancio d'esercizio, per disposizione di legge, non possono ricevere allocazione, come ad esempio l'avviamento interno, o *self-generated*). Non è certo un caso che nel codice civile del 1865 e nel codice di commercio del 1882 il tipo societario di cui si discute fosse appellato "società anonima" e che nel codice civile del 1942 questo *nomen* sia stato modificato in "società per azioni". Tuttora, in alcune legislazioni straniere, la vecchia appellazione (si pensi alla *société anonyme* francese o alla *so-ciedad anónima* spagnola) con la quale viene privilegiata la regola che nella denominazione sociale, a differenza della ragione sociale delle società personali, non è obbligatorio far risultare il nome di almeno un socio illimitatamente responsabile, potendo quindi anche tale denominazione consistere – come pure da noi – in un nome di fantasia, è rimasta fino ai giorni nostri. Altre legislazioni, di contro, mostrano di privilegiare la componente azionaria, come quella britannica (*limited company by shares*) e tedesca (*Aktiengesellschaft*) ed ora anche, per una particolare forma di società, la stessa legislazione francese, nella quale è stata introdotta la nozione di *société par actions simplifiée*, che resta pur sempre una particolare forma di *société anonyme*. L'Italia, da un'ottantina d'anni, ossia dal momento del passaggio dal codice di commercio al codice civile, ha scelto questo secondo elemento caratterizzante il tipo – da aggiungere necessariamente, anche in via abbreviata, alla denominazione sociale (art. 2326) – proprio per valorizzare l'incorporazione del capitale (o, alternativamente, del patrimonio) sociale nei titoli azionari che, come tali, dovrebbero sempre mantenere i loro caratteri di letteralità, di autonomia e di destinazione alla circolazione: destinazione alla circolazione che una prolungata, forse permanente, titolarità delle azioni in capo al medesimo soggetto – l'unico azionista – potrebbe, quanto meno di fatto, compromettere in maniera determinante, privando le azioni di un loro requisito essenziale e, con ciò, la stessa s.p.a. di un elemento necessario alla propria sussistenza come tale.

4. *Sui conferimenti. L'inconferibilità dell'opera o dei servizi dei soci: è proprio vero?* – Che poi le azioni abbiano un valore nominale o ne siano prive – secondo l'opzione consentita dagli artt. 2328, comma 1, n. 5, e 2346, comma 3, c.c. – non appare imprescindibile. Ben più rilevante appare la norma dell'art. 2346, comma 4, che permette all'autonomia statutaria di spingersi fino al punto di assegnare agli azionisti un

numero di azioni non proporzionale alla parte del capitale sociale da questi rispettivamente sottoscritta – ossia, in sostanza, non proporzionale al valore dei rispettivi conferimenti – con una logica che tende a mettere in evidenza anche qualità personali dei soci che trascendono il mero valore capitale attribuito ai conferimenti medesimi, consistano essi in denaro, in beni in natura o in crediti. Se – volendo ricorrere a un esempio di estrema semplicità – due soci di una s.p.a. costituita con il capitale sociale di un milione di euro conferissero rispettivamente denaro per novecentomila euro, il primo, e per centomila euro, il secondo, con cui formare il suddetto capitale sociale nominale, ma poi decidessero di assegnarsi cinquecentomila azioni del valor nominale di un euro per ciascuno, così rappresentando ognuno di questi “pacchetti” azionari esattamente la metà del capitale sociale, non potrebbe che inferirsene che il socio assegnatario di un numero di azioni più che proporzionale rispetto al valore del suo conferimento abbia qualche “virtù nascosta” apprezzata dall’altro socio, pur non potendo rientrare fra i beni o i diritti palesemente suscettibili di formare oggetto di conferimento in questo tipo sociale.

Mi sia consentito completare l’esempio appena formulato con qualche notazione ulteriore tratta da un mio scritto di diversi anni orsono<sup>7</sup>, nel quale avevo ipotizzato che la società avesse quale oggetto sociale l’esercizio di un ristorante, che il primo socio fosse un *businessman* e il secondo fosse invece un cuoco “stellato”. Per quale ragione il *businessman* avrebbe dovuto regalare all’ottimo *chef* tante azioni che valevano cinque volte l’ammontare della somma di denaro da questo conferita? Molto semplice: non si sarebbe trattato di alcun regalo, ma semplicemente del riconoscimento tangibile della perizia dello *chef*, in virtù della quale il ristorante avrebbe attratto un notevole flusso di clientela, assicurando ricavi e conseguenti profitti alla società. Dunque, con l’attribuzione allo *chef* di un pacchetto di azioni eguale al proprio, ma da questo pagato solo un quinto del suo valore, il *businessman* ne avrebbe ricompensato la messa a disposizione della società della sua capacità e della sua arte, ossia – contraddicendo al divieto sancito dall’art. 2342, comma 5 – ne avrebbe riconosciuto un conferimento d’opera di valore pari alla differenza fra quello del conferimento pecuniario eseguito e quello delle azioni ricevute in cambio. Conferimento d’opera che in una s.p.a. non avrebbe potuto andare sotto questo nome per non contravvenire all’espreso divieto sancito dall’art. 7 della II direttiva comunitaria in materia societaria (n. 77/91/CEE), mentre avrebbe potuto andarvi in una s.r.l., alla quale la II direttiva non si applica, com’è stato pacificamente riconosciuto, con la riforma del 2003, dall’art. 2464, comma 6, c.c. Ma, al di là del *nomen*, non sembra esservi dubbio che lo *chef* abbia nel caso di specie conferito la sua opera – magari vincolato da un patto parasociale volto ad assicurarne la permanenza nella società per un certo tempo, in ipotesi per cinque anni – valutata *inter partes* 800.000 euro; per cui il valore effettivo del capitale economico<sup>8</sup> di quella società per azioni non avrebbe ammontato ad 1.000.000 di euro, bensì ad 1.800.000 euro, rappresentati per 900.000 euro dal conferimento pecuniario del *businessman*, per 100.000 euro dal conferimento pecuniario dello *chef* e da 800.000 euro dal conferimento d’opera dello stesso *chef*, così da giustificare l’attribuzione paritetica delle azioni, e dei relativi

<sup>7</sup> L. DE ANGELIS, *Provocazioni in libertà sull’art. 2346, comma 4, c.c. in tema di azioni non proporzionali ai conferimenti*, in *Contratto e impresa*, 2015, 25 ss.

<sup>8</sup> Nozione che, nel linguaggio degli economisti, equivale al fondo di valore che nel linguaggio giuridico suole venire indicato come patrimonio netto.

diritti in esse incorporati, dei due soci. Capitale economico composto appunto dal capitale sociale nominale di 1.000.000 di euro estrinsecato nell'atto costitutivo e dal sovrapprezzo implicito di 800.000 euro integrato dal valore attribuito al conferimento d'opera dello *chef* (vero e proprio conferimento, si ripete, e non mera prestazione accessoria). Il che rappresenta, tra l'altro, un indice eloquente del fatto che anche al momento stesso della costituzione della società il capitale nominale e il patrimonio sociale possono non coincidere, ciò che si verifica allorché la differenza sia rappresentata da un sovrapprezzo implicito il cui valore può non venire esteriorizzato nell'atto costitutivo, la cui esistenza è dunque configurabile anche in sede di costituzione e non solo in sede di aumento del capitale a pagamento.

5. *La causa e lo scopo delle società per azioni. Non essenzialità dello scopo di lucro.* – Sviluppate le considerazioni che precedono in ordine ai soggetti e all'oggetto del contratto di s.p.a. occorre ora puntualizzare qualche concetto in ordine alla causa di tale contratto, cioè alla sua funzione economico-sociale consistente, giusta la previsione generale dell'art. 2247 c.c., nello svolgimento in comune di un'attività economica, e nello scopo, che è quello della divisione degli utili tra i soci.

L'attività che la società si prefigge di svolgere è quella determinata dall'autonomia statutaria dei soci risultante dall'atto costitutivo e segnatamente dall'oggetto sociale – da non confondersi con l'oggetto del contratto di società, consistente nei conferimenti – la quale deve essere, a pena della nullità della società stessa, possibile e lecita.

Come detto, deve trattarsi di un'attività economica: espressione che pure ricorre nella norma dell'art. 2082 c.c. Senonché, mentre l'attività economica contemplata dall'art. 2082 è senz'altro attività d'impresa, quella a cui fa riferimento l'art. 2247 per le società in generale – e dunque anche quella esercitata dalla s.p.a. – può essere tanto un'attività d'impresa quanto un'attività diversa da questa. Si tratta, in entrambi i casi, di un'attività non necessariamente lucrativa<sup>9</sup>, caratterizzata dall'economicità della gestione, ossia dal vincolo del pareggio del bilancio, nel cui svolgimento è dunque sufficiente tendere all'obiettivo della copertura dei costi della gestione con i correlativi ricavi (o reintegri di costi). Sotto il profilo causale, attinente all'esercizio in comune di un'attività economica, rientrano pertanto a pieno titolo nel novero delle società a cui in questa sede ci si riferisce sia le s.p.a. ordinarie sia le s.p.a. consortili ricadenti nella nozione dettata dall'art. 2615-ter, le quali generalmente non perseguono un intento lucrativo – pur non escludendosi che possano ritrarre dei profitti – ma al contrario si prefiggono uno scopo *lato sensu* mutualistico, sotteso non già a conseguire dalla gestione economica utili da distribuire ai propri soci sotto forma di dividendi (al contrario di moltissime società ordinarie, ancorché non di tutte), ma piuttosto ad arrecare ad essi dei

---

<sup>9</sup>Sul fatto che l'intento lucrativo non rientri nella nozione d'impresa come fattispecie v. G. OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 109 ss., spec. 116; e, più specificamente per quanto riguarda le società, *ex multis*, W. BIGIAVI, *La professionalità dell'imprenditore*, Padova, 1948, 55; G. SANTINI, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, *passim*; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 29 ss.; P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 76 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Le società consortili*, Milano, 1984, 146; e sul riconoscimento che, nella realtà, si configurano «esplicitamente l'esistenza di categorie di società che ... non perseguono scopo di lucro» v. G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, Padova, 1994, 13 e 18 ss. Sul punto mi sia consentito rinviare altresì a L. DE ANGELIS, *Le società in generale*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, a cura del medesimo, Milano, 2020, 138 ss.

vantaggi suscettibili di diretta ed immediata fruizione nelle rispettive sfere economiche e giuridiche individuali. Vantaggi traduentisi, a seconda dei casi, nella creazione di occasioni di affari e nel perseguimento di nuove iniziative o più in generale nella promozione o nello sviluppo delle attività dei soci ovvero nel conseguimento, da parte di questi, di un risparmio di spesa o nell'opportunità di istituire un'organizzazione comune per la disciplina e il coordinamento o addirittura per lo svolgimento di una o più fasi delle imprese dei soci-consorzati, da cui i medesimi possano ottenere vantaggi sul piano sia economico che strutturale o sinergie variamente configurabili, dalle quali ritrarre utilità sotto molteplici profili: razionalizzazioni organizzative, accentramento e semplificazione di funzioni, ottimizzazione di profitti individuali, etc.<sup>10</sup>

In particolare le società consortili – che nella pratica degli affari sogliono rivestire la forma giuridica della s.p.a. o della s.r.l., ossia di società con soci limitatamente responsabili, – perseguendo in veste societaria lo scopo di consorzio che si sostanzia nell'istituzione, da parte di più imprenditori, di «una organizzazione comune per la disciplina o per lo svolgimento di determinate fasi delle rispettive imprese» (art. 2602, comma 1), pongono un problema particolare concernente la composizione della compagine sociale. Per vero, è condizione indefettibile per l'esistenza di queste società, così come dei consorzi, la compresenza di «più imprenditori»<sup>11</sup>, e quindi di una compagine sociale qualificata composta da almeno due soci aventi – salvo diversa previsione di legge o di statuto – la comune caratteristica di essere imprenditori e, assai di frequente, di essere dotati di requisiti ulteriori, quali ad esempio quello di operare in un determinato settore di attività, o in un determinato ambito territoriale, o comunque di perseguire, mediante l'appartenenza alla società consortile, il medesimo scopo (che può consistere, a mero titolo esemplificativo, nel compimento di acquisti in comune, o nella comune attività di ricerca, o nell'assistenza alla comune attività di penetrazione commerciale in mercati esteri attraverso la partecipazione a fiere o esposizioni, e così via). Da questa considerazione si evince – come già in precedenza accennato – che, pur potendo le s.p.a. e le s.r.l. essere unipersonali fin dall'origine, le società consortili che rivestano questi tipi sociali non possono venire costituite con una compagine sociale concentrata *in una manu*, giacché ciò contrasterebbe intrinsecamente con il perseguimento dello scopo di consorzio, rendendone impossibile l'oggetto sociale, con conseguente nullità della società; e se dovessero ridursi ad essere partecipate da un solo socio-consorzato *durante societate* sorgerebbe per esse la causa di scioglimento determinata dalla sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale qualora detta compagine non venisse tempestivamente ampliata con l'inserimento di nuovi soggetti aventi caratteristiche analoghe a quelle dei soggetti venuti a mancare.

Non deve sviare l'enunciazione nella definizione contenuta nell'art. 2247, ed appli-

---

<sup>10</sup> Cfr., seppure in sensi non perfettamente allineati, G. MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 235 ss.; M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 69 ss. e 154 ss.; L. DE ANGELIS, *Lo scopo consortile, lo scopo di lucro e l'oggetto sociale nelle società consortili*, in AA.VV., *Cooperative, consorzi e società consortili*, a cura di F. PREITE, II, Milano, 2019, 655 ss.; e, più recentemente, E. CUSA, *La società consortile*, Milano, 2021, 97 ss., 116 ss. e 140 s.

<sup>11</sup> Questa la formulazione del codice civile; non sfugge peraltro che in determinati consorzi – e di conseguenza in determinate società consortili – è ammessa da tempo assai risalente la partecipazione anche di soggetti che imprenditori non sono: sul punto mi permetto rinviare, a titolo di esempio, a L. DE ANGELIS, *L'associazione a fini di ricerca scientifica: forme giuridiche*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, 591 ss.



cabile anche alle società di capitali, dello scopo della divisione degli utili tra i soci: enunciazione che non va interpretata, come non pochi fanno, nel senso di postulare l'indefettibilità dello scopo di lucro per le società in genere, e segnatamente per le società di capitali, bensì nel senso che gli utili – se ed in quanto vi siano – appartengono ai soci e non alla società. In ciò si sostanzia, per vero, la scelta in senso liberale operata al riguardo dal legislatore del 1942, evocata con grande efficacia dal presidente della commissione riformatrice che varò il codice civile di quell'anno<sup>12</sup> il quale ha sagacemente delineato l'endemico conflitto fra i soci risparmiatori interessati alla massimizzazione del dividendo e i soci di controllo protesi invece al progressivo potenziamento della società mediante il reinvestimento degli utili: codice che, pur affondando le proprie radici culturali nell'*humus* della teoria istituzionalistica di promanazione germanica, ha tuttavia riconosciuto che, in presenza di eventuali utili, questi non dovessero essere destinati prioritariamente a rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria dell'ente sociale bensì, una volta accantonate le riserve previste dalla legge ed eventualmente dallo statuto, dovessero essere destinati a remunerare l'investimento dei soci; e che solo per volontà dei soci, espressa a maggioranza, gli utili potessero non venire distribuiti, in tutto o in parte, ai medesimi ed essere quindi lasciati nella disponibilità della società.

La previsione normativa dell'art. 2615-ter c.c. non contempla alcuna eccezione alla causa del contratto sociale delle società consortili, che anche per esse permane appunto quella dello svolgimento in comune di un'attività economica; ma tende essenzialmente a significare che le società, e segnatamente le società di capitali, possono perseguire, in alternativa ad uno scopo lucrativo, anche uno scopo mutualistico – nell'accezione, che qui rileva, della mutualità consortile – e più in generale uno scopo non lucrativo, senza per ciò rischiare di generare un vizio di nullità, come una corrente di pensiero ormai ampiamente superata aveva in passato cercato di sostenere.

Senza contare che società per azioni prive dello scopo di lucro non sono soltanto quelle che ispirano la loro attività al perseguimento di un fine mutualistico nel senso più lato, ma altre ne esistono senza essere necessariamente consortili. Si pensi segnatamente alle società pubbliche – siano esse partecipate, quanto meno in posizione di controllo, e sovente anche di controllo totalitario, dallo Stato o da altri enti pubblici – alle quali non può certo sempre e comunque annettersi finalità lucrativa, ossia di tendere, non di rado in condizioni di estrema difficoltà operativa, al conseguimento di un profitto da assoggettare dapprima al prelievo fiscale talora a favore degli stessi soci<sup>13</sup> per ripartire quindi gli utili netti fra i soci a remunerazione del loro investimento. Può non essere questo, ovviamente, il motivo per il quale gli enti pubblici decidono di prefiggersi la realizzazione di determinati scopi istituzionali loro propri attraverso la partecipazione a società, per lo più strumentali, generalmente costituite secondo i tipi capitalistici della s.p.a. o della s.r.l. Tale motivo può risiedere, per contro, come è stato frequentemente nel passato, specie al tempo della ricostruzione *post*-bellica, nel perseguimento di scopi ben diversi dal profitto in sé, che possono spaziare dall'attuazione di economie esterne ambientali consistenti nella creazione di insediamenti industriali in

---

<sup>12</sup> A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 617 ss.; in senso conforme D. PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957; diversamente orientato G. ROSSI, *Utile di bilancio, riserve, dividendo*, Milano, 1957.

<sup>13</sup> Ad esempio, dello Stato quanto all'i.re.s., delle Regioni quanto all'i.r.a.p., delle Regioni e dei Comuni quanto alle varie addizionali dell'i.r.pe.f. trattenute alla fonte sui compensi di lavoro dipendente.

zone di cui si voglia promuovere lo sviluppo economico mediante la dotazione di infrastrutture non ancora esistenti (reti idriche ed elettriche, collegamenti stradali e ferroviari, porti ed aeroporti, aree retroportuali attrezzate, etc.), suscettibili inoltre di attrarre nuovi investimenti privati, fino all'impegno dello Stato in settori produttivi considerati strategici o comunque particolarmente rilevanti per la sicurezza o la stabilità politica (fra cui l'industria aerospaziale, degli armamenti, dell'energia nucleare, delle telecomunicazioni, come pure un tempo avveniva per l'industria siderurgica, elettrica, telefonica e cantieristica, per non citare che qualche esempio fra i più noti): scopi tutti che con il puro e semplice intento lucrativo hanno ben poco a che vedere.

Si pensi altresì alle società sportive, ed in particolare alle società calcistiche del settore professionistico al tempo in cui era in vigore la l. 23 marzo 1981, n. 91, alle quali, pur rivestendo la forma di società per azioni, era assolutamente precluso perseguire lo scopo di lucro in forza della c.d. "clausola non lucrativa" rappresentata dall'art. 13 della stessa legge e che non avrebbero neppure potuto ottenere il riconoscimento del CONI ex art. 32 prev., d.p.r. 28 marzo 1986, n. 157, se avessero trasgredito a tale divieto; preclusione poi venuta meno, com'è noto, per consentire la quotazione nei mercati regolamentati delle azioni di quelle società che avessero inteso accedervi.

Si pensi, ancora, alle società *benefit* di promanazione statunitense, previste nel nostro ordinamento dalla l. 28 dicembre 2015, n. 208 (c.d. legge di stabilità per il 2016), commi 376-382, le quali, come molte hanno fatto, possono affiancare allo scopo lucrativo – od anche sostituirlo con – finalità di vantaggi collettivi per persone, o comunità ed enti associativi, o ambiti territoriali, o beni ed attività socio-culturali, od altri *stakeholders* quali «*lavoratori, clienti, fornitori, creditori, pubbliche amministrazioni e società civile*», ossia finalità ulteriori e diverse rispetto al profitto.

E si pensi altresì alle imprese sociali, contemplate dal d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155, e costituite in forma societaria, alle quali è invece legislativamente preclusa la distribuzione diretta e indiretta di utili, da destinarsi esclusivamente al perseguimento dei loro scopi istituzionali di carattere, appunto, socialmente rilevante; imprese sociali la cui disciplina è stata più recentemente riveduta – al pari di quella delle società *benefit* – dal d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, la cui qualifica può venire assunta dagli enti privati, inclusi quelli costituiti in forma di impresa e di società, i quali «*esercitano in via stabile e principale un'attività di impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività*» (artt. 1 e 2), nonché destinando «*eventuali utili ed avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o ad incremento del patrimonio*» (art. 3), ivi compresi gli enti religiosi civilmente riconosciuti e le cooperative sociali e con esclusione delle società costituite da un unico socio persona fisica.

In conclusione, sul punto, il nostro ordinamento ammette la presenza sul mercato di società – anche di capitali – aventi scopi intrinsecamente diversi tra loro, delle quali lo scopo di lucro è uno fra i vari possibili (e leciti), ma non l'unico, per cui non può ritenersi coesistente alla nozione stessa di società – indipendentemente dalla composizione, unipersonale o plurisoggettiva, della compagine sociale – e dunque non può farsi rientrare nella definizione generale di questa figura giuridica<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Così in particolare G. OPPO, *op. locc. cit.*

6. *L'attività economica non consiste necessariamente nell'esercizio dell'impresa. Le società di godimento.* – Una volta associato che l'attività economica delle società per azioni – al pari di ogni altro tipo delle società ordinarie – può essere tanto lucrativa quanto non lucrativa, si deve ancora considerare se tale attività debba necessariamente consistere, o non, nell'esercizio di un'impresa. Nonostante l'orientamento della corrente più tradizionale degli interpreti, che ciò afferma<sup>15</sup>, la dottrina più moderna propende ormai per ritenere che non appaia intrinseco al concetto di società, e indispensabile per l'individuazione dell'esistenza di questa, che l'oggetto sociale consista in un'attività imprenditoriale<sup>16</sup>.

Si pongano alcuni esempi. Se due coniugi sono soci di una società, di qualunque tipo, alla quale forniscono i mezzi per acquistare un appartamento per andarci ad abitare, o una seconda casa per trascorrervi le vacanze, o un'imbarcazione per andar per mare, e beninteso per provvedere alla relativa gestione, questa società compie innegabilmente un'attività economica (acquista, paga, mantiene, ripara il bene o i beni di proprietà, talora per acquistarli accende un mutuo che rimborsa gradualmente e dei cui interessi si onera, sostiene le spese di amministrazione e di gestione; nel caso dell'imbarcazione ne contratta altresì, e ne paga, il ricovero in un porto e il rimessaggio, etc.), ma non esercita alcuna impresa.

Analogamente, svolge un'attività economica, ma non d'impresa, una società *holding* alla quale i soci abbiano fatto acquistare le loro partecipazioni in un'altra società con l'intento di dar corpo, attraverso questa, ad un patto di sindacato – a seconda dei casi, di voto o addirittura di controllo – senza peraltro esercitare alcuna influenza, né dominante né notevole, in seno alla società partecipata.

Altri esempi altrettanto significativi possono trarsi – dopo la riforma societaria del 2003 – dall'esclusione dalla disciplina delle società azionarie che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (*ex art. 2325-bis*, comma 1, come integrato dalla delibera CONSOB n. 14372 del 23 dicembre 2003, che ha modificato il Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 e ss.mm., di attuazione del t.u.f., introducendovi l'art. 2-*bis*) di quelle s.p.a. che, indipendentemente dal numero degli azionisti, dalle dimensioni patrimoniali, dall'entità del capitale e dagli eventuali prestiti obbligazionari emessi, siano contraddistinte da un oggetto sociale che preveda «*esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative, di servizi di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio*» (art. 2-*bis*, cit., comma 3), fra le quali rientrano le società che effettuano la gestione di servizi sportivi, come campi da *golf*, impianti sciistici, natatori o tennistici e simili, a beneficio dei propri soci o di loro ospiti. Sono esempi semplici, e comuni, i quali dimostrano che non è necessario inventarsi a tutti i costi l'esistenza di

<sup>15</sup> T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, 1962, 254; G. AULETTA-N. SALANITRO, *Diritto commerciale*, Milano, 2015, 103 ss.; M. CASANOVA, *Società e impresa*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, I, 1 ss.; ID., *Le imprese commerciali*, Torino, 1955, 91 ss.; G. FANELLI, *Introduzione alla teoria giuridica dell'impresa*, Milano, 1950, 75 ss.; G. FERRI, *Delle società*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1981, 15 ss.; ID., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2019, 187; V. PANUCCIO, *Teoria giuridica dell'impresa*, Milano, 1974, 80 ss.; E. ZANELLI, *La nozione di oggetto sociale*, Milano, 1962, 235 ss. e 343 ss.; ID., *Il volo del calabrone su imprese e società vere e false. A proposito di società semplici, immobiliari, professionali e cooperative*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 733 ss., spec. 744 ss.

<sup>16</sup> V., *ex multis*, F. GALGANO, voce "*Società (diritto privato)*", in *Enc. del dir.*, XLII, Milano, 1990, 865 ss.; F. DI SABATO, *op. cit.*, 10 ss.; G. MARASÀ, *Le società*, Milano, 2000, 210 ss.

un'impresa ogni qualvolta ci si trovi in presenza di una società, anche per azioni.

Per certo non esercitano attività d'impresa le società tra professionisti disciplinate dalla l. 12 novembre 2011, n. 183, art. 10, con riguardo a tutte le «attività professionali regolamentate nel sistema ordinistico», come integrata dal relativo regolamento d'attuazione approvato con d.m. Giustizia 8 febbraio 2013, n. 34, nonché dalla l. 14 gennaio 2013, n. 4, con riguardo alle professioni non organizzate. A norma della citata l. n. 183/2011, per l'esercizio in comune dell'attività professionale possono essere utilizzati tutti i tipi sociali previsti dall'ordinamento, quali la società semplice, le società commerciali ordinarie di ogni tipo – fra cui, appunto, anche le s.p.a. e le s.r.l. – e le società cooperative; e questa facoltà è stata offerta dalla l. 4 agosto 2017, n. 124, art. 1, comma 141, anche alle società forensi regolate dalla l. 31 dicembre 2012, n. 247, nella quale ha introdotto a tal fine l'art. 4-*bis*<sup>17</sup>. Peraltro, ancorché la prefata legge abbia ammesso la possibilità di adottare per l'esercizio delle attività professionali i modelli delle società commerciali, e fra questi gli stessi tipi capitalistici, ciò non comporta di per sé la riqualificazione delle società professionali alla stregua di imprese, allorché beninteso l'attività da esse in concreto svolta si mantenga concentrata nell'organizzazione della professione da parte dei soci professionisti senza esorbitare da questa. Analogo concetto era già stato enunciato nella *Relazione ministeriale al codice civile* ad illustrazione dell'art. 2238<sup>18</sup>; e successivamente confermato dal “Progetto Mirone” recante la delega al Governo per il riordino delle professioni intellettuali<sup>19</sup>. In particolare sulle società tra avvocati, la prefata l. 31 dicembre 2012, n. 247 – che era una legge di delegazione – aveva demandato al legislatore delegato il compito di stabilire espressamente che tali società non avessero per oggetto sociale quello di esercitare un'attività di impresa<sup>20</sup>.

In tutti questi casi si è, insomma, in presenza di società il cui oggetto sociale non consiste in un'attività d'impresa. Sono dunque – per usare una locuzione abitualmente invalsa nell'uso – “società senza impresa”, fra cui rientrano appunto talune società (non tutte, beninteso) che perseguono scopi esclusivamente filantropici, e non poche di quelle che perseguono scopi culturali, scientifici o sportivi, nonché le numerosissime socie-

<sup>17</sup> Cfr. G. MARASÀ, *Società e associazioni forensi dopo le modifiche introdotte dall'art. 1, comma 141, l. 4 agosto 2017, n. 124: prime considerazioni e interrogativi*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 28 ss., spec. 32 ss.

<sup>18</sup> «Il Codice fissa il principio che l'esercizio di una professione non costituisce di per sé esercizio di un'impresa, neppure quando l'espletamento dell'attività professionale richiede l'impiego di mezzi materiali e dell'opera di qualche ausiliario».

<sup>19</sup> D.d.l. n. 5092 approvato dal Consiglio dei ministri il 3 luglio 1998, art. 2, n. 2, lett. a), dal quale è stata ribadita «la distinzione ... delle attività professionali dall'attività di impresa». Al riguardo cfr. gli espressivi decreti di Trib. Milano, 27 maggio 1998, in *Giur. it.*, 1999, II, 1012, con nota di F.M. MUCCIARELLI, *Le società tra professionisti dopo la legge “Bersani”*, e 12 dicembre 1998, in *Società*, 1999, 468, con commento di G. MUSCOLO, *La disciplina applicabile alle società professionali in attesa del regolamento; cui adde G. MARASÀ, Società tra professionisti e impresa*, in *Riv. not.*, 1997, 1345 ss., a mente del quale le società tra professionisti non solo non sono commerciali, ma il cui oggetto sociale non consiste neppure in un'attività di impresa, dunque sono “società senza impresa”; L. DE ANGELIS, *Le società professionali nel progetto di riforma delle libere professioni*, in *Riv. soc.*, 1999, 211 ss.; e – con riguardo alle società tra avvocati disciplinate dal d.lgs. 2 febbraio 2001, n. 96 – ID., *La società tra avvocati: uno sguardo d'insieme*, in AA.VV., *La società tra avvocati* a cura del medesimo, Milano, 2003, 29 ss. (ove altri contributi particolarmente significativi).

<sup>20</sup> E precisamente «che l'esercizio della professione forense in forma societaria non costituisce attività d'impresa e che, conseguentemente, la società tra avvocati non è soggetta al fallimento e alle procedure concorsuali diverse da quelle di composizione delle crisi da sovraindebitamento; ed inoltre che i redditi prodotti da queste società sono redditi di lavoro autonomo anche ai fini previdenziali».

tà immobiliari impropriamente definite “di comodo”, le altrettanto numerose società costituite dai soci al fine del godimento di determinati beni o diritti ed altre ancora che esistono ed operano da lunga pezza in Italia – e non solo (v. le *sociétés civiles immobilières* francesi) – ove hanno ormai acquistato pieno diritto di cittadinanza, nonostante talune opinioni dissonanti, per lo più alquanto risalenti nel tempo. È all’uopo importante, sul piano esegetico, rilevare che l’attività economica di cui è menzione nell’art. 2247 non necessita – com’è richiesto invece per quella menzionata dall’art. 2082 – di venire svolta «*al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi*», cioè per il mercato: finalità che, nelle società, può pertanto anche difettare.

La tesi, talora avanzata dalla più rigida dottrina tradizionale, della nullità delle società costituite allo scopo del godimento di beni o diritti – il cui accoglimento varrebbe ad eliminare un amplissimo novero di società, anche di capitali, attualmente esistenti nel nostro Paese – è stata tuttavia contraddetta dalla giurisprudenza. Inoltre la prevalente dottrina, dopo avere illustrato i motivi per cui non sussiste, nell’ordinamento italiano, la possibilità di dichiarare la nullità delle società anzidette, ha chiarito che la norma dell’art. 2248 – la quale dispone che «*la comunione costituita o mantenuta al solo scopo del godimento di una o più cose è regolata dalle norme del titolo VII del libro III*» del codice – va interpretata come una valvola di chiusura del sistema, non nel senso che la società non possa avere ad oggetto il mero godimento di beni, quanto in quello, assolutamente diverso, che la sottoposizione dei beni al regime societario segnerebbe comunque una profonda differenza di disciplina rispetto al regime della comunione. Tuttavia i soggetti interessati, nel rispetto della loro autonomia privata, possono decidere di optare per il regime societario e di gestire in forma societaria la proprietà dei beni. È quindi la volontà delle parti ad essere decisiva, e non sembra esservi alcuna preclusione alla costituzione e all’esercizio di una società avente ad oggetto il godimento di beni. D’altro canto, non si riuscirebbe a comprendere come possa sopravvivere una società divenuta non più operativa, ma che si limita a riscuotere solo il canone di affitto dell’azienda che non esercita direttamente, o i canoni di locazione di unità immobiliari costruite e rimaste invendute, e per ciò messe a reddito, e non sia invece possibile costituire *ab initio* una società che abbia per oggetto l’amministrazione dei propri beni. Un acuto studioso<sup>21</sup> ha in proposito evidenziato: «La soluzione ci sembra da segnalare soprattutto perché sembra di poter intravedere una volontà legislativa in tal senso. L’art. 3, n. 18, d.l. 19 dicembre 1984, n. 853, convertito nella l. 17 febbraio 1985, n. 17, pare ammettere la possibilità che vi siano società la cui attività sia costituita dalla mera gestione e dal mero godimento degli immobili». In questo senso militano numerose norme di legge, quali l’art. 29 della legge n. 49/1997 e l’art. 1, comma 115, della legge n. 208/2015, che hanno accordato disposizioni agevolative sul piano fiscale «*alle società che hanno per oggetto esclusivo o principale la gestione dei predetti beni*» – immobili e mobili registrati ed anche, per la sola legge del 1997, partecipazioni – le quali entro una certa data (rispettivamente, 1° settembre 1998 e 30 settembre 2016) «*si trasformano in società semplici*». *Contra*, alcuni giudici hanno deciso per il carattere simulato di società costituite al solo scopo di dissimulare una mera comunione di godimento (ma nelle fattispecie esaminate la costituzione della società integrava un ve-

<sup>21</sup> S. DE VITIS, *L’invalidità delle società di persone*, in AA.VV., *Disposizioni generali sulle società e le società di persone: prospettive di riforma*, Milano, 2001, 201 ss.

ro e proprio negozio in frode alla legge, preordinato ad esempio all'ablazione del diritto di prelazione o di riscatto spettante *ex lege* al coltivatore diretto nel caso di alienazione di un fondo rustico da questo condotto in affitto).

Con riguardo alle "società in fatto di comodo" – ossia a quelle società costituite allo scopo del godimento di beni, ancorché con un oggetto sociale apparentemente preordinato al perseguimento di una diversa attività (ad esempio di un'attività di impresa) quale quella di costruzione, acquisto, vendita ed amministrazione *medio tempore* degli immobili di proprietà, per "schermare" una semplice attività di gestione immobiliare – deve ritenersi che sia precluso fare riferimento tanto alla simulazione assoluta quanto a quella relativa totale, difettandone *in radice* i presupposti. La cosciente e volontaria indicazione di un oggetto sociale diverso da quello che i soci intendano realmente perseguire potrebbe invece giustificare la percezione di un'ipotesi di simulazione parziale<sup>22</sup> legittimando la ricognizione dell'illiceità, ove sussistente, dell'oggetto sociale e comportando la conseguente declaratoria di nullità della società. Ciò, tuttavia, limitatamente alle sole società di persone, poiché per le società di capitali – e segnatamente per le s.p.a. – la tassatività delle cause di invalidità in generale, e di nullità in particolare, stabilite sia dall'art. 11, ult. comma, della I direttiva comunitaria in materia societaria sia dall'art. 2332 c.c. non consente di fondare la nullità della società sull'elemento della simulazione, di nessun tipo. Inoltre, sempre per le società di capitali – e segnatamente per le s.p.a. – la causa di nullità integrata dalla illiceità dell'oggetto sociale (art. 2332, comma 1, n. 2) non potrebbe, nella fattispecie, venire invocata, dovendo a tal fine «guardarsi esclusivamente all'oggetto sociale statutario, anziché a quello effettivo», come pure deciso dalla Corte di Giustizia della C.E.<sup>23</sup>

Ciò senza contare che spesso il godimento di uno o più beni non consiste in una mera percezione statica dei frutti o dell'utilità di questi, qual'era configurata nel più risalente significato comunemente attribuito a tale concetto, ma integra una serie di atti ed operazioni economiche tra loro correlati e preordinati al perseguimento di uno scopo, cioè lo svolgimento di un'attività, e precisamente di un'attività economica quale quella dianzi descritta. Il che sposta l'accento dal godimento "mero" ad una causa societaria tipica, già nota a partire dalla nozione della «società particolare» contemplata dall'art. 1705 del codice civile del 1865, definita come «quella [società], la quale non ha per oggetto se non certe determinate cose, o il loro uso, ovvero i frutti che se ne possono ritrarre» (c.d. società esercente un'impresa civile, o società civile *tout court*, che in aggiunta – ai sensi del successivo art. 1706 – già poteva essere costituita «per l'esercizio di qualche mestiere o professione»). Le società civili previste dal codice civile del 1865 e le società commerciali regolate dal codice di commercio del 1882 sono state quindi attratte in un *corpus* legislativo unitario a seguito della grande riforma culminata nell'emanazione del codice civile del 1942, la cui *Relazione ministeriale*, ai §§ 922 ss., così si è espressa al riguardo: «Come nel libro delle obbligazioni sono stati rifiuti in un sistema unitario i contratti civili e commerciali, così nella nuova disciplina delle socie-

<sup>22</sup> In giurisprudenza v. Cass., 13 dicembre 1993, n. 12260, 27 marzo 1997, n. 2465, e 28 aprile 1997, n. 3666, con nota di M. CIAN, *Società di mero godimento tra azione di simulazione e Durchgriff*, in *Giur. comm.*, 1998, II, 452 ss.

<sup>23</sup> Sentenza 13 novembre 1990, *Marleasing s.a. c. Comercial Internacional de Alimentación s.a.*, causa C-106/89, in *Foro it.*, 1992, IV, 173, con nota di L. DANIELE, *Novità in tema di efficacia delle direttive comunitarie non attuate*.

*tà risultano coordinate in un sistema unitario le diverse figure di società, eliminando quella soluzione di continuità che sino ad oggi esisteva tra società civili e società commerciali» (§ 922). Ed inoltre: «Nel sistema del nuovo codice la società è una forma di esercizio collettivo di un'attività economica produttiva e normalmente [dunque non esclusivamente: n.d.a.] di un'attività economica organizzata durevolmente ad impresa» (§ 923). Pertanto – ed in conclusione sul punto – l'attività economica, nelle società di qualunque tipo, può essere d'impresa o non d'impresa; se d'impresa, commerciale o non commerciale; lucrativa o non lucrativa; e può essere altresì preordinata a procurare ai soci il godimento dei beni sociali.*

In quest'ultimo caso, tuttavia, occorre indagare quale sia il significato da annettere alla disposizione dell'art. 2248, a mente della quale *«la comunione costituita o mantenuta al solo scopo del godimento di una o più cose è regolata dalle norme»* sulla comunione. La risposta che a buon diritto sembra potersi fornire è la seguente: sotto il profilo organizzativo, al funzionamento della società ed ai rapporti con i terzi – ivi compreso il regime della responsabilità patrimoniale dei soci – non può che presiedere la disciplina del tipo sociale prescelto; ma ove si tratti di regolare i rapporti interni tra i soci, qualunque tipo sociale sia stato adottato, deve senz'altro applicarsi la disciplina propria della comunione, dettata dagli artt. 1100 ss., assumendo i soci, sotto questo profilo, la qualità sostanziale – e prevalente – di comunisti.

Questa interpretazione risulta altresì corroborata da un'ulteriore considerazione. Al tempo dell'emanazione del codice civile del 1942 – e l'art. 2248 non è più stato modificato da allora – per la costituzione delle società, di qualunque tipo, era ancora richiesta la pluralità dei soci; dunque, i soci delle società costituite a fini di godimento di beni pacificamente dovevano – come tuttora devono – regolare i propri rapporti dominicali secondo le disposizioni in tema di comunione. Ma con l'avvento delle società per azioni e a responsabilità limitata unipersonali l'applicazione delle menzionate disposizioni a queste società non è oggettivamente possibile, giacché l'unico socio tutto può essere tranne che un comunista. Di conseguenza, alla società unipersonale avente lo scopo del godimento del bene o dei beni in essa conferiti da parte dell'unico azionista o quotista (ovvero di cui questo sia rimasto il solo socio) e della quale non può eccipirsi la nullità non possono che applicarsi le regole integranti, nel loro complesso, la disciplina del tipo sociale da essa rivestito.

7. *Alcune note sull'oggetto sociale delle s.p.a.* – L'oggetto sociale delle s.p.a. – al pari di tutti gli altri tipi delle società di capitali e delle altre società commerciali ordinarie – può riguardare una o più attività, con l'unico limite, già enunciato in precedenza, che queste debbano essere possibili e lecite. Normalmente le attività al cui esercizio sono preordinate queste società sono quelle a loro volta commerciali (*ex art. 2195 c.c.*). Non è tuttavia precluso ai soggetti i quali intendano esercitare in comune un'attività non commerciale – ad esempio un'impresa agricola – di costituire a tal uopo, in virtù dell'autonomia convenzionale riconosciuta loro dalla legge (art. 2249, comma 2), anche una società di tipo commerciale – ad esempio una s.p.a. – se in questo modo essi ritengano di poter meglio disciplinare i loro rapporti, o di evitare di mettere a repentaglio l'intero loro patrimonio, come avverrebbe nell'ipotesi di assunzione di una responsabilità personale illimitata e solidale conseguente alla partecipazione ad una società

semplice, od ancora intendano dotarsi di uno strumento operativo in grado di consentire la raccolta di finanziamenti presso il pubblico – ad esempio, mediante l’emissione di obbligazioni – o in vista del perseguimento di altri obiettivi che renda per essi preferibile l’adozione del tipo sociale (commerciale) prescelto. Ciò è oggi esplicitamente ammesso – come già si è detto – dal citato art. 10, comma 3, l. 12 novembre 2011, n. 183, per le società tra professionisti, il quale consente che tali società, sicuramente non esercenti un’attività di impresa, e segnatamente di impresa commerciale, possano ormai costituirsi secondo qualsiasi tipo societario (di persone come di capitali, società semplice inclusa, nonché di società cooperativa) presentando dunque, ove venga scelta la forma di una società commerciale, gli aspetti esteriori della commercialità, ma non certo quello sostanziale: tipi societari che fungeranno in tal modo da “crisalide” per regolare l’assetto organizzativo interno dell’ente e il regime di responsabilità patrimoniale di questo e dei suoi soci, ma non potranno sostituirsi ai professionisti partecipanti né potranno con ciò superare il principio della personalità della prestazione professionale e quello secondo cui l’incarico professionale, anche se conferito alla società, può essere espletato unicamente dai soci professionisti in possesso dei requisiti necessari per la sua esecuzione. In tal caso, però, la società così costituita sarebbe commerciale soltanto di forma, ma non anche di sostanza: per cui, fermi restando gli obblighi di iscrizione nel registro delle imprese (art. 2200, comma 1) e di tenuta delle scritture contabili (art. 2214), in caso di insolvenza essa non potrebbe venire assoggettata alla liquidazione giudiziale (*olim* al fallimento) o ad altre procedure concorsuali, non essendo, in ragione dell’attività concretamente svolta, un imprenditore commerciale, bensì, a seconda appunto dell’attività esercitata, un imprenditore agricolo, o – per chi lo ammetta – un imprenditore civile, o addirittura neppure un imprenditore<sup>24</sup>.

Quindi, l’indirizzo impartito dal legislatore (art. 2249, comma 1) di adottare tipi di società commerciali per l’esercizio di attività commerciali è pacificamente derogabile qualora i soci preferiscano scegliere di esercitare un’attività che commerciale non sia mediante uno strumento societario tipicamente commerciale.

Ancora con riguardo all’oggetto sociale, non va sottaciuto che possono sussistere – e nella pratica non di rado sussistono – discrasie fra quello risultante dall’atto costitutivo e quello desumibile dall’attività concretamente esercitata dalla società. Talvolta l’oggetto sociale contempla settori di attività in cui la società non opera né all’inizio della propria “vita” né successivamente: settori nei quali essa potrebbe non operare per lungo tempo, come potrebbe non operare mai; ma, per converso, potrebbe un giorno dedicarsi anche a quel genere di *business*, a fianco di quelli già esercitati od anche in sostituzione di questi. Per vero, non può escludersi che i soci costituenti già ipotizzino, al momento della costituzione della società, un programma di espansione dell’operatività della stessa anche ad altri campi in cui inizialmente sarebbe impossibile o inopportuno che essa intervenisse; ma, trovandosi già pervia la facoltà di iniziare *durante societate* ad operare in un determinato settore non coltivato in precedenza, potrebbe senz’altro estendere la propria attività anche a tale settore qualora gli amministratori ritenessero conveniente avventurarsi<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Sul punto si rinvia all’insuperato insegnamento di G. OPPO, *Materia agricola e “forma commerciale”*, negli *Scritti in onore di F. Carnelutti*, III, Padova, 1950, 83 ss.; ID., *Note preliminari sulla commercialità dell’impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 561 ss.

<sup>25</sup> Cass., 27 aprile 1985, n. 2741, in *Società*, 1985, 1067.



In effetti l'oggetto sociale non deve intendersi limitato ad un unico affare o ad una sola operazione, ovvero ad un unico settore di attività, ben potendo comprendere – a discrezione dei soci ed alla luce della loro autonomia statutaria, che in proposito è amplissima – lo svolgimento, attuale od anche meramente potenziale, di attività in molteplici settori economici. Molte sono le società, anche di dimensioni rilevanti, che agiscono direttamente – cioè non attraverso la partecipazione in altre società, per lo più controllate o collegate – in diversi campi operativi, quali quelle che, specialmente nella prassi anglo-americana, sono note con il nome di “conglomerate”. L'importante è che le attività contemplate nell'oggetto sociale siano chiaramente ed esattamente determinate o determinabili; in altre parole, che la mancanza di chiarezza, pur ammantata da eleganti ma fumose formulazioni lessicali, non lasci intendere che una determinata società “possa fare di tutto”, il che comporterebbe una sostanziale indeterminazione dell'oggetto sociale suscettibile di causare la nullità del contratto di società, del quale l'oggetto sociale è elemento essenziale<sup>26</sup>.

Può peraltro accadere che la società operi – saltuariamente o sistematicamente – in ambiti di attività non riguardati dal proprio oggetto sociale, quale risultante dall'atto costitutivo. In tal caso la società opererebbe *ultra vires*, ossia esorbitando dalla sfera di attività definita dalla volontà dei soci; e da ciò conseguirebbe la necessità di compiere un'attenta valutazione circa la delimitazione dei poteri dei suoi amministratori e la validità degli atti compiuti dai suoi rappresentanti con i terzi. Se la società fosse una s.p.a. o una s.a.p.a., od anche una s.r.l. avente una *governance* di stampo capitalistico, non vi sarebbe dubbio che gli atti *ultra vires* impegnerebbero validamente la società nei confronti dei terzi che non avessero agito intenzionalmente a danno della stessa<sup>27</sup>; e ciò specialmente dopo l'introduzione dell'art. 2384-bis operata con la “novella” del 1969 – ossia con la legge di recepimento della I direttiva comunitaria in materia societaria (d.p.r. 29 dicembre 1969, n. 1127) – e soprattutto dopo quella del nuovo art. 2384, comma 1, riformulato a seguito della riforma del 2003, che qualifica come «generale» il potere di rappresentanza attribuito agli amministratori dallo statuto o dalla deliberazione di nomina<sup>28</sup> (si noti che il legislatore della riforma ha qui impiegato, di certo non a caso, lo stesso aggettivo di cui è menzione nell'art. 2206, comma 2, in tema di poteri dell'institore la cui procura non sia stata iscritta, per qualunque motivo, nel registro delle imprese) e che sancisce la non opponibilità ai terzi delle limitazioni ai medesimi poteri degli amministratori risultanti dallo statuto o dalle decisioni degli organi competenti – ad esempio dell'assemblea all'atto della nomina o del successivo conferimento di tali poteri, ovvero del consiglio d'amministrazione in sede di attribuzione di deleghe

---

<sup>26</sup> Conformemente alla generalità degli ordinamenti giuridici dell'Europa continentale, ispirati alla *civil law*, ordinamento francese in testa; ma diversamente dal diritto inglese, ove le c.d. “*unrestricted companies*” s'intendono avere non già un oggetto sociale indeterminato, bensì illimitato, universale, e come tale considerato ammissibile dalla Sect. 31.1 del *Companies Act* 2006: cfr. M. BIANCA, *Le società con oggetto sociale “unrestricted”: un esempio da imitare?*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 293 ss.

<sup>27</sup> Cass., 21 settembre 2015, n. 18449, in *Giur. it.*, 2016, 1151, con nota di F. OCCELLI, *Donazioni effettuate da società, atti gratuiti e scopo di lucro*; e Cass., 19 marzo 2015, n. 5522, in *Riv. dott. comm.*, 2015, 263.

<sup>28</sup> Si segnala che in giurisprudenza è stato sostenuto che il potere di rappresentanza generale della società (di capitali) è attribuito a ciascun amministratore, anche se non investito di simile potere – neppure in ambito limitato – né dallo statuto, né dall'atto di nomina, né mediante delega consiliare ed anche se l'attività posta in essere esuli dall'oggetto sociale: v. Trib. Napoli, ord. 23 luglio 2019, in *Società*, 2020, 1237 ss., con commento di S. CASSANI, *Atti ultra vires nelle s.r.l. e decisione ex art. 2479, comma 2, n. 5, c.c.*

– «anche se pubblicate» (art. 2384, comma 2), con evidente eccezione al principio della presunzione assoluta di conoscenza degli atti iscritti nel registro delle imprese affermato dall'art. 2193, comma 2<sup>29</sup>.

Inoltre, nella definizione dell'oggetto sociale indicato nell'atto costitutivo, a fianco dell'attività o delle attività principali possono figurare altre attività accessorie. A titolo meramente esemplificativo, e senza pretesa di esaustività, è frequente rinvenire clausole del seguente tenore: «Per il conseguimento dell'oggetto sociale, la società potrà compiere ogni operazione mobiliare, immobiliare, commerciale e finanziaria, ivi segnatamente compresi: il rilascio di garanzie reali e personali, anche a favore di terzi; l'assunzione, la dismissione e la gestione medio tempore di partecipazioni; l'acquisto, la vendita, la permuta e la gestione medio tempore di beni immobili; l'attuazione di operazioni di leasing finalizzate alla commercializzazione dei propri prodotti»; od ancora: «Al fine di sopperire alle proprie necessità finanziarie, la società potrà ricevere finanziamenti dai propri soci e, nel rispetto delle condizioni di legge, effettuare la restituzione, senza peraltro compiere professionalmente servizi di investimento né operazioni od attività finanziarie nei confronti del pubblico contemplate dal decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (t.u. delle leggi bancarie e creditizie), e dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u. dell'intermediazione finanziaria)»; e così via.

Clausole del genere di quelle testé riportate non valgono a consentire alla società il compimento di qualsiasi operazione tra quelle da esse previste, ma soltanto il compimento delle operazioni che possano ravvisarsi connesse – o accessorie, appunto – alle attività rientranti nell'oggetto sociale. Così, nel caso della prima clausola, la società non potrà prestare garanzie a favore di terzi in assoluto, diventando di fatto una finanziaria, ma potrà farlo unicamente per agevolare la conclusione di un negozio giuridico rientrante nel proprio oggetto sociale, che in assenza di quella garanzia non potrebbe avvenire; oppure non potrà porre in essere qualsiasi operazione di locazione finanziaria, diventando di fatto una società di *leasing*, ma potrà compiere singole operazioni di *leasing* c.d. operativo per assistere un cliente che intenda acquistare un macchinario o un impianto o un qualsiasi altro bene strumentale prodotto dalla stessa (ad esempio un automezzo, od anche un immobile ad uso industriale o commerciale o destinato ad accoglierne gli uffici), ma che non disponga della totalità dei mezzi finanziari occorrenti per perfezionarne l'acquisto con un pagamento immediato. Autorevole dottrina è tuttavia propensa ad ammettere che non tutte le attività accessorie debbano sempre e necessariamente essere indicate nell'oggetto sociale, quali ad esempio le donazioni, considerate possibili se mirate al perseguimento dell'attività principale della società<sup>30</sup>.

Al di fuori di queste ipotesi di stretta correlazione dell'attività accessoria rispetto all'attività svolta in via principale, la società – e per essa i suoi amministratori – agi-

<sup>29</sup> Per l'opponibilità alle società di capitali degli atti esorbitanti dall'oggetto sociale compiuti dagli amministratori, suscettibili dunque di impegnare validamente le società stesse, v. Cass., 3 febbraio 2014, n. 2320, in *Riv. dott. comm.*, 2014, 358; e F. BONELLI, *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 924 ss., spec. 937 ss.

<sup>30</sup> F. DI SABATO, *op. cit.*, 50; e, con specifico riferimento alle società di capitali, E. GLIOZZI, *Atti estranei all'oggetto sociale nelle società per azioni*, Milano, 1970, 113 ss., secondo cui qualsiasi atto astrattamente idoneo a realizzare l'attività rientrante nell'oggetto sociale può essere svolto dai rappresentanti della società (in senso conforme, per le società personali, F. DENOZZA, *I poteri di rappresentanza nelle società di persone*, in *AA.VV., Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, II, Milano, 1990, 216 ss.).

rebbe esorbitando dal proprio oggetto sociale. Ed analogamente agirebbe ponendo in essere servizi di investimento o attività finanziarie *lato sensu* nei confronti del pubblico – anziché del ristretto novero dei propri soci – ossia per il mercato, che non solo comporterebbe l'agire in eccesso rispetto ai limiti dell'oggetto sociale, ma (cosa ben più grave) determinerebbe altresì la violazione di disposizioni normative cogenti quale, nella specie, quella secondo cui per il compimento dei suddetti servizi o attività nei confronti del pubblico è necessario ricevere un'apposita autorizzazione dalle competenti autorità, che può venire rilasciata soltanto a seguito di un procedimento di controllo preventivo sancito dalla legge.

È significativo in proposito ricordare la già riferita norma dell'art. 2361, comma 1, a mente della quale: «*L'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e per l'oggetto della partecipazione ne risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto*». Non appare esservi dubbio che questa norma spieghi effetto non soltanto per le s.p.a., ma anche per le altre società, di capitali come di persone, non sembrando lecito modificare surrettiziamente l'oggetto sociale al di fuori dell'espressione della volontà dei soci, ossia mediante la mera assunzione di una o più partecipazioni in altre imprese esercenti rilevanti attività diverse da quella o da quelle ricomprese nell'oggetto sociale, con ciò spostando, di fatto, il baricentro degli interessi economici – e della posizione di rischio – di una determinata società. Il che sta dunque a significare che anche l'assunzione di partecipazioni, allorché non rientri nell'oggetto sociale principale – che renderebbe quella società una *holding* – ma integri soltanto un'attività accessoria, in tanto può essere legittimamente compiuta da una società (di ogni tipo) in quanto sia sottesa al perseguimento delle attività considerate “principali” dal proprio atto costitutivo.

8. *Alcune recenti modifiche “spot” alla disciplina della s.p.a. Le azioni a voto plurimo* – Di quando in quando, per motivi contingenti, la disciplina legale della s.p.a. ha subito delle modifiche esorbitanti da riforme organiche (l'ultima delle quali operata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) ed inserite in disposizioni sporadiche, per lo più ispirate da istanze lobbistiche.

Un caso emblematico di norma “spot” non pienamente congruente con i principi generali che qualificano l'ordinamento nel suo complesso è dato dall'introduzione della facoltà di emettere azioni a voto plurimo<sup>31</sup>. Dopo che sia in sede di approvazione del codice civile del 1942 sia in occasione della cennata riforma licenziata con il d.lgs. n. 6/2003 il legislatore aveva respinto la proposta di legittimare tale categoria di azioni per l'ottimo motivo di non consentire l'esercizio del controllo societario con investimenti di capitale viepiù modesti, alterando impropriamente l'equilibrio fra potere e rischio d'impresa, con una disposizione inserita in uno di quei decreti “multiuso” – il decreto “Concorren-

---

<sup>31</sup> AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'o.p.a.*, Atti del seminario svoltosi il 7 novembre 2014 all'Università “La Sapienza” di Roma con interventi, fra gli altri, di N. ABRIANI, R. COSTI, F. DENOZZA, G. GUIZZI, M. LIBERTINI, P. MONTALENTI e F. VELLA, in *Giur. comm.*, 2014, I, 211 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, *ivi*, 2015, I, 779 ss.; AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto* a cura di U. Tombari, Torino, 2016.

za” (d.l. 24 giugno 2014, n. 91) convertito nella l. 11 agosto 2014, n. 116 – che sogliono venire approvati con voto di fiducia, e quindi in assenza di un effettivo dibattito parlamentare, è stato introdotto il vigente comma 4 dell’art. 2351 c.c. il quale permette di attribuire alle azioni in parola fino ad un massimo di tre voti nelle assemblee delle società emittenti. Il che significa, in parole povere, che gli azionisti che ne sono titolari possono mantenere lo stesso numero di diritti di voto con riduzione fino ad un terzo dell’investimento di capitale che sarebbe stato in precedenza necessario per esercitarli, differenziando in tal modo la posizione degli azionisti delle società italiane che si avvalgano di tale facoltà, con ciò comportando una sostanziale ingessatura del nostro mercato finanziario, già inestetizzato dall’elevata concentrazione degli assetti proprietari in seno alle società quotate che è una delle principali concause della scarsa attrattività di tale mercato non solo per gli investitori stranieri, ma anche per gli stessi investitori italiani.

Il *casus* è stato fornito dalla FIAT s.p.a. che, dopo la fusione con la Chrysler I.l.p., è diventata una società sempre meno italiana e sempre più americana, di quel Paese cioè ove le grandi *corporations* quotate al *New York Stock Exchange* hanno quali maggiori azionisti soggetti – che per di più non sono individui o famiglie, ma investitori istituzionali quali fondi comuni d’investimento, fondi pensione, banche o assicurazioni – le cui quote di partecipazione solitamente non superano il 3 o il 4 per cento del capitale sociale delle società controllate in virtù di patti di sindacato, della parcellizzazione delle partecipazioni azionarie fra una moltitudine di piccoli azionisti e del diffuso fenomeno dell’assenteismo assembleare. In questo contesto gli azionisti di controllo della FCA (poi diventata Stellantis a valle della concentrazione con la francese PSA) – membri delle famiglie Agnelli, Elkann e Nasi, già titolari di una quota di controllo di poco inferiore al trenta per cento del capitale sociale della FIAT – hanno inteso diluire il loro investimento nella società, mantenendo però il controllo sulla nuova società scaturita dalla fusione anzidetata, e hanno assunto una duplice deliberazione assembleare: quella di spostare la sede legale da Torino ad Amsterdam, in considerazione della possibilità offerta dall’ordinamento olandese soprattutto di emettere azioni a voto plurimo, e quella di eleggere quale luogo di residenza ai fini tributari Londra, vero e proprio paradiso fiscale ove le società sono tassate solo per i redditi prodotti nel Regno Unito e non anche per quelli prodotti nelle altre parti del mondo (a differenza dell’Italia, ove vige il principio della tassazione *worldwide*, salvo l’applicazione, spesso laboriosa, delle convenzioni internazionali per evitare la doppia imposizione).

L’esempio della FCA è stato tosto seguito da altre importanti società, che dall’Italia hanno trasferito le loro sedi legali nei Paesi Bassi o in Lussemburgo: *inter alia* la EXOR, la Ferrari, la Cementir, la Ferrero International, la Campari, Mediaset ed altre. Talune di queste società hanno insediato in Olanda anche la loro residenza fiscale per profittare dell’opportunità offerta da quell’ordinamento tributario di preconcordare su livelli molto bassi l’aliquota del *tax burden* gravante su determinati contribuenti, specie trasferiti da altri Paesi (c.d. *ruling*), che costituisce uno dei più controversi aspetti di concorrenza *border-line* in materia fiscale di Stati come l’Olanda, l’Irlanda, Malta e il Lussemburgo nei confronti degli altri Stati membri dell’Unione Europea a fiscalità ordinaria.

Ad ogni buon conto, ora il diritto societario italiano consente, come detto, l’emissione di azioni a voto plurimo, se così diviso dall’autonomia statutaria dei soci; ma l’impressione, largamente condivisa, che se ne trae è che l’Italia abbia chiuso il recinto quando ormai molti buoi erano scappati.

9. Segue: *la tempestiva rilevazione della crisi della società e della perdita della continuità aziendale*. – Più recentemente, il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (c.c.i.i.), approvato con il d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, ed entrato in vigore, quanto a un novero limitato di norme, quale quella che qui rileva, il 16 marzo successivo, ha introdotto *ex novo* il comma 2 all'art. 2086 c.c. del seguente letterale tenore: «*L'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*» (art. 375, comma 2, c.c.i.i.).

Sul punto è stato seguito un percorso inverso. Non si tratta, invero, di una disposizione di nuova introduzione nel *corpus* normativo della s.p.a., bensì – nel suo contenuto essenziale – di una disposizione già presente nella disciplina di questo tipo societario, nel quale era stata fissata dalla riforma organica del 2003, che è stata estesa ad ogni imprenditore operante in forma societaria o collettiva: quindi, oltre alle società ordinarie di qualunque altro tipo, anche alle cooperative, ai consorzi, ai g.e.i.e., alle associazioni e ad ogni altro soggetto collettivo avente la caratteristica di non limitarsi a svolgere una mera attività economica, ma di esercitare un'attività di impresa in senso proprio. L'apprestamento di «*un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa*» costituisce, da allora, la *fine fleur* dei doveri degli amministratori di s.p.a.: degli amministratori delegati che devono curarne l'istituzione e l'adeguatezza (art. 2381, comma 5), dei deleganti che tale adeguatezza devono valutare, sulla base delle informazioni dai primi ricevute (*ivi*, comma 3); nonché dei sindaci i quali devono per parte loro vigilare sulla medesima adeguatezza, oltreché sul concreto funzionamento del suddetto assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società (art. 2403, comma 1). Ora, l'istituzione di siffatto assetto compete – come detto – a tutti gli esponenti apicali di tutte le imprese societarie e collettive in genere.

Ma, si badi, lo scopo per il quale tale assetto deve essere istituito e reso adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa attiene al buon funzionamento e all'ordinata ed efficiente gestione della stessa, nonché al compimento dei controlli specialmente sulla correttezza dell'amministrazione; potendo valere anche – in funzione tuttavia residuale, e non certo prioritaria – per la «*rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale*» (stesso art. 2086, comma 2). Questa, ben si comprende, può essere – anzi è – la precipua finalità dell'istituzione e dell'adeguatezza dell'assetto anzidetto alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, quella cioè che gli estensori di tale codice avevano essenzialmente in mente allorché attendevano alla sua elaborazione; ma non può esserlo per quanto attiene alla disciplina del normale esercizio dell'impresa, anche solo in forma societaria o collettiva, in continuità di funzionamento, a cui è sottesa la disciplina dettata dal codice civile, per la quale l'evenienza della crisi e, nei casi più gravi, dell'insolvenza costituisce un evento di natura eccezionale, residuale potrebbe dirsi. Questa sorta di confusione, di alterazione degli equilibri tra disciplina “normale” e disciplina “straordinaria” è il risultato di un improvviso intervento di modifica della normativa di base (che è, e resta, il codice civile) con un corpo legislativo di diritto speciale (il c.c.i.i., per l'appunto), dal quale non è da-

to inferire l'ampiezza degli obiettivi a cui una determinata previsione può tendere, ma solo alcune, più ristrette, finalità più prossime al provvedimento da cui la disposizione riformata promana.

Senza contare che la rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e della perdita della continuità aziendale non introduce nel codice civile alcun effettivo elemento novativo. Già infatti – per tutte le società in generale ed in particolare per le società di capitali – era previsto che gli amministratori debbano «*senza indugio accertare il verificarsi di una causa di scioglimento*»: e il venir meno della continuità aziendale (*going concern*) è una causa di scioglimento poiché integra la sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale (art. 2484, comma 1, n. 2, c.c.). Inoltre, lo stesso obbligo posto dalla nuova norma di «*attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*» (art. 2086, comma 2, cit.) esplicita – forse in miglior forma – un concetto già contenuto nella legge fallimentare del 1942, ai sensi del cui art. 217, comma 1, n. 4, commette il reato di bancarotta semplice l'imprenditore fallito che «*ha aggravato il proprio dissesto astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento*» e, *a fortiori*, dal richiedere, in presenza dei necessari presupposti, l'ammissione ad una delle procedure concorsuali alternative al fallimento (norma confermata, con l'ovvia sostituzione della liquidazione giudiziale al fallimento, dall'art. 323, comma 1, lett. d, c.c.i.i.).

Insomma, la previsione normativa estesa dalla disciplina della s.p.a. a quella di tutte le altre imprese societarie e collettive appare in parte piuttosto scontata e in parte limitata ad aspetti di diritto concorsuale anziché permeare – come nella sua versione originaria (art. 2381, commi 3 e 5, c.c.) e come pur avrebbe dovuto – l'intero sostrato organizzativo di dette imprese, di cui il profilo dell'eventuale perdita del requisito della continuità aziendale e quello dell'eventuale crisi, reversibile o definitiva (l'insolvenza) che questa possa essere, non costituisce che un momento particolare e del tutto marginale, per quanto di innegabile gravità nell'ipotesi, peraltro eccezionale, in cui dovesse manifestarsi nella realtà dei fatti.



PARTE II  
LE SOCIETÀ DI CAPITALI





SEZIONE I

ASSETTI PROPRIETARI E STRUTTURA  
FINANZIARIA DELLA SOCIETÀ

TENDENZE E PROBLEMI ATTUALI  
DELL'AUTONOMIA STATUTARIA\*

di *Mario Stella Richter jr*

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. Verso la riduzione dell'autonomia statutaria. – 3. Nelle associazioni e fondazioni del Terzo settore. – 4. Nelle società a responsabilità limitata. – 5. Nelle società quotate. – 6. Foschi scenari.

1. *Premesse.* – Un titolo tanto ampio merita un inquadramento ed esige una specificazione.

L'*autonomia statutaria* è formula riassuntiva del potere dei privati di erigere e disciplinare le organizzazioni intermedie tra gli individui e lo Stato. Più in particolare, attraverso essa qui si allude al potere delle organizzazioni di determinare da loro stesse le regole relative al proprio funzionamento. Tale autonomia può riferirsi sia a organizzazioni su base reale sia a organizzazioni a base personale. Ed è normale che essa si espliciti vuoi nel momento della costituzione dell'ente vuoi successivamente per adeguarne le regole alle sopravvenute e mutevoli esigenze. Nella prospettiva dell'ordinamento statale essa è vista come quello spazio riconosciuto (e quindi volutamente lasciato) dalla legge ai privati per determinare quali interessi perseguire, quali forme utilizzare, come disciplinare la organizzazione e la vita dei gruppi.

Non posso qui ricostruire l'articolato dibattito in merito alla natura di tale specifica forma di autonomia: se essa sia espressione dell'autonomia negoziale o se da essa vada distinta come manifestazione di una differente forma di autonomia dei privati; e poi se tale autonomia, quando facente capo a organizzazioni imprenditoriali, si atteggi come "autonomia di impresa" a sua volta distinguibile dalle prime. Mi interessa piuttosto ricordare come l'autonomia statutaria sia fronteggiata e in qualche misura sempre limitata dalla *tipicità* delle forme organizzative previste dalla legge. Al principio di autonomia si

---

\* Il lavoro riproduce la relazione su *I nuovi orizzonti dell'autonomia statutaria* tenuta il 10 dicembre 2021 nell'ambito convegno organizzato dal Consiglio notarile di Roma sui *Profili di attualità del diritto commerciale*.

contrappone il principio di tipicità. Più in generale, alla *libertà* si contrappone l'*autorità*; alla flessibilità dei modelli e delle soluzioni, la rigidità degli schemi organizzativi.

Gli ordinamenti giuridici statali (o comunque non derivati), da un lato, rivendicano la loro competenza sulla regolazione delle formazioni sociali intermedie, ma, dall'altro garantiscono loro una qualche dose di libertà – di autonomia, appunto – proprio per consentire che gli individui, attraverso le stesse, riescano effettivamente a esprimere la propria personalità e a realizzare i propri interessi. Per questa ragione 'eteronomia' e 'autonomia', 'autorità' e 'libertà' sono facce della medesima medaglia; sono due ingredienti che, seppure in proporzioni diverse e mutevoli, devono necessariamente concorrere nella disciplina dei corpi intermedi. Per lo stesso motivo, se dovessi rispondere alla celebre domanda posta nell'ambito del dibattito sulla natura del diritto societario svoltosi al principio degli anni Novanta del secolo scorso, e cioè: *is corporate law trivial?*, direi che un diritto come quello societario o come quello delle altre corporazioni non può mai essere esclusivamente considerato "*trivial*"; esso non è mai banale e insignificante; esso non può essere solo una collezione di norme dispositive esclusivamente finalizzate ad abbattere i costi di transazione e comunque sostituibili dalla negoziazione delle parti. E tuttavia non può neanche essere irrigidito fino a sopprimere ogni spazio di autonomia privata.

Naturalmente nella ricerca del più opportuno punto di equilibrio tra tipicità e autonomia, tra autorità e libertà, tra rigidità e flessibilità si è indotti a risalire a quelle che sono le ragioni di tali principi.

Per quanto in particolare riguarda il *principio di tipicità* si sono offerti diversi ordini di motivazioni. Secondo la spiegazione "classica", la ragione del principio di tipicità fonda sulla circostanza che l'organizzazione di un ente è – in ultima analisi – il sistema di uffici (da intendersi allora come organi in senso proprio) attraverso il cui funzionamento le situazioni giuridiche si producono e si imputano in capo a tale centro, il quale dunque risulta dotato di una sua soggettività. Poiché, poi, gli ordinamenti debbono riservare alla loro diretta regolazione la normazione sulla soggettività, ne discende necessariamente che la organizzazione, come sopra intesa, non può essere lasciata nell'assoluto dominio dell'autonomia privata. Secondo una diversa lettura, che invece è fondata sulla teoria economica e vale per le società, esse, e in particolare quelle di capitali, per loro natura realizzano sistemi nei quali almeno alcuni dei soci, se non tutti, non sono in grado di regolare autonomamente i propri interessi in modo efficiente: se nelle società il modello "proprietario" non riesce a funzionare normalmente ci si espone a un "fallimento del mercato" e ciò impone al legislatore di correggere tale "fallimento" attraverso l'intervento in materia di organizzazione delle società con lo strumento della norma imperativa. Sulla base di questa impostazione il dibattito si è poi articolato chiedendosi se la suddetta esigenza di norme imperative, volte a prevenire o attenuare i fallimenti del mercato e a contenere i costi di agenzia, dovesse essere più forte là ove la società fosse maggiormente aperta al mercato dei capitali e quindi naturalmente destinata a raccogliere il risparmio tra un pubblico indistinto, non qualificato e al massimo grado anonimo, ovvero se proprio la esistenza di un vero e proprio mercato delle partecipazioni della società costituisse un meccanismo volto ad apprezzare in modo efficiente le soluzioni organizzative autonomamente adottate dal singolo emittente, e quindi a maggiore apertura al mercato dovesse conseguire uno statuto legale con una più ridotta componente di norme imperative.

In ogni caso, se le esigenze di sistema (e di mercato) sono più che idonee a giustificare una qualche misura di intervento in forma imperativa del legislatore sulle organizzazioni e sui gruppi, le stesse non possono comprimere la libertà dei privati in un ambito nel quale gli stessi non siano più incentivati a credere a una organizzazione che non riesca più ad adattarsi, per eccessiva rigidità del modello, alle loro esigenze. In ciò appunto mi pare risiedere la prima ragione dell'ineludibile riconoscimento di un qualche spazio, più o meno apprezzabile, di autonomia all'interno dei modelli organizzativi normativamente tipizzati. D'altra parte, se si concentra il discorso sulle organizzazioni imprenditoriali e se per impresa si intende coordinamento dei fattori di produzione e organizzazione delle funzioni e degli uffici personali volti a coordinare tali fattori (almeno tutte le volte che essi attingano a un qualche grado di rilevanza), allora sono le stesse soluzioni organizzative a diventare una delle ragioni di successo di una certa impresa e, conseguentemente, deve essere lasciato, almeno in un sistema di economia di mercato, uno spazio di competizione tra imprese anche sul piano della ricerca delle soluzioni organizzative.

*2. Verso la riduzione dell'autonomia statutaria.* – Sulla base di queste premesse, passo a domandarmi quali siano gli scenari che si prospettano all'orizzonte della autonomia statutaria. Si tratta in pratica di stabilire quale sia la tendenza in atto nella oscillazione tra eteronomia e autonomia, tra autorità e libertà. Una tendenza che mi pare decisamente orientata verso una non irrilevante compressione dell'autonomia statutaria.

Come è ben noto, la ultima ampia visione di netto favore verso un adeguato riconoscimento dell'autonomia statutaria risale alla riforma organica del diritto societario; da allora su diversi fronti gli interventi normativi paiono generalmente e progressivamente indirizzati a erodere gli spazi precedentemente riservati all'autonomia dei privati.

Farò tre esempi che considero significativi di questa tendenza: (i) quello delle associazioni e fondazioni del c.d. Terzo settore; (ii) quello delle società a responsabilità limitata (e delle sue diverse "varianti" o "sottospecie") costituite attraverso il ricorso a modelli standard; (iii) quello della nomina e composizione degli organi amministrativi e di controllo delle società quotate.

*3. Nelle associazioni e fondazioni del Terzo settore.* – Tradizionalmente associazioni e fondazioni hanno goduto nel sistema codicistico di cospicua autonomia statutaria. Questo ha consentito di conformare la organizzazione degli enti in molti modi sulla base delle previsioni dell'atto costitutivo o dello statuto. Così facendo, le "figure" del codice del '42 si sono rivelate del tutto adeguate, proprio in ragione della loro ampia flessibilità statutaria, ai sopravvenuti principi costituzionali (anzitutto degli artt. 2 e 18) e alle esigenze di un Paese diverso. Inoltre, questo ha consentito che si sviluppasse una ricchissima pluralità di tipologie di associazioni e fondazioni.

3.1. Senonché oggi assistiamo a una inversione di tendenza, che mi pare rappresentata dal c.d. codice del Terzo settore (d.lgs. n. 117/2017), il quale "tipizza" sia le fondazioni che le associazioni del Terzo settore, in contrapposizione a quelle del codice civile,

e nel farlo ne restringe l'autonomia statutaria. In parte ciò poteva giustificarsi in vista delle specifiche finalità e peculiarità del Terzo settore. Si è però andati molto oltre.

Al fine di dettare una disciplina di maggiore dettaglio in materia di organizzazione degli enti del Terzo settore (anche riduttiva della autonomia statutaria di cui godono le organizzazioni del Libro primo del codice civile), il legislatore ha operato nel senso di fare largo ricorso alla disciplina in tema di società di capitali e, in particolare, di società per azioni. Questa scelta verso l'accentuata "societarizzazione" ha ricevuto una serie di critiche sia di merito che di metodo che considero largamente condivisibili, ma sulle quali non posso ora soffermarmi se non per quanto è direttamente connesso al mio discorso. Noto soltanto che, per quanto riguarda il metodo, il codice di settore ha fatto larghissimo ricorso alla tecnica del rinvio (talora semplice, talora nei limiti della compatibilità), tecnica che non si addice a un plesso normativo che comunque aspira ad essere "codice" esso stesso (ancorché codice "speciale"). Si tratta comunque di richiami o rinvii fatti, per così dire, "a macchia di leopardo". Per esempio: si disciplinano aspetti della composizione dell'organo amministrativo o i requisiti dei suoi componenti, ma nulla si dice della sua struttura (ma poi si dice che l'organo di controllo può essere anche monocratico); si prevede chi debba vigilare sulla esistenza di un assetto organizzativo adeguato, ma non anche chi debba curare la sua realizzazione; ecc. Insomma, si disciplinano profili che ne presuppongono altri, sui quali però non si dice una parola; oppure si specificano aspetti di disciplina che sarebbero stati comunque vigenti anche se fosse mancata una espressa indicazione nel codice del Terzo settore. E così facendo si crea la sensazione che vi siano lacune in senso tecnico. In sintesi, si è proceduto a riprendere, attraverso o "taglia e incolla" o rinvii, alcune delle disposizioni in materia di società per azioni e non altre, ma un po' a casaccio e comunque senza quel pur necessario lavoro di sistemazione, adattamento e rilettura complessiva della disciplina. Da ciò deriva, per ciò che qui più interessa, il non piccolo costo che le associazioni e le fondazioni si accingono a pagare in termini di loro autonomia statutaria: mi pare, infatti, che l'autonomia statutaria rischi di essere sacrificata ben oltre i termini espressi in cui le nuove norme, a torto o a ragione, la comprimono.

3.2. Proviamo a dare qualche elemento di concretezza a queste affermazioni. Di fronte al nuovo dettato normativo ci si è, per esempio, chiesti se l'organo amministrativo dell'associazione o fondazione del Terzo settore possa avere, oltre che struttura pluripersonale, anche struttura monocratica. Ci si potrebbe anche interrogare se, in caso di organo pluripersonale, esso debba funzionare necessariamente col metodo della collegialità o possa invece prevedersi statutariamente la regola della amministrazione congiuntiva o disgiuntiva; se nell'ambito di un consiglio si possa prevedere che lo stesso possa delegare alcune delle funzioni a uno o più suoi componenti. Rispondere affermativamente significa conservare l'autonomia statutaria; mentre una risposta negativa ovviamente ne comporta la mortificazione.

Ora, sul primo interrogativo è intervenuto il Ministero del lavoro con una *Nota* (del 16 settembre 2020, n. 9313), in modo che mi pare paradigmatico degli equivoci e dei costi che un siffatto modo di legiferare produce. La *Nota*, seppure in termini dubitativi e tendenziali, propende nel senso che un organo amministrativo monocratico non sarebbe possibile per le associazioni e le fondazioni del Terzo settore. Un primo argo-

mento su cui molto insiste la *Nota* è il seguente: in materia di organo di controllo tanto di fondazioni quanto di associazioni si è specificato che poteva trattarsi di organo “*anche monocratico*”; mentre, appunto, in caso di organo amministrativo nulla si è detto; questo silenzio dovrebbe quindi militare nel senso della inammissibilità dell’organo amministrativo monocratico. Ma è evidentemente assai discutibile trarre indicazioni testuali dai silenzi di un legislatore pigro e distratto; da un legislatore che, a ben vedere, poteva anche non dire nulla in materia di struttura dell’organo di controllo e si sarebbe applicata comunque la possibilità di istituire un organo di controllo monocratico, così come peraltro oggi non si è certo vincolati a formare un collegio di tre o cinque componenti titolari e due supplenti (come fosse un collegio sindacale di s.p.a.). Infatti, si deve tenere presente, più in generale, che quello che non è disciplinato dal codice di settore è comunque governato dalle regole di diritto comune del codice civile, e non si dubita che per il codice civile l’organo amministrativo di fondazioni e di associazioni (riconosciute e non riconosciute) possa essere monocratico o pluripersonale, e, se pluripersonale, possa funzionare secondo la regola congiuntiva, disgiuntiva o collegiale. E tuttavia ciò non è considerato dal Ministero.

Ma è il secondo argomento della *Nota*, quello che mi ha dato più da pensare e mi ha suggerito non rosei scenari per l’autonomia dei privati nell’ampio e nevralgico ambito degli enti del Terzo settore. La *Nota* trascura che ci sia un rapporto di *genus a species* con le associazioni e fondazioni di diritto comune e pone nel nulla il rinvio, seppure nei limiti della compatibilità, di cui all’art. 3, comma 2, del codice di settore, in base alla (un po’ sorprendente) spiegazione per cui «il rinvio disposto all’art. 3 è formulato in via del tutto generale, senza particolare riferimento alla materia societaria e non è necessariamente riconducibile ad essa». Come dire: non si può fare riferimento alla disciplina di diritto societario dove nelle società di capitali è pacifico che l’organo amministrativo possa essere anche monocratico. E così tra legislatore e amministrazione scatta il corto circuito: la legge procede per *flash* sul diritto azionario; i burocrati ne prendono atto e non applicano (giustamente) tutto il diritto azionario; ma al contempo si lasciano abbagliare e non vedono che al di là del diritto societario c’è un diritto comune di associazioni e fondazioni. E così disarticolano (forse anche oltre il ragionevole) il diritto societario richiamato e non danno più ingresso alle soluzioni che l’autonomia statutaria delle persone e delle organizzazioni del Libro Primo del codice civile avrebbe fornito; mettendo tra l’altro nel nulla il richiamo residuale alle norme del codice civile che ben potrebbe funzionare non in quanto richiamo alla disciplina delle società per azioni, ma appunto come rinvio alla disciplina delle associazioni e fondazioni.

3.3. Ci sono poi altre ragioni di pessimismo per quelli che sono gli orizzonti della autonomia statutaria di associazioni e fondazioni del Terzo settore.

Una di queste ragioni è legata al processo di progressivo favore verso i modelli *standard* che, nel sistema del codice del Terzo settore, garantiscono automatismi nella iscrizione nel Registro unico nazionale del Terzo settore. La previsione di tali corsie preferenziali crea, in tutte le componenti che contribuiscono al funzionamento dei meccanismi di riconoscimento della personalità giuridica, forme di diffidenza verso le soluzioni non omogenee e distanti dagli schemi precostituiti.

Un’altra ragione è invece specificamente legata a come si atteggia il nuovo proce-

dimento previsto per riconoscere la personalità giuridica ad associazioni e fondazioni del Terzo settore. Anche qui si è proceduto attraverso un “calco” dal diritto delle società di capitali della c.d. funzione omologatoria del notaio che riceve l’atto costitutivo di associazioni o fondazioni (o pubblica il testamento con il quale si dispone della costituzione di una fondazione). Il che non è di per sé evidentemente un problema. Infatti, per un verso, si può confidare nella sensibilità notarile per le virtù e i valori dell’autonomia statutaria e, per altro verso, si deve tenere in attenta osservazione come si muoverà quella particolare specie di formante che è rappresentato dalle così dette massime notarili in questa specifica materia. Ma se il notaio non procedesse alla iscrizione dell’atto costitutivo nel Registro unico nazionale del Terzo settore (RUNTS), allora la decisione spetterebbe all’Ufficio del RUNTS e dunque a una articolazione del Ministero del lavoro (probabilmente non la componente più sensibile alle ragioni della autonomia statutaria, come le sue plurime esternazioni confermano: si vedano, oltre all’esempio sopra riportato, gli orientamenti contenuti nella recentissima *Nota* del 30 novembre 2021, n. 18244) e, in caso di sua inerzia, il silenzio varrebbe come rifiuto. Quindi già questo è sintomo che da questo lato non ci saranno particolari favori per le soluzioni più innovative e “customerizzate” – se mi si passa l’espressione – di atti costitutivi e statuti.

Inoltre, giudice dei provvedimenti di diniego dell’Ufficio del RUNTS sarebbe il giudice amministrativo (e non il giudice del registro delle imprese, competente in caso di diniego di “omologhe” societarie): dove – all’evidenza – il giudice amministrativo è un organo di giustizia particolarmente qualificato ma culturalmente assai più legato ai principi di legalità e di tipicità, consustanziali al diritto amministrativo, che ai valori della autonomia (negoziale, privata, statutaria, di impresa, ecc.), i quali invece informano il diritto privato e di riflesso dovrebbero permeare la cultura del giudice civile.

4. *Nelle società a responsabilità limitata.* – Si è accennato alla tendenza verso il ricorso a statuti e atti costitutivi modello, alla loro standardizzazione.

Il campo di elezione degli statuti modello è oggi rappresentato dalle società a responsabilità limitata. Si è iniziato – quasi in una sorta di reazione all’assetto di disciplina dato dalla riforma organica al tipo sociale più diffuso – con le diverse varianti e sottospecie di società a responsabilità limitata, che dal 2012 a oggi si sono andate affastellando: s.r.l. a capitale ridotto (poi soppresse); s.r.l. semplificate; s.r.l. *start-up* innovative; s.r.l. PMI. Per esse il legislatore ha talora imposto e talaltra solo previsto un modello di atto costitutivo rigido cui fare ricorso. Ma ora il fenomeno è destinato ad assumere portata più generale.

La Direttiva n. 2019/1151 del 20 giugno 2019 (recante modifica della Direttiva 2017/1132 per quanto concerne l’uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario):

(i) impone di mettere a disposizione modelli di atti costitutivi standard per le società a responsabilità limitata, ivi comprese quelle semplificate (e ovviamente consente che analoghi modelli siano predisposti per la costituzione di altri tipi di società);

(ii) impone di assicurare che tali modelli possano essere usati per la costituzione *online*;

(iii) e, in tal caso, impone di considerare soddisfatto «l’obbligo di disporre degli atti costitutivi della società redatti e certificati in forma di atti pubblici qualora non sia previsto un controllo preventivo amministrativo o giudiziario», fermo però restando che la

Direttiva non pregiudica di richiedere «il requisito, ai sensi del diritto nazionale, che gli atti costitutivi siano redatti in forma di atto pubblico, purché la costituzione online [...] rimanga possibile» (art. 13 *nonies: sic!* Ma l'avverbio numerale in latino non è *novies?*).

Per dare recepimento a quella Direttiva si è disposto (con l'art. 2 del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 183) che l'atto costitutivo di società a responsabilità limitata possa essere ricevuto dal notaio in videoconferenza e che esso possa risultare anche da «modelli adottati con decreto del Ministro dello sviluppo economico [...] redatti anche in lingua inglese e [...] pubblicati sul sito istituzionale di ciascuna camera di commercio». In caso di ricorso ai modelli uniformi il compenso per l'attività notarile è ridotto della metà.

Andiamo quindi verso un più generalizzato ricorso ad atti costitutivi(-statuti) standard. A tale riguardo chiarisco che, seppure la lettera del decreto legislativo potrebbe far sembrare che il modello possa essere utilizzato solo per gli atti ricevuti dal notaio in videoconferenza, tale restrizione è intrinsecamente illogica, dal momento che se c'è il modello, nulla vieta di utilizzarlo in un normale rogito in presenza, e sarebbe comunque contraria al contenuto della Direttiva. Ciò che semmai può, viceversa, farsi dire al decreto legislativo è che la riduzione dell'onorario notarile è legata al duplice presupposto del ricorso al modello e della stipulazione in videoconferenza.

Comunque, al di là di queste opzioni interpretative, mi chiedo se si tratti di un fenomeno che relegherà gli statuti su misura (cioè quelli che sono genuina espressione dell'esercizio di autonomia statutaria) a una condizione statisticamente poco significativa. È presto per dirlo, anche se l'incentivo a ricorrere massicciamente ai modelli, rappresentato dal risparmio della metà degli onorari notarili, non è all'atto pratico trascurabile. Ovviamente molto potrebbe dipendere da come verrà scritto lo statuto standard. Le prove che finora sono state date in questo senso non sono – penso che si possa dire senza particolare tema di smentita – particolarmente raffinate. Ma ora il discorso diventa assai più delicato e sarebbe opportuno che esso venga affrontato con maggiore consapevolezza del significato, anche di sistema, che inevitabilmente assumerà la predisposizione dell'atto costitutivo standard.

Inizierei allora a considerare che il modello può essere uno (e probabilmente sarà uno) per la s.r.l. e uno per la s.r.l.s., ma ci potrebbero essere anche una pluralità di modelli alternativi per la società a responsabilità limitata. D'altronde, il modello potrebbe contenere varianti (entro cui scegliere da parte dei soci fondatori) e non vi è differenza teorica tra un unico modello con una serie di varianti e tanti distinti modelli. Mi pare che l'alternativa dipenda solo dalle scelte redazionali che si faranno in sede di predisposizione del decreto.

In secondo luogo, si deve valutare la opportunità di prevedere e programmare una periodica verifica e revisione dei modelli.

In terzo luogo, direi che può trattarsi di un modello standard molto semplice, essenzialissimo e rigido: una macchina utilitaria senza alcun *optional* che quindi anche inviti a non trascurare la opportunità di spendere un po' più di tempo e danaro per ottenere un prodotto più confacente alle esigenze di quella iniziativa economica; può cioè essere volutamente scritto per non incoraggiare atteggiamenti inerziali che condurrebbero a forme più accentuate di atrofia della autonomia statutaria. O, all'opposto, può essere un modello che contiene in sé tutto ciò di cui ha bisogno il socio medio e così facendo disincentiva e marginalizza il ricorso a forme evolute di autonomia statutaria. Ovviamente-



te, tra questi due estremi vi possono essere all'atto pratico una serie pressoché infinita di soluzioni intermedie.

In quarto luogo, qualche attenzione dovrà essere data al fatto che di questi modelli esisteranno due versioni: una in italiano e una in inglese. Il che allora porrà un problema di possibili antinomie tra norme statutarie. Un problema da risolversi allora chiarendo, magari espressamente, quale sia la lingua *faisant foi* (e quindi, direi, quella italiana, in quanto lingua dell'ordinamento e del diritto che tale società regola).

In quinto luogo, il modello dovrà comunque tenere presente la circostanza che la disciplina codicistica della società a responsabilità limitata è volutamente assai sobria ed è stata pensata per essere sempre integrata da scelte statutarie. Il legislatore voleva che i soci negoziassero alcuni aspetti della regolamentazione societaria: si pensi, per fare un esempio paradigmatico, alla disciplina del recesso. In questo senso, predisporre uno schema di atto costitutivo standard, su base generalizzata, significa (sempre che non si moltiplichino i modelli, cosa che comunque è probabile che si finirà per non fare) anzitutto operare una valutazione su quale sia la tipologia di società a responsabilità limitata da proporre e, conseguentemente, fare affermare come modello dominante con i caratteri e le soluzioni ad essa confacenti. In altri termini non si deve dare per scontato che il modello contenga solo gli *elementi essenziali* e non anche *elementi* così detti *facoltativi*. Al contrario l'atto costitutivo standard:

(i) potrebbe contenere, e anzi sarebbe bene che contenesse, una disciplina (modello) relativa alle modalità di esercizio del recesso (così sottraendo tutte le società che a tale modello facciano ricorso a talune incertezze rappresentate da un silenzio sul punto);

(ii) potrebbe includere una clausola di chiusura non meramente di stile, che, optando per una delle possibili connotazioni tipologiche della s.r.l., indirizzi l'interprete nel criterio integrativo delle lacune (consimili clausole sono richieste in altri ordinamenti; per esempio: "per quanto non espressamente previsto dallo statuto e dalla legge in materia di società a responsabilità limitata, si applica la disciplina delle società per azioni");

(iii) potrebbe – perché no? – prevedere clausole limitative della circolazione delle partecipazioni (per esempio la clausola di prelazione), se si pensa a quello che è il modello tipologicamente prevalente;

(iv) potrebbe valutarsi la previsione di una clausola compromissoria o del necessario ricorso a preliminari sistemi di giustizia consensuale, se si volesse pensare il modello anche in coerenza con una politica deflattiva del contenzioso.

Il discorso e le esemplificazioni potrebbero proseguire. Ma non sarebbe né utile né opportuno, anche perché non intendo qui proporre questi o altri specifici contenuti del modello standard di atto costitutivo; mi premeva (e mi preme) invece accennare, in una riflessione di metodo e non già di merito, al tipo di implicazioni connesse all'adozione di *model articles* e alla sensibilità che una loro adeguata predisposizione richiede.

5. *Nelle società quotate.* – Anche nel diritto delle società quotate si assiste a una lenta ma costante erosione della autonomia statutaria, come è stato puntualmente documentato nei tanti studi che alla materia ha dedicato Paolo Montalenti. Per un verso la legge si appropria, imponendole, di soluzioni sviluppate liberamente dalla autodisciplina in termini di semplici raccomandazioni; per altro verso, interviene con norme imperative su zone un tempo dalla stessa legge affidate al libero dispiegarsi dell'autonomia statutaria.

Emblematico è, a tale riguardo, il regime relativo a struttura, nomina e composizione degli organi sociali: una materia a lungo rimasta sostanzialmente priva di vincoli di sorta, perlomeno per quanto attiene all'organo amministrativo (che in linea di pura teoria poteva essere addirittura strutturato come organo monocratico), e che oggi è tra le più complesse. La imposizione della tecnica del voto di lista per la nomina degli amministratori, oltre che dei sindaci, è stata accompagnata dalla imposizione di aliquote di amministratori da riservarsi alla lista di minoranza. La libertà nella fissazione delle regole di composizione del consiglio è stata poi ristretta imponendo per legge gli amministratori indipendenti. Sono poi venute le quote di genere, originariamente e opportunamente pensate come oggetto di genuine norme transitorie, poi trasformatesi in disposizioni solo formalmente tali e comunque sempre più pervasive. Adesso si propongono, in un recentissimo disegno di legge, cervelotiche aggiunte e preclusioni in caso di lista di amministratori presentata dal consiglio uscente. Da ultimo si propugna la introduzione di regole che imporrebbero la nomina di alcuni amministratori con meno di quaranta anni.

Questa corsa verso l'irrigidimento e la complicazione dello statuto legale delle società quotate pare ignorare o, comunque, trascurare l'arcinoto; e cioè: da un lato, che il nostro sistema si caratterizza per un numero di società quotate modesto e, in ogni caso, per una loro complessiva capitalizzazione assai contenuta rispetto al prodotto interno lordo; e, dall'altro, che le società quotate in Italia sono molto diverse tra loro, di tal che non solo lo stesso assetto non si adatta a tutte (*one size doesn't fit all*), ma non si confà neanche alla maggior parte di esse (*one size doesn't fit most*). Di fronte ad una situazione di questo tipo, non solo non bisognerebbe diminuire l'autonomia di cui attualmente godono le società quotate, ma si dovrebbe semmai aumentarla, pena il disincentivare definitivamente ogni idea di quotazione e incoraggiare la già ampia tendenza verso le operazioni di *delisting* o di trasferimento all'estero della sede (anche di negoziazione) e di modificazione della *lex societatis* dell'emittente.

6. *Foschi scenari.* – La fecondità dell'autonomia, nell'ambito del diritto commerciale, è declinata con l'affermarsi della economia di massa, sotto l'incalzare degli automatismi, della standardizzazione di prodotti e servizi, delle esigenze di uniformità imposte dai mercati e dalle imprese anche ai prodotti giuridici e quindi agli accordi. Restava nella forma dell'*autonomia statutaria*. E converrà rifarsi a una pagina di Irti: «Mentre il mondo della produzione e degli scambi appare dominato dal potere delle imprese, sicché la volontà del singolo si riduce alla scelta fisica delle merci, e la forza del negozio giuridico si spegne nella meccanica iterazione dei gesti; l'autonomia privata trova un nuovo ed immenso terreno di creatività [...] *nel potere di scegliere fini comuni, di costituire i gruppi, di governarne la vita*» (enfasi nell'originale).

E tuttavia oggi rischiamo di mortificare l'autonomia anche in questa sua manifestazione, in questa sua espressione diversa dalla autonomia negoziale, la quale pure era preziosa per non sterilire uno degli strumenti attraverso i quali lo stesso ordinamento statale si arricchisce e si rinnova. In un simile frangente, sarà allora il caso di ricordare che il mezzo con il quale il diritto privato si è sempre evoluto, selezionando, tra un immenso materiale in buona parte imprevedibilmente mutevole, le soluzioni più acconce alla tutela dei nuovi interessi dei privati, è proprio l'autonomia. Vittorio Emanuele

Orlando vi alludeva parlando di «immenso laboratorio che produce il Diritto». Un ordinamento che sacrifichi tale laboratorio è un ordinamento che si condanna alla improduttività e alla stasi e, in fin dei conti, alla crisi, alle diaspore dei gruppi che possono migrare (si pensi alle grandi imprese azionarie), oltre che alla conflittualità, cioè all'insorgenza all'infuori di esso (e quindi in altri ordini: diversi, discontinui e in conflitto) di quelle formule alle quali individui e collettività non intendono rinunciare.

# SULLE “MASSIME” IN MATERIA SOCIETARIA DEL NOTARIATO MILANESE

di *Piergaetano Marchetti*

SOMMARIO: 1. Un “formante” particolare. – 2. Le massime milanesi e gli orientamenti della sezione societaria milanese competente per le omologazioni. – 3. La diffusione del ricorso a massime societarie nel ceto notarile. – 4. Lo sviluppo di spunti giurisprudenziali o normativi. – 5. Funzione “confirmatrice” e/o “ammonitrice” delle massime. – 6. Le massime “madri”: azioni senza valore nominale, perdite e aumenti di capitale, strumenti finanziari, la diluizione. – 7. Un filone: società chiuse, spesso *joint ventures*, e tutela del socio minoritario *partner* industriale. – 8. Le motivazioni.

1. *Un formante particolare.* – Mi chiedo se sia un reflusso nel corporativismo offrire ad un insigne collega dalle vedute ampie, libero da visuali anguste e settoriali, qualche riflessione sull’esperienza delle c.d. massime notarili (per di più limitate a quelle milanesi) in materia societaria.

Mi affranco dal dubbio con la convinzione (alibi di cattiva coscienza, si potrebbe pensare) che per un giurista curioso nell’esplorare l’universo regolatorio delle imprese può assumere interesse anche la visita di una “periferia” di questo mondo, di un’officina singolare dove millenarie tradizioni e nuovi strumenti stranamente convivono ad opera di una professione da molti ritenuta sopravvivenza parassitaria di un’era irrimediabilmente superata.

Razionalizzo per osservare come ci si muove in una delle varie articolazioni della *soft law* caratterizzata e qualificata da una fonte di produzione (il ceto notarile) che abbinava una funzione pubblica ad una attività consulenziale del privato. Un “formante” del nostro ordinamento con specifiche caratteristiche l’esplorazione del quale, allora, mi auguro possa superare l’odore di corporativismo<sup>1</sup>.

2. *Le massime milanesi e gli orientamenti della sezione societaria milanese competente per le omologazioni.* – Quando vent’anni e più orsono, in concomitanza con l’attribuzione al notaio, anziché al giudice, del controllo di legalità degli atti delle società di capitali, i notai milanesi diedero corso alla produzione di “massime” attraverso una apposita commissione, quando, dicevo, iniziò la produzione delle massime notarili

---

<sup>1</sup> Sul punto si vedano, fra gli altri, G. BENIVINO, *il ruolo delle massime notarili nel dialogo tra i diversi formanti*, in *Contratto e impresa*, 2016, 1559; A. FUSARO, *La prassi notarile fonte di regole giuridiche*, e M. NOTARI, *Origine e ruolo della “massime notarili” in materia societaria*, entrambi in *Crisi della legge e produzione privata del diritto*, a cura di G. CONTE-M. PALAZZO, Milano, 2008; M. PALAZZO, *La prassi notarile fonte di regole giuridiche. Un profilo storico*, in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Studi e materiali*, 2020, 673.

milanesi in materia societaria, si aveva già alle spalle una lunga e consolidata tradizione di orientamenti e massime resi noti dalla sezione societaria del Tribunale di Milano, allora preposta al controllo di legalità. Le massime notarili, dunque, continuano un cammino che vien da lontano, da mezzo secolo.

Risale infatti all'inizio degli anni settanta (1972) l'emanazione da parte della sezione societaria del Tribunale di Milano di decisioni di massima, cioè di orientamenti che il Tribunale avrebbe seguito nel valutare atti costitutivi, modifiche statutarie, verbali di assemblee straordinarie e così, sono parole del Presidente di allora della sezione, di «orientamenti giurisprudenziali non sempre consacrati in decisioni formali».

Ad onore dei notai milanesi va rammentato che furono essi a richiedere al Tribunale di rendere noti i propri orientamenti. La sezione del Tribunale e il suo Presidente, allora Vincenzo Salafia, mostrarono grande apertura, lungimiranza, coraggio nel divulgare, appunto, gli orientamenti della sezione, orientamenti che, comunque, non erano vincolanti né per i giudici né per i notai e le società, essendo scontati «ripensamenti», ma (e qui si coglie una implicita consapevolezza, un significativo grado, di già acquisita stabilità) nel caso in cui «con riferimento ai casi concreti» ne «venisse dimostrata...la inesattezza».

Investiti essi del controllo di legalità (vincendo così una battaglia che già era vivacissima durante i lavori preparatori del Codice di Commercio del 1882), i notai assumono il compito di rendere noti gli orientamenti seguiti nell'esercizio del controllo di legalità, o meglio, forse, il compito di formulare casistiche e orientamenti che avrebbero seguito in genere riguardo a clausole o ad operazioni (aspetti di operazioni) sulle quali non si erano formati indirizzi interpretativi univoci, stabili, o sulle quali addirittura non si erano formati indirizzi, dato il carattere fortemente innovativo della fattispecie considerata.

Una scelta, questa, dei notai milanesi pure essa innovativa e coraggiosa. Innovativa la scelta di formulare massime perché quest'attività postulava un'organizzazione, una istituzionalizzazione collegiale per ridurre a minimo comun denominatore o, meglio, a orientamento comune scelte e valutazioni che nell'attività professionale vedono investiti i singoli professionisti via via coinvolti. Di qui la scelta di affidare la massimizzazione a commissioni nominate dal Consiglio Notarile competente che, tuttavia, poi ne recepisce i risultati, non per questo trasformandoli comunque in *guidelines* vincolanti.

Una scelta coraggiosa. Nonostante la non vincolatività delle massime, nonostante l'assoluta e doverosa libertà di valutazione del singolo professionista nel caso concreto, lo spettro della responsabilità civile per le massime divulgate era infatti ben presente. Il fatto che a vent'anni di distanza il rischio di incorrere in responsabilità si sia sbiadito, sfarinato, non abbia avuto significativo spazio di concretizzarsi dimostra la serietà del lavoro di massimizzazione. Semmai la produzione delle massime ha avuto un «effetto di sollievo» sul piano disciplinare affrancando il notaio che ad esse si adegui, ovviamente, dalla responsabilità *ex art. 138 bis* legge notarile per aver chiesto l'iscrizione nel registro delle imprese di atti «essendo manifestamente inesistenti le condizioni richieste dalla legge».

Le massime notarili si pongono dunque in linea di continuità storica con gli orientamenti della magistratura in sede di omologazione. La continuità prosegue nel senso che anche le massime talvolta recepiscono, cercando così di consolidarle, episodiche pronunzie giudiziarie, innestando un processo di generalizzazione che può condurre al recepimento da parte dello stesso legislatore. E questo il caso, tra l'altro, della massima 6 febbraio 2001, in cui, sulla scia di un provvedimento della Corte d'Appello di Mila-

no, si ritiene non necessaria la relazione dell'esperto sulla congruità del rapporto di cambio nella scissione allorché tutti i soci vi rinunzino, orientamento codificato poi, dopo alcuni anni, negli artt. 2506 *ter*, quarto comma e 2501 *sexies*, ottavo comma.

3. *La diffusione del ricorso a massime societarie nel ceto notarile.* – L'iniziativa milanese ha trovato rispondenza, come noto, in altri collegi o gruppi di collegi notarili, dal c.d. Triveneto a Firenze, da Roma a Napoli<sup>2</sup>. È allora naturale chiedersi se non si debbano unificare le iniziative e giungere ad una massimizzazione unica a carattere nazionale. A me pare che la pluralità di orientamenti non sia un gran male. Da un lato, allarga le problematiche affrontate ed amplia lo spettro delle clausole della prassi (la vita degli affari, avrebbero detto i nostri vecchi). Dall'altro lato, ove le massime divergano da un distretto notarile all'altro, ciò non fa che mimare la possibile fisiologica divergenza tra varie sedi giudiziarie. Una commissione del Consiglio Nazionale del Notariato in materia societaria potrebbe svolgere un ruolo di Sezioni Unite? Probabilmente mi spingo troppo in là nell'enunziare questa ipotetica ed utopistica soluzione.

Ciò che sarebbe opportuno (mi rendo conto di quanto lo spunto sia impegnativo) è uno sguardo attento alla "realtà delle cose", alla prassi ultranazionale, perlomeno europea. È di qui (probabilmente dalla prassi contrattuale internazionale ricca di clausole a valenza parasociale oltre che dagli statuti) che sorgono nuove fattispecie. L'inglesismo usato per definire molte clausole nel linguaggio corrente ne è la dimostrazione.

4. *Lo sviluppo di spunti giurisprudenziali o normativi.* – L'inizio dell'attività di massimizzazione dei notai milanesi e così del varo delle prime massime vede già al lavoro la Commissione Mirone, che doveva portare alla riforma del diritto societario. La riforma societaria accoglie alcune, non poche, soluzioni presenti negli orientamenti, dapprima, del Tribunale e poi del ceto notarile.

Piace così, oggi ancora in piena legislazione emergenziale, ricordare, tra l'altro, la prima massima della commissione milanese, datata 16 gennaio 2001. Il primo comma della massima recitava: «è lecita la clausola statutaria che prevede la possibilità che l'assemblea ordinaria e straordinaria di una società di capitali si svolga con interventi dislocati in più luoghi, contigui o distanti, audio/video collegati, a condizione che siano rispettati il metodo collegiale ed i principi di buona fede e di parità di trattamento dei soci».

Il legislatore (art. 2370) si allinea con la riforma del 2003, ma in forma riduttiva (seppure la norma sarà poi oggetto di interpretazione estensiva) prevedendo espressamente solo la possibilità di intervento con mezzi di telecomunicazione, ma non la tenuta dell'assemblea stessa con tale modalità. La massima ha peraltro avuto largo seguito

---

<sup>2</sup> Si vedano le raccolte nei seguenti volumi, continuamente implementati dalle nuove produzioni di massime sui siti internet relativi, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, 6 ed., Milano, 2018; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti del Comitato triveneto dei notai in materia di atti societari*, settembre 2021, Milano, 2021; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, 2 ed., Milano, 2016; COMITATO NOTARILE DELLA REGIONE CAMPANIA, *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2011.

nella prassi ed è stata senza difficoltà “esportata” alle s.r.l., alle società di persone ed agli enti *no-profit*.

Il legislatore emergenziale ha trovato quindi nella prassi notarile un solido precedente cui fare riferimento.

La compresenza di presidente e segretario, è interessante notare, pur prevista allora dalla massima, non assume, nell’economia della massima stessa, un rilievo essenziale. L’ammissibilità del verbale postumo, sancita dopo pochi mesi (massima 3 luglio 2001), ha reso agevole nella recente massima 187/2020 precisare che la compresenza, anche se contemplata nello statuto, opera solo ove si proceda alla formazione contestuale del verbale. Non è richiesta nel caso di verbale formato successivamente con sottoscrizione di segretario e presidente, o anche solo del notaio segretario. Uno sviluppo logico, questo, per così dire interno alle massime notarili, che risulterà di grande utilità alla legislazione emergenziale, rendendo superflue interpretazioni estensive di una normativa con carattere di eccezionalità.

Coincidenze singolari. Nel momento in cui licenzio queste note i notai milanesi emanano la loro duecentesima massima “chiudendo” il cerchio del processo interpretativo iniziato con la prima massima. Nell’ambito di un rapporto sinergico con la legislazione emergenziale, i notai milanesi affermano che, ove sussista specifica previsione statutaria, è fisiologica l’assemblea con partecipazione esclusivamente tramite mezzi di collegamento audiovisivo, senza indicazione del luogo fisico di svolgimento dell’assemblea, ferma la parità di trattamento ed informativa.

La massima apre a una riflessione assai articolata sullo svolgimento della vicenda assembleare, dovendosi mettere a punto numerosi aspetti operativi che coinvolgono il ruolo della tecnologia, una tecnologia con la quale peraltro proprio la classe notarile ha preso ampia confidenza. Il discorso potrebbe ancora allargarsi e interrogarsi sulla opportunità di estendere anche alla società per azioni (ma qui credo inevitabile l’intervento del legislatore) la decisione dei soci per consultazione separata di cui all’art. 2479, terzo comma.

Piace ancora ricordare, per il periodo ante riforma, la massima del 20 novembre 2001, relativa all’ammissibilità di delega agli amministratori per aumentare il capitale anche con esclusione o limitazione dell’opzione, soluzione che, intervenuta la riforma, veniva affinata (massima 8/2004) confermando, da un lato, la necessità che in sede assembleare si determinino i destinatari o le tipologie di destinatari della nuova emissione, ovvero i criteri per determinarli, ma non necessariamente anche i criteri per la determinazione del prezzo, e, dall’altro lato, delineando contenuti e presupposti anche procedurali della delibera delegata.

Qui si coglie una caratteristica ricorrente delle massime ovvero quella di “completare” la portata di previsioni normative che, specie in caso di norme innovative, non possono contare su una adeguata e consolidata giurisprudenza e dottrina interpretativa.

5. *Funzione “confirmatrice” e/o “ammonitrice” delle massime.* – Altre volte le massime assumono un significato “confermativo” di questioni che, pur dibattute, non sono state ritenute dal legislatore degne di previsione espressa.

E questo, ad esempio, il ben noto caso della sottoscrizione dell’aumento di capitale in denaro con compensazione. La massima 125/2013 ribadisce la liceità della sottoscri-

zione con compensazione già accolta dalla Suprema Corte, ma ha cura di lavorare di fioretto per giungere ad una soluzione appagante di fattispecie-limite, di fattispecie che, verosimilmente, hanno indotto il legislatore a non codificare la sottoscrizione per compensazione per la difficoltà, appunto, di trovare un discrimine soddisfacente con operazioni formalmente rientranti in una fattispecie permissiva, ma in concreto fraudolente. Nello sforzo di evitare utilizzi fraudolenti la massima citata afferma il principio per cui: a) è ammessa la compensazione in sede di sottoscrizione di aumento di capitale anche con crediti sorti da operazioni non finanziarie, ma b) è opportuno ricorrere alle cautele del conferimento in natura quando, per la sostanziale contestualità e corrispondenza tra la prestazione eseguita a favore della società, ovvero per la ricorrenza di indizi di preordinamento delle due operazioni, si sia in presenza di un conferimento “mascherato”.

Ed ecco allora emergere, e la si ritrova in molte massime, una funzione, per così dire, “ammonitrice”, della massima. Ecco cioè emergere l’avvertenza e l’invito al notaio ad alzare le antenne, ad aver ben presente che le operazioni devono essere sviscerate anche nei loro specifici risvolti fattuali per evitare operazioni abusive, sviamenti del principio pur legittimamente sancito.

Insomma: un richiamo, nell’esercizio del filtro di legalità, a valutare la fattispecie concreta e non l’archetipo, il tipo astratto. Le massime dunque orientano non solo a valutare nuovi casi e clausole, ma guidano nell’applicazione concreta di soluzioni e principi che pur sembrano pacifici, ma che non di rado presentano profili elusivi di norme imperative.

6. *Le massime “madrì”: azioni senza valore nominale, perdite e aumenti di capitale, strumenti finanziari, la diluizione.* – Sebbene sia assai difficile, oltre che improprio, isolare linee guida che sottendono il merito degli orientamenti formalizzati nelle massime notarili milanesi, certo è che, fra l’altro, appare costante lo sforzo per facilitare le forme di finanziamento in *equity* o quasi *equity* cercando un equilibrio con adeguate forme di tutela dell’investitore minoritario o comunque per l’investitore debole, non a vocazione imprenditoriale. Il “modello” della società per azioni cui sembrano guardare le massime non è quello della società quotata, ad azionariato diffuso, quanto quello della società *joint-venture* o familiare a ristretta base azionaria.

La madre di tutte le aperture ed innovazioni in tema di capitalizzazione è senz’altro la massima 36/2004, laddove si sancisce la legittimità, in sede di aumento di capitale a pagamento di una società per azioni con azioni prive di valore nominale, della emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla parità contabile delle azioni esistenti al momento della deliberazione dell’aumento di capitale, fermo restando che l’ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all’ammontare dell’aumento del capitale sociale. Un principio, quello affermato all’indomani della riforma, che ha avuto una portata decisiva nella crisi economica degli anni seguenti: un vero e proprio *driver* con una valenza, direbbero gli economisti, anche macrosistemica. Una massima fortemente contestata da una parte della dottrina, una massima che tuttavia si è imposta nella prassi e non ha trovato ostacoli nella giurisprudenza. Una massima ben presto accolta con estremo favore dall’Autorità preposta alla tutela dei mercati.

Ho parlato, a proposito della massima che, per usare un brutto termine, sdogana gli aumenti di capitale con prezzo di emissione inferiore alla parità contabile, di massima



“madre” perché ad essa hanno fatto seguito una importante serie di massime che chiamerei corollari. Penso a quella sull’annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale, coeva alla decisione madre, e così via via fino alla massima “sistema” (per la sua ampia portata) in tema di emissione di nuove azioni a pagamento senza aumento di capitale, di conversione di obbligazioni, ma anche di strumenti finanziari, solo con aumento del numero di azioni, di emissione di nuove azioni attribuite a titolo gratuito, ancora una volta, con aumento del numero di azioni, ma non del capitale (cfr. massima 169/2017). E l’elenco potrebbe continuare.

Non meno rilevante in tempo di crisi si rivela la massima 122/2011 che ha abbattuto il “tabù” tralucido, scarsamente avversato in dottrina, per cui in caso di perdite del capitale oltre il terzo l’aumento di capitale non sarebbe consentito se non previa eliminazione delle perdite stesse o loro riduzione entro il terzo del capitale. La attrazione dell’aumento di capitale negli “opportuni provvedimenti” previsti dall’art 2446 ha stimolato la ricapitalizzazione consentendo di mantenere inalterate le partecipazioni preesistenti: “circostanza che a sua volta potrebbe essere coerente sia con gli accordi di investimento dei soci... sia con la disponibilità di terzi ad effettuare nuovi conferimenti” recita la motivazione della massima. Un tassello, questo, di un cammino (se ne vedranno le ulteriori tappe) diretto a non frustrare aspettative di soci minoritari, di *partners* industriali in periodi di crisi attesi come transitori.”.

Un secondo blocco di decisioni significative riguarda le massime (da 163 a 168 del novembre 2017) in tema di strumenti finanziari partecipativi. Si costruisce un vero e proprio statuto degli strumenti finanziari definendo il perimetro dei diritti e gettando un ponte verso gli strumenti classici di *equity* (le azioni) attraverso una puntuale regolamentazione della facoltà di conversione. Si lascia aperta la problematica del diritto di opzione. E ciò a riprova del fatto che le massime innovano – siamo a Milano e possiamo dirlo – *con juicio*, con cautela.

Segnalo ancora, passando da fiore in fiore, altre recentissime massime, che si collocano nel filone dell’agevolazione alla capitalizzazione di cui ho parlato. Con la massima 186 del 7 gennaio 2020 si sono “legittimate” le clausole anti diluizione. Si tratta di clausole che in occasione di aumenti di capitale prevedono l’obbligo dell’assegnazione gratuita di un determinato numero di azioni o quote a favore dei titolari di una categoria di azioni o di determinati titolari di quote allorché detti aumenti siano deliberati a prezzo inferiore all’importo stabilito dalla clausola stessa, al fine appunto di evitare la diluizione del valore delle azioni o quote della categoria o dei soci protetti anche qualora i relativi titolari non partecipassero a nuovi aumenti.

Il ricorso ad una categoria *ad hoc*, di azioni protette o i diritti particolari dei soci nella s.r.l. in combinato operare con la possibilità di sottoscrizione non proporzionale di azioni o quote previste dalla legge forniscono la base per la liceità di tali clausole. L’esempio appena proposto ci conduce al tema, cui ora sommariamente mi dedico, dell’interrogativo se le massime non siano massime per “i forti” o massime che, con una venatura istituzionalistica, tutelano troppo l’impresa rispetto ai soci.

Mi riferisco alle clausole 189 e 190 del giugno 2020. Siamo in piena pandemia. Si legittimano in tali massime clausole che pongono un tetto al diritto all’utile in varie articolazioni: esercizio per esercizio, in modo assoluto, in modo relativo rispetto a determinati parametri in relazione al tempo. Si legittimano clausole che ammettono l’emissione di azioni o quote c.d. autoestinguibili, decorso un determinato termine, o al veri-

ficarsi di una condizione non meramente potestativa, senza alcun diritto di liquidazione a favore del titolare delle azioni o quote di un determinato tipo.

In un periodo in cui è sul tavolo il problema di trovare sistemi di intervento pubblico a sostegno delle imprese che pur non renda l'intervento pubblico eccessivamente invasivo e permanente, mi pare che queste massime, questo tipo di massime abbiano avuto un'utilità ed una funzione che trascende quella di risolvere qualche problema concreto della vita degli affari.

7. *Un filone: società chiuse, spesso joint ventures e tutela del socio minoritario partner industriale.* – Che il “modello” cui guarda il notariato milanese sia quello di società chiuse in cui si presta attenzione ai *partners* dell'imprenditore (socio di controllo) emerge dalla massima 184 del 7 gennaio 2020 che apre la via a quella che chiamerei la “soggettivazione” dell'azione, ad un *trend* cioè, sempre più sentito, che tende a dare rilievo non solo all'azione ed al soggetto in quanto titolare dell'azione, ma che, in certa misura, conceda qualcosa ad una rilevanza più diretta del soggetto. Nella massima ora citata si legittimano clausole che attribuiscono diritti diversi in dipendenza di circostanze relative a chi ne sia titolare purché non diano luogo a condizioni meramente potestative o a differenziazioni illegittimamente discriminatorie. Fra le esemplificazioni offerte dalla motivazione vi è la maggiorazione o diminuzione degli utili a seconda dell'età e della qualifica professionale del socio ovvero alla diversificazione dell'ammontare della liquidazione in caso di riscatto o recesso a seconda delle «condizioni personali dei soci, che diano luogo, per usare la terminologia anglosassone frequente nella prassi, alle diverse situazioni di *bad leaver*, *medium leaver*, *good leaver*».

Il precedente del voto per scaglioni, ma soprattutto quello delle azioni di fedeltà costituiscono secondo la massima riferita i punti di emersione della liceità della “personalizzazione” dell'azione che inevitabilmente la massima comporta conducendoci ai limiti del “tipo” classico di società per azioni (...l'anonima è sempre più lontana).

Il *trend* della personalizzazione trova un ulteriore sviluppo nella massima 198 del 2021 ove si legittimano clausole penali «che sanzionano l'inadempimento a taluni obblighi derivanti dallo statuto... anche con prestazioni monetarie a carico del socio (che comportano quindi l'insorgere di un'obbligazione pecuniaria) oppure con una alterazione dei diritti sociali delle azioni...(quali, ad esempio, la conversione automatica in altre categorie azionarie o la sospensione o limitazione del diritto di voto) o con l'insorgere di obblighi di diversa natura (c.d. penali statutarie)». L'aspetto maggiormente innovativo pare quello dello spazio che non solo nella s.r.l. ma anche nella s.p.a. si viene a dare in sostanza a forme di riscatto sanzionatorio e in genere a strumenti sanzionatori facilmente collegabili a situazioni squisitamente soggettive.

È evidente ancora l'emergere delle problematiche tipiche di società chiuse a ristretta base azionaria nell'interpretazione data dalle massime milanesi ad alcuni provvedimenti emergenziali quali la sospensione quinquennale delle perdite sancite dall'art. 6 d.l. 23/2000 convertito con l. 40/2020 e come modificato dall'art. 1, comma 266, l. 178/2002.

La moratoria quinquennale per le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020, viene infatti interpretata dalla massima 196/2021 come riferentesi a tutte le perdite risultanti dal bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infra-annuale riferita a esercizi o frazioni di esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2000

a prescindere da quale sia l'esercizio in cui le perdite si siano prodotte. In altri termini, non è necessario per la moratoria che la clausola rilevante sorga in esercizi in corso al 31 dicembre 2020. È sufficiente che in tale esercizio la perdita raggiunga il livello che determinerebbe in regime normale l'adozione di una delibera di riduzione (o azzeramento) del capitale. La fuga dalla piccola media impresa e l'apertura di praterie per gli *equity funds* sono sullo sfondo come pericoli brucianti.

8. *Le motivazioni.* – Chiudo con un richiamo a ciò che sorregge, illustra, sottolinea, limiti e potenzialità della massima: la motivazione. Le massime devono essere necessariamente lette con la loro motivazione. Una motivazione che non è scolastico commento, ma che innerva, dà luce, guida nell'applicazione delle massime. Ed allora credo che i vent'anni di lavoro e le duecento massime consegnino un risultato di ampia portata, un mosaico di significativo valore nella stessa letteratura in tema di diritto societario.

Il sistema di rivelare orientamenti da parte di soggetti e autorità giova alla certezza del diritto, alla prevedibilità. È un sistema che si sta affermando nella forma della Q&A, delle domande e delle risposte con cui appunto autorità preposte a settori della vita economica in sostanza formulano massime e orientamenti. Il cittadino, l'utente del diritto, si augura che questo sistema si diffonda, a cominciare magari, mi si consenta questo impertinente cenno conclusivo, dalle prefetture per quel che riguarda gli enti del primo libro, che sempre maggior spazio stanno acquisendo anche nella vita economica e d'impresa.

# DECIDERE E DICHIARARE NEL DIRITTO DELLA SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA (A PROPOSITO DELLE MODIFICAZIONI SOSTANZIALI DELL'OGGETTO SOCIALE)

di *Paolo Spada*

SOMMARIO: 0. Residualità e attenuazione dell'organizzazione corporativa nella s.r.l. – 1. Casistica di merito e art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c. – 2. Oggetto sociale e operazioni che ne comportano una sostanziale modificazione. – 3. (*Segue*): i tre interrogativi che gravitano sul compimento di operazioni trasgressive dell'oggetto sociale non decise dall'assemblea. – 4. La trasgressione della riserva all'assemblea di decisioni di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto statutario tra limitazione legale del potere di dichiarare in nome della società e causa di recesso del socio non consenziente.

0. *Residualità e attenuazione dell'organizzazione corporativa nella s.r.l.* – All'indomani della “riforma organica delle società di capitali”, manifestai<sup>1</sup> l'opinione che la società a responsabilità limitata, per il passato presentata e pensata come una variante “minore” della società per azioni, fosse sempre caratterizzata – come la “sorella maggiore” – da un'organizzazione corporativa, ma che quest'organizzazione, all'esito della riforma, fosse *attenuata e residuale*. Ispirato dalla lettura di Gierke, intendevo – ed intendo anche oggi – per organizzazione corporativa una attribuzione dei compiti decisionali e dichiarativi, preordinati al conseguimento dell'oggetto sociale, ad uffici specializzati ai quali viene ciclicamente preposto personale nominato dalla compagine sociale nella composizione soggettiva che la stessa presenta al momento del reclutamento ciclico; ed aggiungo, per amor di chiarezza, che designo con la parola “ufficio” un complesso di competenze preconstituito al personale che ad esso viene preposto.

Nella società per azioni, la specializzazione decisionale e dichiarativa degli uffici rispetto alla compagine sociale (nel lessico legislativo: Amministrazione della società) era stata enfatizzata dalla riforma organica del 2003; sia conclamando che “la gestione dell'impresa spetta *esclusivamente* agli amministratori” (art. 2368 *bis* c.c.), sia dando licenza allo statuto di prevedere che l'assemblea deliberi su “*autorizzazioni* al compimento degli atti degli amministratori, *ferma, in ogni caso, la responsabilità* di costoro per gli atti compiuti” (art. 2364, 1° comma, n. 5, c.c.) [*corsivi aggiunti*].

Nella società a responsabilità limitata, per contro, compiti decisionali (non quelli dichiarativi: cfr. art. 2475 *bis*, 1° comma, c.c.) potevano essere riservati dall'atto costitutivo alla compagine sociale o a questa devoluti dagli amministratori o da soci esponenti di certe aliquote del rapporto sociale (art. 2479 c.c.). La nomina degli amministratori, del resto, compete ai soci, solo “se prevista nell'atto costitutivo” (art. 2479, 1° comma, n. 2, c.c.);

---

<sup>1</sup> P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 489 ss.

ed inoltre “particolari diritti riguardanti l’amministrazione della società” erano suscettibili di essere attribuiti dall’atto costitutivo “a singoli soci” (art. 2468, 3° comma, c.c.).

Insomma, l’attribuzione di compiti decisionali ad uffici di Amministrazione era, per legge, modulata e, per atto costitutivo, ampiamente modulabile. Al segno che – stante l’*incipit* dell’art. 2475 c.c. rubricato “Amministrazione della società”<sup>2</sup> – poteva azzardarsi che una specializzazione dell’Amministrazione in uffici non fosse tipologicamente essenziale alla società a responsabilità limitata e che la società potesse legittimamente essere amministrata dal/dai socio/i senza precostituzione di “uffici” – così celebrandosi i fasti dello *slogan* della riforma che presentava la nuova società a responsabilità limitata come una società di persone a responsabilità limitata dei soci (una società, allora, nella quale la libertà organizzativa dell’atto costitutivo potesse esercitarsi senza vincoli – ferma la disciplina suppletiva delle decisioni, ricavabile dall’art. 2257 c.c.). D’onde la *residualità* dell’organizzazione corporativa.

Il dibattito sul riparto tra competenze decisionali degli amministratori e della compagine sociale nella gestione dell’impresa e nella prospettiva dell’oggetto sociale si è inaugurato in Italia a seguito di una sentenza della Cassazione tedesca (*Bundesgerichtshof*): nei primi anni ’80 la Cassazione di quel Paese, con una decisione sicuramente originale rispetto ad una tradizione azionaria evoluta nel senso dell’indipendenza dell’Amministrazione da scelte assembleari sul merito della gestione, ha ritenuto (caso *Holz Müller*) che, a fronte di decisioni amministrative che possano generare incisive modificazioni dei diritti e degli interessi degli azionisti – come per esempio lo “scorporo” di un’azienda che costituisce la parte di maggior valore del patrimonio sociale, tramite conferimento in una società fondata allo scopo – l’Amministrazione può eccezionalmente esser *non solo facoltizzata ma obbligata*, alla stregua del § 119, *Abs. 2, AktG* [corrispondente al nostro 2364, 1° comma, n. 4 testo originario], a provocare una deliberazione dell’assemblea in merito<sup>3</sup>.

Nella prospettiva di questo dibattito si spiega perché, in sede di riforma delle società di capitali nel 2003, da un lato, si sia stralciata per la società per azioni la possibilità di una scelta statutaria, legittima nel dritto previgente (art. 2364, n. 4, c.c. originario), che devolvesse all’assemblea la competenza a deliberare sugli “oggetti attinenti alla gestione della società”; dall’altro (per coerenza con la volontà di intervenire sul tipo società a responsabilità limitata, esaltando il ruolo delle persone dei soci nello sviluppo dell’iniziativa e “trasformando” la s.r.l. da piccola anonima a società di persone a responsabilità limitata), si sia dato pieno spazio allo statuto (ma anche agli amministratori e ad aliquote del rapporto sociale) di una s.r.l. di articolare le decisioni attinenti alla gestione tra ufficio di amministrazione e compagine sociale (art. 2479, 1° comma). Fino ad imporre che decisioni che programmassero operazioni comportanti una modificazione sostanziale dell’oggetto sociale fossero riservate alla compagine sociale e adottate secondo il rito assembleare (art. 2479, 2, n. 5 c.c. novellato).

Rimossa l’incauta scelta del Codice della crisi di attribuire in esclusiva agli ammi-

<sup>2</sup> “Salva diversa disposizione dell’atto costitutivo, l’amministrazione della società è affidata ad uno o più soci nominati con decisione presa dai soci ai sensi dell’art. 2479”. Questa proposizione è, oggi, preceduta dall’integrazione, voluta dal Codice della crisi e dell’insolvenza, dell’art. 2086 c.c. (“L’istituzione degli assetti di cui all’art. 2086, secondo comma spetta esclusivamente agli amministratori” – v. art. 377.4 d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, come sostituito dall’art. 40.4 d.lgs. n. 147/2020).

<sup>3</sup> *BGH 25-2-1982*, in *NJW*, 1982, 1703 ss. Sulla vicenda e sulla eco avuta in Italia v. A. PAOLINI, *Le modificazioni di fatto dell’oggetto sociale*, Milano, 2014, 107 ss.

nistratori la gestione della società (2475 c.c.<sup>4</sup>), la questione del rilievo della riserva all'assemblea delle decisioni che comportino modificazioni sostanziali dell'oggetto sociale (2479, 2° comma, n. 5) si ripropone, oggi come ieri, e genera questioni su alcune delle quali una giurisprudenza di merito, relativamente recente, si è pronunciata.

1. *Casistica di merito e art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c.* – Le Sezioni specializzate in materia d'impresa di alcuni Tribunali italiani, chiamati a giudicare della sorte di atti di disposizione dell'azienda della quale si avvaleva l'impresa sociale (vendita, affitto, conferimento), hanno, negli ultimi anni, così deciso:

(i) Nella società a responsabilità limitata la vendita dell'unico cespite aziendale in assenza di una decisione dei soci ex art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c., come atto posto in essere da un *falsus procurator*, è inefficace<sup>5</sup>.

(ii) In assenza di apposita decisione dei soci, è nullo il conferimento eseguito da una società a responsabilità limitata, se tale da comportare sostanziale modifica dell'oggetto della società.

La cessione dell'azienda, costituente la sola attività dell'impresa sociale, non accompagnata dal contestuale riacquisto di altra azienda con la quale continuare l'attività d'impresa in precedenza esercitata, rientra tra le decisioni riservate ai soci ai sensi dell'art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c., comportando, di fatto, una sostanziale modifica dell'oggetto sociale. Pertanto, deve essere dichiarata nulla l'operazione posta in essere dall'amministratore in assenza di deliberazione da parte dei soci. Tanto per la forte ragione che, seppure l'art. 2479, 2° comma, n. 5, non preveda il rimedio della nullità, a tale mancanza sopperisce l'art. 1418, 1° comma, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità<sup>6</sup>.

(iii) In materia di s.r.l., la cessione dell'intera azienda, trasformando l'attività sociale da produttiva a finanziaria, comporta una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci a norma dell'art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c.; la stessa pertanto non può essere decisa dagli amministratori, appartenendo alla competenza funzionale dell'assemblea dei soci. Tale riserva di competenza funzionale integra un limite legale ai poteri di rappresentanza degli amministratori, con la conseguenza che il difetto del potere rappresentativo è sempre opponibile ai terzi indipendentemente da qualsivoglia indagine in ordine al loro atteggiamento soggettivo<sup>7</sup>.

(iv) È affetto da nullità il contratto di affitto di azienda che comporta una sostanziale modifica nell'oggetto sociale della s.r.l. concedente, in difetto di previa delibera autorizzativa dell'assemblea dei soci<sup>8</sup>.

La giurisprudenza di merito or ora segnalata (a) identifica l'atto di disposizione dell'azienda di un'impresa esercitata da una società a responsabilità limitata, *in sé* con-

<sup>4</sup> V. *supra* nota 2.

<sup>5</sup> Trib. Palermo, 19/10/2020, in *Società*, 2021, 6, 688, con nota di A. BARTALENA.

<sup>6</sup> Trib. Roma, 27/01/2020, in *Foro it.*, 2020, 3, 1, 1072.

<sup>7</sup> Trib. Roma, 03/08/2018, in *Società*, 2018, 1371, con nota di N. DE LUCA, A. GENTILE.

<sup>8</sup> Trib. Milano, 02/11/2017, in *Giur.it.*, 2018, 8-9, 1946, con nota di S. LUONI, M. CAVANNA.

siderato, come “operazione comportante una sostanziale modificazione dell’oggetto sociale”; (b) prende atto che l’art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c. riserva la competenza a decidere l’operazione all’assemblea della società; (c) sanziona l’incompetenza dell’ufficio di amministrazione a decidere il compimento dell’atto di disposizione avvalendosi della regola sul difetto di potere rappresentativo a dichiarare in nome della società (art. 2475 *bis* c.c.); (d) e, talora, ne ricava la nullità dell’atto di disposizione.

Il percorso argomentativo e l’approdo decisionale, or ora compendiati, sollecitano qualche interrogativo e, forse, impongono rettifiche ed integrazioni.

2. *Oggetto sociale e operazioni che ne comportano una sostanziale modificazione* – Il sintagma “oggetto sociale” è manifestamente polisemico.

(i) L’oggetto sociale, nel contesto dell’art. 2463, 2° comma, n. 3 c.c., è un *enunciato* (tra i tanti documentati nell’atto costitutivo) nel quale il linguaggio ha una *funzione programmatica* dell’esercizio di un’attività (per antonomasia) economica e speculativa.

Qualsiasi modificazione dell’*enunciato* “oggetto sociale” decisa e attuata dal/dai preposti all’Amministrazione della società è irrilevante (inesistente); le *modificazioni* degli *enunciati* documentati nell’atto costitutivo (di tutti e, tra questi, dell’oggetto sociale) essendo riservate alla compagine sociale che le decide osservando il procedimento assembleare (art. 2479, 2° comma, n. 4, e 4° comma).

Per “modificazione sostanziale dell’oggetto sociale” – parole che si leggono nel citato art. 2479 c.c. (nonché nel 1° comma dell’art. 2473, in tema di recesso del socio) – deve intendersi una *trasgressione* dell’enunciato programmatico da parte dell’Amministrazione, *fermo restando l’enunciato documentato nell’atto costitutivo*<sup>9</sup>.

(ii) La trasgressione – rispettando il vincolo testuale ricavabile dall’art. 2479, 2° comma, n. 5 – si consuma nella *decisione* extra-assembleare di un’operazione, operazione che può comportare – e normalmente comporta – una o più *dichiarazioni* in nome della società da parte di chi è abilitato a “rappresentarla” (art. 2475 *bis* c.c.). La parola “operazioni” è riferibile a *una o più decisioni*; suscettibili di *tradursi in una o più dichiarazioni* (e i casi decisi dalla giurisprudenza di merito, citando la quale si sono aperti questi appunti, vertono su *una decisione di disporre dell’azienda* seguita da *una dichiarazione* dispositiva variamente causata: vendita, affitto, conferimento).

(iii) Se l’operazione trasgressiva dell’oggetto sociale è inserita nell’ordine del giorno di un’assemblea convocata dall’Amministrazione e l’ordine del giorno è approvato, questa decisione si traduce, poi, in una o più dichiarazioni del “rappresentante” della società. Non si prospettano, allora, conseguenze né per i preposti all’Amministrazione né per l’efficacia della/e dichiarazione/i promanante/i dal “rappresentante” né, dunque, per l’/gli atto/i intersoggettivo/i che ne risulta/no.

Resta salva, peraltro, la facoltà del socio assente, dissenziente od astenuto in assemblea di recedere dalla società (art. 2473 c.c.).

(iv) Se l’operazione trasgressiva, non deliberata dall’assemblea (perché non convocata o, se convocata, perché non inserita nell’ordine del giorno o non approvata), è decisa dall’Amministrazione e attuata per il tramite di dichiarazioni del “rappresentante” della società, si prospettano i seguenti interrogativi:

<sup>9</sup> Conforme l’orientamento di A. PAOLINI, *Le modificazioni di fatto*, cit., 297.

1) i preposti all'Amministrazione (incompetenti a deciderla) ne sono civilmente responsabili?

2) l'atto/gli atti (che attua/no la decisione non deliberata in assemblea, per via di dichiarazioni) è/sono efficace/i per la società e per il/i terzo/i?

3) i soci possono recedere (v. art. 2473, 1° comma laddove abilita al recesso da una s.r.l. i soci "che non hanno consentito...al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo...")?

3. (Segue): *i tre interrogativi che gravitano sul compimento di operazioni trasgressive dell'oggetto sociale non decise dall'assemblea.*

A) Non sembra opinabile che la decisione dell'Amministrazione (normalmente tradotta in dichiarazioni del "rappresentante" della società) di "compiere operazioni che comportino una sostanziale modificazione" dell'oggetto statutario<sup>10</sup> (decisione riservata all'assemblea dall'art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c.) configuri una giusta causa di revoca e comporti la responsabilità civile dei preposti nella misura e alle condizioni che si ricavano dall'art. 2476 c.c.

B) Più delicata è la ricerca di una risposta correttamente motivata al secondo interrogativo (che è poi quello che ha impegnato la giurisprudenza di merito che ha stimolato queste mie riflessioni).

Prima della riforma del 2003, l'oggetto sociale (enunciato dell'atto costitutivo) fungeva da limite del potere di rappresentanza (del preposto all'ufficio di dichiarazione in nome della società) opponibile al terzo che agisse in mala fede (art. 2384 *bis* c.c., applicabile alla società a responsabilità limitata, stante il richiamo che leggevasi nell'art. 2487, 2° comma, c.c.).

La sopravvenuta soppressione del 2384 *bis* esclude che lo sia ancora; tanto più se si considera il Diritto dell'Unione Europea (già capo 3 ["Validità degli obblighi della società"]) della Direttiva 2009/101/CE e, segnatamente, l'art. 10<sup>11</sup>).

A diritto comune vigente, sono, invece, opponibili – sia dalla s.p.a. che dalla s.r.l. – i limiti statuari del potere di rappresentanza al terzo che agisca a danno della società (artt. 2384 e 2475 *bis* c.c.). Opponibilità dalla quale risulta *non già la nullità* dell'atto che la dichiarazione del rappresentante (che ecceda il potere conferitogli) perfezioni o concorra a perfezionare (come, inspiegabilmente, si legge nella motivazione di una delle sentenze di merito citate), bensì *l'inefficacia relativa dell'atto stesso*, suscettibile di rimozione grazie a ratifica assembleare.

Nella società a responsabilità limitata, funge da limite del potere di rappresentanza l'eventuale riserva statutaria ai soci di decisioni che si traducono in dichiarazioni in nome della società (art. 2479, 1° comma, c.c.) – riserva incompatibile, come già detto, con il regime legale della società per azioni (artt. 2364, n. 5 e 2384, 2° comma, c.c.).

Se ci si interroga, poi, sul rapporto tra rappresentanza della s.r.l. e riserva legale ai

<sup>10</sup> Avverto che il sostantivo "statuto" e l'aggettivo "statutario" sono, in questo testo, usati come sinonimi di "atto costitutivo"; sintagma, questo, che, nel lessico legislativo della società a responsabilità limitata, ha una valenza semantica che include quelle distinte di "atto costitutivo" e "statuto" usati nel lessico della società per azioni.

<sup>11</sup> La Direttiva 2009/101/CE è stata abrogata e fusa, assieme alla storica II Direttiva, nella Direttiva (UE) 2017/1132 del 14 giugno 2017 (v. art. 9, che collima con l'art. 10 della Direttiva del 2009).



soci della *decisione* (adottata secondo il rito assembleare) di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale (art. 2479, comma 2, n. 5, c.c.), si profilano almeno tre rilievi: (a) parlando di limite del potere di rappresentanza ci si riferisce all'efficacia di *dichiarazioni* della società in caso di trasgressione del limite; (b) la riserva ai soci di *decisioni* – di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale – potrebbe comportare un limite del potere di rappresentanza se l'operazione si traducesse in una *dichiarazione ed in una soltanto*, risultando il significato di "operazione" non necessariamente esaurito da quello di "dichiarazione" – potendo, cioè, l'operazione, decisa irrisolvemente, riversarsi in più dichiarazioni; (c) nel caso in cui l'operazione (trasgressiva dell'oggetto statutario e non decisa dall'assemblea) si traduca in una (sola) dichiarazione, stante la *fonte legale della riserva assembleare* in esame, la riserva stessa potrebbe fungere da *limite del potere di rappresentanza, non già statutario ma legale*. Il che esigerebbe che si stabilisca se un limite *legale* del potere di rappresentanza sia opponibile incondizionatamente ovvero soggiaccia allo stato soggettivo del terzo (*exceptio doli*) come ogni altro limite del potere in parola (art. 2475 *bis* c.c.); un'esigenza, questa, che non potrebbe soddisfarsi senza considerare che la trasgressione dell'oggetto sociale (enunciato statutario) non è più annoverata – come si è testé ricordato – tra i limiti opponibili del potere di rappresentanza (abrogazione dell'art. 2384 *bis* c.c.)

C) Quanto al recesso del socio, il testo dell'art. 2473 c.c. sembra prospettare un *recesso indipendente da una decisione* dei soci (e, segnatamente, da una decisione adottata col rito assembleare). Le cause legali e inderogabili di recesso consistono, infatti, nel mancato consenso del socio a modificazioni dell'atto costitutivo (e, così, in deliberazioni assembleari); salvo una: "il compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo". In tal caso, infatti, il mancato consenso del socio – che legittima il recesso – può risalire ad una violazione della riserva ai soci di ogni "decisione" sul punto, dovuta a omessa convocazione dell'assemblea da parte dell'Amministrazione, a lacunosità dell'ordine del giorno o al difetto d'approvazione del punto benché iscritti. E, del resto, il diritto della s.p.a. esplicitamente contempla il caso in cui "il fatto che legittima il recesso [sia] diverso da una deliberazione" (art. 2437 *bis*, 1° comma, ultima proposizione), ancorandone il termine di esercizio alla "conoscenza da parte del socio".

4. *La trasgressione della riserva all'assemblea di decisioni di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto statutario tra limitazione legale del potere di dichiarare in nome della società e causa di recesso del socio non consenziente.* – Del primo degli interrogativi formulati nel paragrafo precedente la risposta anticipata non necessita motivazione (A).

Tutt'altro è da dirsi con riferimento agli altri due interrogativi (B) e (C).

4.1. Con riguardo all'opponibilità ai terzi – come limite del potere di rappresentanza di chi sia abilitato a *dichiarare* in nome della società – della *mancata decisione assembleare* di operazioni sostanzialmente trasgressive dell'oggetto sociale, inclinerei ad articolare la risposta nei termini seguenti:

(i) l'opponibilità – come anticipato – si profila a condizione che l'attuazione dell'*operazione decisa* si esaurisca in una *sola dichiarazione*. Qualora, invece, l'operazione decisa senza il consenso dei soci comporti, in fase di attuazione, più dichiarazioni, sarei riluttante a farne un limite del potere di rappresentanza: il *limite* del potere di rappresentanza è “a misura” di *dichiarazione* e non già di *decisione*. E ciascuna *dichiarazione* è correlabile soltanto *ex post* alla *mancata decisione assembleare di trasgredire l'oggetto statutario*.

(ii) Circoscrivere, allora, l'opponibilità della trasgressione, non deliberata in assemblea, dell'oggetto sociale al caso conosciuto dal Trib. Roma, 03/08/2018<sup>12</sup> ed a controversie congeneri (per antonomasia, quella che vertesse sulla opponibilità di un affitto dell'azienda, senza previa deliberazione dell'assemblea dei soci): “in materia di s.r.l. – scrive il Giudice romano – la cessione dell'intera azienda, trasformando l'attività sociale da produttiva a finanziaria, comporta una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo...; la stessa pertanto non può essere decisa dagli amministratori, appartenendo alla competenza funzionale dell'assemblea dei soci”.

(ii) Sarei invece perplesso nel condividere il susseguente passo della sentenza citata; laddove si legge: “tale riserva di competenza funzionale integra un limite legale ai poteri di rappresentanza degli amministratori, con la conseguenza che il difetto del potere rappresentativo è sempre opponibile ai terzi indipendentemente da qualsivoglia indagine in ordine al loro atteggiamento soggettivo”.

Mentre è persuasiva l'affermazione che l'opponibilità della trasgressione della competenza decisionale assembleare è altro dalla nullità dell'atto di disposizione – altro impropriamente prospettata<sup>13</sup> – mi sembra che la soppressione dell'art. 2384 *bis* c.c., ad opera della riforma del 2003, deponga, oggi, contro la possibilità di annoverare l'oggetto statutario tra le limitazioni del potere di rappresentanza, onde sottrarre la dichiarazione trasgressiva al regime dell'art. 2475 *bis*.

Il limite, tuttavia, può obiettarsi (ed è stato obiettato<sup>14</sup>), è incondizionatamente opponibile perché *legale* e non statutario e conseguentemente opponibile anche al terzo che non abbia agito in danno della società.

Ma è anche rappresentata in letteratura una ben motivata opinione secondo la quale il sintagma “limitazioni legali” è polisemico (perché coestensivo di divieti, sanzionati con la nullità se trasgrediti, e di limitazioni della competenza dichiarativa<sup>15</sup>) e, ragionando sistematicamente sul materiale testuale in tema di amministrazione e rappresentanza della s.r.l. – nella prospettiva giuspolitica delle Direttive europee del 2009 e del 2017<sup>16</sup> – consente di approdare alla conclusione che la scansione legale (art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c.) della decisione gestoria e della dichiarazione esorbiti perfino dal re-

<sup>12</sup> In *Società*, 2018.

<sup>13</sup> Trib. Roma, 27/01/2020, in *Foro it.*, 2020, 3, 1, 1072.

<sup>14</sup> Da ultimo D. REGOLI, *La rappresentanza*, in *La società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, Milano, 2020, 1740.

<sup>15</sup> M. SCIUTO, *Problemi in materia di potere rappresentativo degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2014, 1 ss., *ivi* alla 33.

<sup>16</sup> Art. 10.1. della prima e 9.1. della seconda “Gli atti compiuti dagli organi sociali obbligano la società nei confronti dei terzi, anche quando tali atti sono estranei all'oggetto sociale, a meno che eccedano i poteri che la legge conferisce o consente di conferire ai predetti organi”.

gime dell'art. 2475 *bis* c.c.<sup>17</sup>. Con il che, questa scansione non sarebbe apprezzabile mai come limite del potere dichiarativo dell'ufficio di esternazione e, conseguentemente, non sarebbe mai opponibile dalla società al terzo, neppure se la prima raggiungesse la prova della consapevolezza nel secondo del danno che la società subirebbe.

A mio sentire, la regola giurisprudenziale auspicabile sul piano dell'equilibrio degli interessi in gioco e della dinamica dei testi (alludo all'abrogazione dell'art. 2384 *bis* c.c.) sarebbe, tuttavia, quella dell'inefficacia della *dichiarazione* (in nome della società) *non attuativa di una decisione riservata per legge all'assemblea*. Come le modificazioni di tutti gli enunciati statutari – e, tra, questi, dell'enunciato statutario designato come “oggetto sociale” – sono riservate per legge all'assemblea (art. 2479, 2° comma, n. 4 e 2480 c.c.), così lo sono le decisioni di operazioni trasgressive dell'oggetto sociale (perché ne provocano una sostanziale modificazione); e questo, stando al diritto europeo in vigore (art. 9 della Direttiva del 2017), comporta che siano esorbitanti dai poteri “che *la legge...* consente di conferire...” all'Amministrazione sia le decisioni di modificazione dell'oggetto statutario che quelle di trasgressione dell'oggetto stesso: le prime saranno irrilevanti (inesistenti); le seconde, se attuate tramite una dichiarazione in nome della società, incorrerebbero nell'inefficacia relativa, salva, quindi, ratifica della dichiarazione stessa da parte dell'assemblea.

Insomma come *inesistente in assoluto* – per soci e terzi – è la *decisione di modificare* l'atto costitutivo (quale documento depositato presso il Registro in cui si legge l'enunciato “oggetto sociale”), adottata non dall'assemblea ma dall'Amministrazione (come pure lo sarebbe se adottata dal rappresentante della società, da un socio, da un dipendente o da un lavoratore autonomo...e via dando fondo alla fantasia); così è *relativamente inesistente* per la società una *dichiarazione*, nel nome di quest'ultima, del suo rappresentante che consegna ad una *decisione* sua o dell'Amministrazione (o d'altri dall'assemblea). Nel primo dei due casi (modificazione degli enunciati statutari non decisi dall'assemblea) c'è *disconoscimento assoluto e irreversibile della decisione*; nel secondo *disconoscimento relativo e reversibile della dichiarazione* (che attua una decisione non assembleare), stante la possibilità che l'assemblea ratifichi la dichiarazione in nome della società, decidendone il dichiarato (art. 2479, 2° comma, n. 5 c.c.).

4.2. Quanto al recesso, lo spazio sistematico per un dissenso del socio, suscettibile di rendere per costui precario il rapporto sociale anche in mancanza di una decisione assembleare, mi pare sussista. L'addentellato testuale si rintraccia nel fraseggio dell'art. 2473 c.c., soprattutto se letto in correlazione con la menzione, nell'art. 2437 *bis* c.c., di un recesso legittimato da un fatto “diverso da una deliberazione”. D'altronde, la trasgressione della consecuzione decisione dell'assemblea/dichiarazione del rappresentante della società (voluta dall'art. 2479, 2° comma, n. 5) va ponderata, perché comporti l'inefficacia della dichiarazione per la società, con l'istanza di protezione dell'affidamento del terzo (fortemente radicata nel diritto europeo e nella dinamica di quello nazionale - si torna ad alludere alla rimozione dell'art. 2384 *bis* c.c.); e non si lasciano indenticare

<sup>17</sup>M. SCIUTO, *Problemi in materia di potere rappresentativo*, cit., 36 ss.

interessi sufficienti a modulare gli altri rimedi prospettabili quando l'Amministrazione incorra in una violazione dell'organizzazione dei processi decisionali della società, prevista dalla legge: e cioè la revocabilità per giusta causa e la responsabilità risarcitoria dei preposti all'ufficio (che adottano ed attuano una decisione riservata alla competenza dell'assemblea), e, appunto, la precarietà del rapporto sociale per il socio, quando sopravvenga una sostanziale trasgressione dell'oggetto statutario<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Conf. A. PAOLINI, *Le modificazioni*, cit., 323.

# LA RECENTE DISCIPLINA DELLA SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA NEL QUADRO INTERNAZIONALE

di *Giuseppe Zanarone*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali. – 3. I modelli transnazionali non vincolanti. – 4. I modelli nazionali e la competizione fra gli ordinamenti.

1. *Premessa.* – Le novità legislative intervenute in Italia riguardo alla s.r.l. durante, soprattutto, il secondo decennio di questo secolo non potrebbero essere colte appieno se si prescindesse dal contesto internazionale, in particolare europeo, al cui interno esse si collocano<sup>1</sup>.

Per comprendere simile affermazione, occorre premettere quanto già si è avuto occasione di evidenziare, sia pure con riferimento ad una fase precedente<sup>2</sup>, e cioè che la disciplina della s.r.l. è stata da sempre influenzata dal contesto di cui sopra, particolarmente ricco, tra l'altro, per la diffusione dei tipi corrispondenti in quasi tutti i Paesi, europei e non<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Per tale valutazione v., fra gli altri, M. PERRINO, *Vicende recenti della s.r.l. italiana e istanze di diritto europeo*, in *Giustizia civile.com*, 2/2015; A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze del diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di E. PEDERZINI, IV ed., Torino, 2020, 157 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Il ruolo delle s.r.l. nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. MONTALENTI-M. NOTARI, Milano, 2020, 219 ss.

Alla disciplina della s.r.l., alla sua evoluzione recente e alla sua collocazione sul piano internazionale ha rivolto puntuale attenzione il nostro Onorato, come dimostrano non solo, all'interno del citato volume *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, l'introduzione da lui redatta con l'omonimo titolo, ma anche, nell'ambito della raccolta di suoi studi denominata *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, i capitoli IV e VII intitolati, rispettivamente, *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai "tipi" ai modelli*, e *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*.

<sup>2</sup> In ordine alla quale mi permetto di rinviare al mio *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, t. I, 140 ss.

<sup>3</sup> Per non considerare che l'Europa comunitaria, scopriamo intanto che, all'interno di essa, risultano sicuramente presenti tipi corrispondenti alla nostra s.r.l.: lo comprovano documenti ufficiali come gli allegati ad alcune direttive comunitarie, dove vengono espressamente elencati, accanto alla nostra società a responsabilità limitata, tipi esteri similari quali ad esempio la *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* tedesca, la *société à responsabilité limitée* francese, la *sociedad de responsabilidad limitada* spagnola (così, da ultimo, l'allegato II bis della direttiva 2017/1137/UE, come modificata dalla direttiva 2019/1151/UE). Scopriamo altresì che questi ultimi sono statisticamente prevalenti rispetto agli altri tipi societari, come risulta da una ricognizione relativa ad uno stesso lasso temporale. Così, ad es., in Germania, in base al prospetto elaborato per l'anno 2015 dallo *Statistisches Bundesamt* relativamente alle imprese fiscalmente soggette all'*Umsatzsteuer* – consultabile sul sito [www.destatis.de](http://www.destatis.de) – si apprende che, su un totale di 996.675 società lucrative, le *Ge-*

Nei prossimi paragrafi cercheremo di ricostruire come si configuri il contesto in parola nel periodo qui considerato, sia pure limitandoci, per ragioni di spazio, ad uno sguardo di insieme circa la sua potenziale rilevanza sui singoli profili della disciplina applicabile alla s.r.l.

2. *I vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali.*

– Una prima espressione di rilevanza del quadro internazionale nella nostra materia è relativa alla presenza di ordinamenti sovranazionali e ai vincoli da essi derivanti per il nostro ordinamento.

Sotto questo profilo, occorre ricordare come, in base all'art. 117 Cost, comma 1°, la potestà legislativa statale e regionale, e dunque anche quella che ha come oggetto la disciplina della s.r.l. (necessariamente statale in quanto l'“ordinamento civile”, di cui anche la suddetta disciplina fa parte, viene incluso dall'art. 117, comma 2°, lett. l, Cost. fra le materie su cui lo Stato ha “legislazione esclusiva”), debba esercitarsi nel rispetto, oltre che, ovviamente, della Costituzione, anche “dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali”.

Di particolare rilievo sono, nella nostra materia, i vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario, rappresentati non solo dal diritto primario contenuto nei Trattati europei (si consideri, ad esempio, l'art. 49 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea circa l'aspetto della libertà di stabilimento che si esprime, più specificamente, nella “costituzione” e nella “gestione” di società ai sensi dell'art. 54, comma 2°, del medesimo TFUE, cioè, fra le altre, di non meglio precisate “società di diritto civile o di diritto commerciale”, cui anche la nostra s.r.l. certamente appartiene)<sup>4</sup>, ma altresì, e soprat-

---

*sellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH)* ammontano a 528.038 unità, pari al 52,97%, contro le 432.820 *Personengesellschaften* e le 7.732 *Aktiengesellschaften*. Per la Francia v. i dati elaborati dall'*Institut national de la statistique et des études économiques* sulla base del *Répertoire des entreprises et des établissements*, consultabili sul sito [www.insee.fr](http://www.insee.fr), secondo cui, al 31 dicembre 2015, delle 2.173.841 imprese aventi la qualità di *personnes morales*, ben 1.539.435, pari al 70,81% erano costituite da *sociétés à responsabilité limitée*. In Spagna, infine, in base ai dati pubblicati dal *Directorio central de empresas (DIRCE)*, reperibili sul sito [www.idescat.cat](http://www.idescat.cat), risulta che, nel 2015, delle 1.559.940 imprese diverse da quelle individuali, ben 1.146.131, pari al 73,47%, sono rappresentate da *Sociedades limitadas*, contro le 89.392 *Sociedades anónimas* e le 324.417 *Otras formas*, fra cui anche le società di persone.

All'interno dei confini geografici europei, anche se fuori, recentemente, dall'Europa comunitaria, occorre considerare, per la sua importanza, il Regno Unito, secondo i cui *Business Population Estimates for the UK and Regions 2016* del *Department for Business, Energy & Industrial Strategy*, consultabili sul sito [www.bis.gov.uk](http://www.bis.gov.uk), le 2.221.000 imprese collettive operanti settore privato all'inizio del 2016 risultano costituite da 421.000 *ordinary partnerships* e da 1.800.000 *companies*, pari all'81%: dato quest'ultimo che va disaggregato considerando che, in base ad una statistica ufficiale sulle società registrate alla *Companies House*, reperibile sul sito [www.gov.uk](http://www.gov.uk), il 92,7% dei tipi incorporati è costituito da *private companies*, vale a dire dalla figura più da vicino assimilabile alla nostra s.r.l. (circa il potenziale impatto della recente fuoruscita del Regno Unito dall'Unione europea in materia societaria v. M. MIGALDI, *Brexit e diritto societario europeo: analisi prospettica delle possibili conseguenze*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 1047 ss.).

Fuori dall'Europa geografica, un posto di assoluto rilievo va assegnato agli Stati Uniti, dove, ad es., nello Stato che registra il più numeroso tasso di iscrizioni societarie, vale a dire nel *Delaware*, risulta dall'*Annual Report Statistics della locale Division of Corporations* che, delle 249.247 nuove entità costituitesi nel 2020, ben 180.376, pari al 72,31%, sono rappresentate da *Limited liability companies*, vale a dire dalla forma locale che, insieme con la meno numerosa *Close Corporation*, appare più prossima alla s.r.l. italiana.

<sup>4</sup> Il diritto primario va ovviamente individuato in base non solo alle fonti normative che lo contengono, ma anche all'interpretazione che di queste ultime fornisce l'organo a ciò precipuamente abilitato ai sensi

tutto, da quello derivato e a formazione progressiva avente fonte negli atti giuridici vincolanti dell'Unione di cui all'art. 288 TFUE: vale a dire, da un lato, nei regolamenti, direttamente applicabili in ciascuno degli Stati membri, e, dall'altro lato, nelle direttive, obbligatorie per gli Stati membri cui sono rivolte<sup>5</sup>.

Tra gli atti comunitari vincolanti in materia societaria (la cui ricognizione è oggi facilitata da un sempre più esteso processo di consolidazione, soprattutto con riferimento alle direttive)<sup>6</sup>, non pochi investono espressamente la nostra s.r.l., come risulta dall'inseri-

---

degli artt. 251 ss. dello stesso TFUE, vale a dire la Corte di Giustizia dell'Unione europea. Vale in proposito la pena di sottolineare l'incidenza che la giurisprudenza dell'organo in parola ha prodotto nel tempo proprio in materia societaria allorché il medesimo, a partire dal celebre caso *Centros* del 1999 per arrivare fino ai nostri giorni, ha interpretato l'attuale art. 49 (in comb. disp. con l'art. 54, comma 1°) TFUE sulla libertà di stabilimento nel senso che sia possibile, per una società costituita in uno degli Stati membri, svolgere la propria attività in un altro Stato membro rimanendo esposta alle regole dello Stato di costituzione anziché a quello di insediamento, con ciò vanificando, sia pure limitatamente ai Paesi membri dell'Unione europea, le norme di diritto internazionale privato che espongono la società straniera alla disciplina del luogo della sede effettiva, come avviene parzialmente anche in Italia, dove l'art. 25, comma 1°, della l. 31 maggio 1995, n. 218 (recante riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato), dopo aver stabilito nel periodo 1° che le società sono disciplinate dalla legge dello Stato nel cui territorio risulta perfezionato il procedimento di costituzione, ridimensiona subito dopo drasticamente tale criterio statuendo nel periodo 2° che "si applica, tuttavia, la legge italiana se la sede dell'amministrazione è situata in Italia, ovvero se in Italia si trova l'oggetto principale" della società. Tra i momenti emblematici in cui si è espressa la ricordata giurisprudenza della Corte del Lussemburgo vanno ricordate le sentenze nelle quali sono state giudicate contrastanti con la libertà di stabilimento scelte nazionali come quelle, rispettivamente: della Danimarca che ha considerato abusivo il collocamento sul proprio territorio della sede secondaria di una società costituita in Inghilterra pur senza svolgere in quest'ultima alcuna attività (9 marzo del 1999: caso *Centros*); della Germania che ha ritenuto priva di capacità giuridica nel proprio territorio la società olandese che vi insedi la propria sede effettiva (5 novembre 2002: caso *Überseering*); dell'Olanda che ha sottoposto a vicoli aggiuntivi rispetto alle proprie società nazionali una società inglese operante esclusivamente in Olanda (30 settembre 2003: caso *Inspire Art*); della Germania che ha escluso l'iscrizione nei propri registri della fusione per incorporazione con una società lussemburghese in quanto la legge tedesca ammetterebbe solo fusioni interne (13 dicembre 2005: caso *Sevic*); dell'Ungheria che ha negato la trasferibilità nel proprio territorio della sede legale di una società italiana (con trasformazione nell'equivalente tipo ungherese), in quanto le locali disposizioni in materia di trasformazione si applicano esclusivamente a società già di diritto ungherese (12 luglio 2012, caso *Vale*); della Polonia che non ha consentito di cancellare dal registro delle imprese nazionale una società polacca avente effettuato il trasferimento della propria sede legale in Lussemburgo (con conseguente soggezione al diritto lussemburghese) senza previo scioglimento e messa in liquidazione della medesima società (21 ottobre 2017: caso *Polbud*). Sui provvedimenti di cui sopra v. le aggiornate esposizioni di E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di E. PEDERZINI, IV ed., Torino, 2020, 99 ss., e di A. VICARI, *European Company Law*, Berlin/Boston, 2021, 21 ss.

<sup>5</sup> Con particolare riferimento a quelle che risultano emanate, in forza dell'art. 50, comma 1°, del Trattato, per realizzare la libertà di stabilimento in una determinata attività, e, ancora più specificamente, a quelle che, in base al comma 2°, lett. g), del medesimo art. 50, coordinano in tale prospettiva, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste negli Stati membri alle società di cui all'art. 54, comma 2°, per proteggere l'interesse tanto dei soci come dei terzi (sulle quali v., da ultimo, l'esautistica ed aggiornata esposizione di M. RONDINELLI, *L'armonizzazione nel diritto delle società: evoluzione e prospettive*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di E. PEDERZINI, IV ed., Torino, 2020, 43 ss.). La differenza fra regolamenti e direttive sotto il profilo dell'incidenza sui diritti nazionali non va peraltro sopravvalutata giacché, quando pure si ritenesse che le direttive, diversamente dai regolamenti, non siano in linea di principio idonee a fondare diritti tra privati in quanto esclusivamente rivolte agli Stati tenuti ad attuarle, è ormai *ius receptum* che anch'esse facciano parte di quei "principi dell'ordinamento delle Comunità europee" alla luce dei quali vanno interpretate le disposizioni interne regolanti le materie in esse rientranti (sul principio per cui le norme nazionali armonizzate vanno interpretate nel senso più fedele al testo della direttiva v. l'efficace sintesi di P. MONTALENTI, *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017, 130).

<sup>6</sup> L'esempio più recente e significativo è rappresentato dalla direttiva 2017/1132/UE, relativa ad "alcuni

mento di quest'ultima negli elenchi delle tipologie di imprese da essi interessate.

Alcuni lo fanno congiuntamente ad altri tipi societari, in particolare alla nostra s.p.a. (e alla nostra s.a.p.a.). Così, ad esempio, la direttiva 2017/1132/UE, relativa ad “alcuni aspetti di diritto societario” (come modificata dalle direttive 2019/1151/UE e 2019/2121/UE), a mente della quale le norme riguardanti la nullità delle società di capitali e la validità dei relativi obblighi (art. 7), le procedure *on line* (art. 13), la pubblicità di atti e indicazioni concernenti le succursali (artt. 29 e 36), le trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere di società di capitali (rispettivamente, art. 86-ter; art. 119, par. 1, lett. a; art. 160-ter, punto 1), si applicano ai tipi societari nazionali di cui all'allegato II, comprensivo appunto, per l'Italia, della società per azioni, della società in accomandita per azioni e della società a responsabilità limitata. Così ancora, a titolo di ulteriore esempio, la direttiva 2013/34/UE, relativa ai bilanci d'esercizio, bilanci consolidati, ecc. di alcune tipologie di impresa, il cui art. 1 dispone che le misure di coordinamento previste dalla direttiva si applicano in ogni caso ai tipi societari degli Stati membri elencati nell'allegato I, vale a dire ancora una volta, per l'Italia, alla società per azioni, alla società in accomandita per azioni e alla società a responsabilità limitata.

Altri atti intervengono solamente sulla s.r.l. Tra di essi vale la pena di citare la direttiva 2009/102/CE (che ricodifica la XII direttiva in materia societaria 1989/667/CEE), relativa alla società a responsabilità con un unico socio, il cui art. 1 dispone che le misure di coordinamento previste dalla direttiva si applicano alle forme societarie di cui all'allegato I, vale a dire, per l'Italia, alla società a responsabilità limitata. Si pensi, ancora, alla direttiva 2017/1132/UE relativa ad alcuni aspetti di diritto societario, nella parte (come modificata dalla direttiva 2019/1151/UE concernente l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario) in cui i Paesi membri sono vincolati a consentire l'integrale costituzione *on line* della società, e a mettere a disposizione i corrispondenti modelli, solo per i tipi di società di cui all'allegato II-bis, vale a dire appunto, riguardo al nostro ordinamento, per la s.r.l.<sup>7</sup>

---

aspetti di diritto societario” (come modificata ora, tra l'altro, dalle direttive 2019/1151/UE, per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, e 2019/2121/UE per quanto riguarda le modificazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere), la quale, sulla scorta del primo considerando che, in presenza di non poche precedenti direttive appesantite nel tempo da varie e sostanziali modifiche, considera “opportuno procedere alla loro codificazione” “a fini di chiarezza e razionalizzazione”, stabilisce a tal fine una serie nutrita di misure aventi ad oggetto, come sintetizza l'art. 1: a) il coordinamento delle garanzie che, a tutela degli interessi dei soci e dei terzi, sono richiesti dagli Stati membri alle società, ai sensi dell'art. 54, comma 2°, del Trattato, per quanto riguarda la costituzione di società per azioni nonché la salvaguardia e le modifiche del capitale delle stesse per rendere siffatte garanzie equivalenti; 2) il coordinamento delle garanzie che, a tutela degli interessi dei soci e dei terzi, sono richiesti dagli Stati membri alle società, ai sensi dell'art. 54, comma 2°, del Trattato, per quanto riguarda la pubblicità, la validità degli obblighi di tali società, nonché la nullità delle società per azioni e delle società a responsabilità limitata, per rendere siffatte garanzie equivalenti per rendere siffatte garanzie equivalenti; 3) le norme in materia di costituzione *on line* delle società, di registrazione *on line* delle succursali e di presentazione *on line* di documenti e informazioni *on line* da parte delle società e delle loro succursali; 4) la pubblicità delle succursali create in uno Stato membro da alcuni tipi di società soggette al diritto di un altro Stato membro; 5) le fusioni delle società per azioni; 6) trasformazioni transfrontaliere, fusioni transfrontaliere e scissioni transfrontaliere delle società di capitali; 7) le scissioni di società per azioni. Tale concentrazione rappresenta una risposta operativa alla risoluzione del Parlamento europeo del 14 giugno 2012 sul futuro del diritto societario europeo (in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 15 novembre 2013), il cui punto 10 caldeggia la codificazione, ad opera della Commissione, del diritto societario dell'Unione europea onde garantire un insieme di disposizioni facilmente comprensibili e assicurare la coerenza del diritto in parola, sia pure proponendo, come primo passo di tale codificazione, un raggruppamento per categorie delle attuali direttive.

<sup>7</sup>La contemplazione esclusiva della s.r.l. si trova anche in altri documenti comunitari che sono rimasti



Agli atti elencati nei due capoversi precedenti, entrambi riguardanti (anche o solamente) la s.r.l. si contrappongono altri che coinvolgono la sola s.p.a. Si pensi, ancora una volta, alla direttiva 2017/1132/UE relativa ad alcuni aspetti di diritto societario (come modificata dalle direttive 2019/1151/UE e 2019/2121/UE), le cui norme in materia di salvaguardia e modificazioni del capitale (in sostituzione della direttiva 2012/30/CE), di fusioni domestiche (in sostituzione della direttiva 1978/855/CEE) e di scissioni domestiche (in sostituzione della direttiva 1982/891/CEE), si applicano, in base, rispettivamente, agli artt. 44, 87 e 135, ai tipi societari degli Stati membri elencati nell'allegato I, vale a dire, appunto, per l'Italia, alla società per azioni<sup>8</sup>.

Dal quadro appena tracciato emerge come l'azione di coordinamento svolta dalle direttive comunitarie in materia societaria induca nell'ordinamento dei vari Stati membri riguardante i tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. un tasso di rigore relativamente inferiore rispetto a quello riservato ai tipi corrispondenti alla nostra s.p.a.<sup>9</sup> Lo si desume, diret-

---

tuttavia a livello di mera prospettazione. Il riferimento è, ordine cronologico, alla proposta della Commissione, per un regolamento sullo Statuto di una Società privata europea (*Societas privata europaea*, o SPE), formulata nel 2008 e ritirata nel 2014 (sulla quale v. P. SANTELLA, *La società privata europea*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. FERRI JR.-M. STELLA RICHTER JR., Milano, 2010, 289 ss.), nonché alla proposta, sempre della Commissione, per una direttiva su una Società europea a responsabilità limitata con un unico socio (*Societas unius personae*, o SUP), formulata nel 2014 ed essa pure ritirata nel corso del 2018 (sulla quale v. A. BARTOLACELLI, *La Societas unius personae [SUP]: verso un nuovo modello societario unipersonale europeo?*, in *NLCC*, 2016, 601 ss., e R. GUIDOTTI, *Il progetto di Societas unius personae [Single Member Private Liability Company]*, in *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di E. PEDERZINI, III ed., Torino, 2016, 215 ss.). In base all'art. 4 della prima, infatti, la SPE è disciplinata, per quanto non espressamente previsto nel regolamento, dalla normativa che si applica alle società nazionali a responsabilità limitata "aventi carattere chiuso" nello Stato membro in cui la SPE ha la sede legale (e dunque, in Italia, nei limiti in cui opera l'art. 2468, comma 1°, c.c., dalla normativa in materia di s.r.l.); in base all'art. 1 della seconda, le misure di coordinamento previste dalla direttiva SUP si applicano alle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri relative ai tipi di società di cui all'allegato I della medesima direttiva (il quale comprende appunto, per l'Italia, la sola s.r.l.).

<sup>8</sup>La contemplazione esclusiva della s.p.a. si trova anche in altri documenti comunitari che sono rimasti tuttavia a livello di mera prospettazione. Si pensi alla proposta di V direttiva CEE in materia societaria (reperibile in G.U.C.E. n. 131 del 13 dicembre 1972) riguardante la struttura delle società per azioni e nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi.

<sup>9</sup>Dico "relativamente" perché tale minor rigore non si risolve mai in un completo smantellamento di ogni garanzia, soprattutto per i terzi (come abbiamo visto accadere, ad es. con l'art. 7 della direttiva 2017/1132/UE, relativa ad "alcuni aspetti di diritto societario", a mente del quale le norme riguardanti la nullità delle società di capitali e la validità dei relativi obblighi si applicano ai tipi societari corrispondenti sia alla nostra s.p.a. che alla nostra s.r.l.), traducendosi, semmai, in una diversa formulazione della garanzia medesima. Così, ad es., la possibilità per gli Stati membri di consentire che la costituzione interamente *on line* di una s.r.l. avvenga in assenza di atto pubblico, in deroga all'art. 10 della direttiva 2017/1132/UE, è prevista dall'art. 13-*nonies* della medesima direttiva (come inserito dalla direttiva 2019/1151/UE) solo a patto che il richiedente l'iscrizione nel registro delle imprese utilizzi i modelli di cui al par. 1 in conformità alle norme di cui al par. 4, lett. a), dell'articolo precedente, vale a dire in osservanza delle procedure, quali esse siano, eventualmente previste dagli Stati membri "per garantire la legittimità degli atti costitutivi della società". Lo stesso può dirsi della proposta di direttiva, formulata nel 2014, relativamente all'introduzione in ogni Stato membro della *Societas unius personae* (o SUP): società in cui il capitale sociale può essere bensì anche di un solo euro (art. 16), ma in cui però non può effettuarsi alcuna distribuzione al socio unico se, alla data di chiusura dell'ultimo esercizio, l'attivo netto risultante dai conti annuali della medesima società è, o a seguito di tale distribuzione sarebbe, inferiore al capitale sociale più le riserve che non possono essere distribuite conformemente all'atto costitutivo, o comunque se tale distribuzione comporta che la società non sia in grado di pagare i propri debiti in scadenza dopo la distribuzione (tale soluzione, alternativa rispetto alle tradizionali regole del capitale, era già presente nella citata proposta del 2008 per un regolamento sullo Statuto di una Società privata europea, nella cui relazione si legge che la previsione del capitale

tamente, dalle ipotesi in cui l'adozione di certe misure di agevolazione da parte degli Stati membri, pur essendo astrattamente possibile anche per la s.p.a., risulta addirittura imposta per la s.r.l., come avviene ad esempio, con riferimento alla costituzione ad opera di un solo socio di cui alla direttiva 2009/102/CE, o alla costituzione interamente *on line*, sulla scorta di appositi modelli standard, di cui alla direttiva 2017/1132/UE (come modificata dalla direttiva 2019/1151/UE). Lo si desume anche, indirettamente, dalle ipotesi in cui, viceversa, l'adozione di certe misure restrittive da parte degli Stati membri, pur essendo astrattamente possibile anche per la s.r.l., risulta imposta a livello di direttiva per la sola s.p.a., come avviene, ad esempio, circa i vincoli in materia di salvaguardia e modificazioni del capitale sociale, nonché in materia di fusioni e scissioni domestiche, di cui alla direttiva 2017/1132/UE, con la conseguente possibilità, per i medesimi Stati membri, di non adottare i suddetti vincoli, o di adottarli in misura meno stringente, riguardo alla s.r.l.

Per comprendere il suddetto minor rigore che caratterizza l'azione di armonizzazione esercitata dall'ordinamento comunitario sulle discipline nazionali riguardanti i tipi corrispondenti alla nostra s.r.l., occorre a mio avviso partire da una premessa, quella cioè per cui, nei "considerando" di molte direttive che prevedono regimi agevolativi in materia societaria, tali agevolazioni vengono ricondotte ad un particolare *favor* nei confronti delle imprese di dimensioni minori (così i considerando primo e decimo della direttiva 2013/34/UE su alcune semplificazioni in materia di bilanci delle piccole e medie imprese; ottavo della direttiva 2019/1151/UE sulla costituzione *on line* delle società; settimo della direttiva 2019/2121/UE su trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere; terzo della direttiva 1989/667/CEE sulla società con unico socio (ora sostituita dalla direttiva 2009/102/CE): *favor* il quale ispira da tempo la politica comunitaria, non solo già fin dal Trattato istitutivo, ma anche lungo il corso della sua successiva implementazione<sup>10</sup>. Orbene, quanto alla traduzione in atti di tale *favor* da parte delle direttive

---

minimo anche di un solo euro si discosta dall'approccio tradizionale che considera la fissazione di un requisito patrimoniale elevato come un mezzo di tutela dei creditori, in quanto risulta da molti studi che al giorno d'oggi i creditori tengono conto di aspetti diversi dal capitale, ad esempio i flussi finanziari, che sono più efficaci per misurare la solvibilità).

<sup>10</sup> Il fenomeno delle piccole e medie imprese assume in Europa dimensioni assai rilevanti: risulta infatti da un documento recente (voce *Piccole e medie imprese* redatta per le *Note tematiche sull'Unione europea* dell'ottobre 2021, in [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)) che le PMI costituiscono il 99% delle imprese appartenenti alla UE, forniscono due terzi dei posti di lavoro nel settore privato e realizzano un valore aggiunto pari al 58,1% del totale. L'attenzione dell'ordinamento comunitario a tale fenomeno si manifesta già a livello di normativa primaria, vale a dire, ora, nel Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea o TFUE (cioè nel c.d. Trattato di Lisbona, che sostituisce dal 2008 il Trattato CE, sostitutivo a sua volta del Trattato CEE in vigore dal 1958), il cui art. 173, comma 1°, stabilisce che l'azione dell'Unione e degli Stati membri è intesa, tra l'altro, a promuovere un ambiente favorevole allo sviluppo delle imprese di tutta l'Unione, "segnatamente delle piccole e medie imprese". Quanto all'attuazione di simile principio, basti considerare, all'interno di un quadro ininterrotto di iniziative (sul quale v. recentemente, per un rapido ragguaglio, la citata voce *Piccole e medie imprese*), la Comunicazione della Commissione n. 394 del 2008 (oggetto di revisione nel 2011), la quale, pur priva di valore vincolante, disegna il quadro fondamentale di una "corsia preferenziale per la piccola impresa" (c.d. *Small Business Act* per l'Europa) in 10 punti: un programma, cioè, di interventi il cui scopo fondamentale è quello di eliminare i deficit., in termini di accesso al credito, informazione e oneri burocratici, che intralciano le PMI in misura superiore rispetto alle grandi e, più in generale, di indurre sia il legislatore comunitario che quello nazionale a "pensare anzitutto in piccolo", vale a dire a tener conto delle caratteristiche delle PMI quando dettano nuove norme o modificano il contesto normativo esistente (simile giustificazione del *favor* per le PMI risulta accolta anche dai documenti comunitari vincolanti, come, recentemente, la direttiva 2019/1023/UE sulla ristrutturazione e sull'insolvenza, il cui

ve di cui sopra, è vero che essa viene talora operata in termini transtipici (come accade nella direttiva 2013/34/UE, dove le semplificazioni in materia di bilanci delle imprese minori vengono previste indipendentemente dalla costituzione di queste ultime in forma di s.p.a. o di s.r.l.); è però altrettanto vero che, prevalentemente, la dichiarata volontà di agevolare nascita e funzionamento delle PMI si materializza, da un lato, nella destinazione delle misure di maggior rigore (come ad esempio le stringenti norme in materia di capitale sociale) ai tipi corrispondenti alla nostra s.p.a., in quanto percepiti dal legislatore comunitario come le forme elettive, anche se non esclusive, delle imprese di dimensioni più rilevanti, e dall'altro, invece, nell'esenzione da tale rigore per i rispettivi tipi corrispondenti alla nostra s.r.l., evidentemente percepiti dal legislatore comunitario come le forme elettive, benché non esclusive, della piccola e media impresa esercitata in regime di responsabilità limitata dei soci<sup>11</sup> (anche se i legislatori nazionali vengono lasciati liberi di estendere pure a queste ultime il suddetto rigore)<sup>12</sup>.

---

diciassettesimo “considerando”, premesso che le PMI, rappresentanti il 99% di tutte le imprese nell'Unione, hanno maggiore probabilità di essere liquidate invece di essere ristrutturate poiché devono sostenere costi proporzionalmente di gran lunga più elevati rispetto a quelli sostenuti dalle società di maggiori dimensioni, ritiene necessaria l'adozione di misure volte ad aiutare tali imprese a ristrutturarsi a basso costo, onde tener conto, appunto, delle più limitate risorse a loro disposizione). Circa la rilevanza del diritto societario per l'attuazione delle politiche di agevolazione a favore delle piccole e medie imprese v. la risoluzione del Parlamento europeo del 14 giugno 2012 sul futuro del diritto societario europeo (in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 15 novembre 2013), secondo il cui “considerando” C un quadro normativo di facile impiego incoraggerebbe le imprese, “in particolare quelle di piccole e medie dimensioni (PMI)” ad avvalersi delle opportunità offerte dal mercato interno.

<sup>11</sup> Tale duplice percezione emerge a livello comunitario, sotto il primo profilo, dalla direttiva 2017/1132/UE, dove gli artt. 44, 87 e 136 che riservano ai soli tipi azionari le rigide norme dell'Unione in materia, rispettivamente, di salvaguardia del capitale sociale, di fusioni e di scissioni domestiche trovano spiegazione nel secondo “considerando”, a mente del quale il coordinamento delle norme nazionali previsto dall'art. 50 TFUE “riveste particolare importanza segnatamente per le società per azioni, in quanto l'attività di queste società è predominante nell'economia degli Stati membri e supera spesso i confini nazionali”, e, sotto il secondo profilo, dal Report 2011 del *Reflection Group on the Future of EU Company Law* (istituito dalla Commissione europea nel 2010), dove, nel par. 3.3.2 intitolato *Small and medium sized enterprises (SME)*, l'affermazione secondo cui, nonostante l'estrema varietà delle soluzioni nazionali, la forma societaria più largamente usata per dar veste ad una piccola o media impresa risulta essere quella dei tipi nazionali corrispondenti alla nostra s.r.l. Simile tendenza trova del resto riscontro a livello empirico nei dati statistici, dai quali si desume che, nelle maggiori economie della UE, la stragrande maggioranza delle piccole e medie imprese societarie è costituita nelle forme locali corrispondenti, appunto, alla nostra s.r.l. (così ad esempio in Germania, dove nel 2015 – secondo una indagine sulle piccole e medie imprese reperibile al sito [www.ifm-bonn.org](http://www.ifm-bonn.org) – le *Kapitalgesellschaften*, costituite per la quasi totalità da *GmbH*, risultano registrate in numero di 678.981, contro le 384.900 *Personengesellschaften*; in Spagna, dove, sempre nel 2015, in base ad un prospetto reperibile al sito [www.ipyme.org](http://www.ipyme.org), ben 1.149.846 piccole e medie imprese risultano costituite in forma di *Sociedad de responsabilidad limitada*, contro le 83.266 *Sociedades anónimas* e le 178.748 *Otras formas*, fra cui anche società di persone; in Inghilterra, dove emerge dallo *Small business survey* leggibile al sito [www.gov.uk](http://www.gov.uk), che, nel 2014, le *Private companies* rappresentano addirittura il 66% di tutte le piccole e medie imprese, contro il 10% delle *Partnerships* e l'1% delle *Public companies*). Si tratta di dati, del resto, che trovano ampio riscontro anche nella realtà operativa italiana, riguardo alla quale si apprende, elaborando le statistiche fornite dall'ISTAT nel 2019 relativamente all'anno 2017 (v.le sul sito [www.istat.it](http://www.istat.it)), che, su 1.555.638 società lucrative aventi dimensione di PMI secondo la classificazione europea, ben 884.711, pari al 56,87%, risultano costituite in forma di s.r.l., contro le 645.453 società di persone, pari al 41,49% e le 25.474 s.p.a., pari al 1,63%.

<sup>12</sup> V. il paragrafo citato alla nt. prec. del Report 2011 del *Reflection Group on the Future of EU Company Law*, dove l'affermazione secondo cui, in alcuni Stati membri, regole imposte dallo stesso ordinamento comunitario per i soli tipi corrispondenti alla nostra s.p.a. (v., ad es., la seconda direttiva CEE, ora rifiuta nella direttiva 2017/1132/UE) sono state in parte estese anche ai tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. (come

Si ha peraltro l'impressione che la destinazione pressoché esclusiva dei tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. a dar forma ad una PMI non basti da sola a spiegare il minor rigore ad essi dedicato in quanto tali dall'ordinamento comunitario rispetto ai tipi corrispondenti alla nostra s.p.a., giacché, essendovi comunque anche PMI in forma di s.p.a., il medesimo minor rigore dovrebbe applicarsi anche ad esse: il che è avvenuto sì nel caso della direttiva 2013/34/UE, dove le semplificazioni in materia di bilanci delle imprese di più ridotte dimensioni vengono previste indipendentemente dalla costituzione di queste ultime in forma di s.p.a. o di s.r.l., ma non nel caso di altre direttive, dove le misure di agevolazione ivi contemplate vengono riservate alla sola s.r.l.

Occorrerebbe dunque qualche elemento ulteriore a supporto della suddetta spiegazione.

Uno spunto in tal senso è fornito dagli stessi documenti ufficiali comunitari, in particolare dalla già citata Comunicazione 2008/394 della Commissione europea al Consiglio e al Parlamento europei, dedicata alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la piccola impresa (un "*Small Business Act*" per l'Europa), laddove viene caldeggiata tra l'altro, in funzione di tale ricerca, l'adozione di un regolamento che "definisce lo statuto della "Società privata europea". Orbene, nel tentativo di dare attuazione a tale auspicio, la stessa Commissione, nella pure già citata proposta del 25 giugno 2008 (ritirata nel 2014) relativa, appunto, al regolamento per uno statuto della società privata europea (SPE), intesa come un tipo sovranazionale di società con responsabilità limitata dei soci caratterizzato, rispetto alla società per azioni europea (SE), da una struttura estremamente semplificata ed elastica, dopo aver premesso in sede di relazione (punto 2) che la nuova forma era sì destinata a rafforzare la competitività delle PMI ma poteva "giovare anche ad imprese più grandi e a gruppi", chiarisce altrove (terzo considerando) che alla possibilità per i soci di beneficiare del suddetto grado elevato di flessibilità nell'organizzazione degli affari interni della società deve corrispondere il carattere "privato", vale a dire "chiuso" di tale società, nel senso che le quote di quest'ultima "non possono essere offerte al pubblico o negoziate nel mercato dei capitali, inclusa l'ammissione alla negoziazione o la quotazione in mercati regolamentati".

A ciò si aggiunga la precisazione di cui all'art. 4, secondo il quale, per le questioni non disciplinate dagli articoli del regolamento o dall'atto costitutivo, la SPE è regolata dalla normativa che si applica alle "società a responsabilità limitata a carattere chiuso" nello Stato membro in cui la SPE ha la sede legale: società per la cui identificazione un successivo documento, vale a dire il testo di compromesso della Presidenza del Consiglio europeo contenente una proposta riveduta del suddetto regolamento relativo alla SPE<sup>13</sup>, rinviava all'allegato II della medesima proposta, vale a dire ad un nutrito elenco di tipi nazionali come ad esempio la *GmbH* tedesca, la *sociedad de responsabilidad li-*

---

ha fatto il legislatore italiano con riferimento ad alcune regole del capitale), producendo a danno di questi ultimi un vero e proprio sovraccarico normativo, del tutto eccedente le esigenze delle PMI: inconveniente al quale aveva inteso ovviare la già citata proposta della Commissione europea (presentata nel 2008 e ritirata nel 2014) per un regolamento volto a definire lo statuto della "Società privata europea (SPE)", cioè di un tipo societario sovranazionale caratterizzato, per un verso, dalla impossibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio, e, per l'altro verso, da un'estrema semplicità sul terreno sia patrimoniale (possibilità di costituirsi con un capitale anche di un solo euro) che organizzativo (possibilità, per i soci, di essere investiti statutariamente dei più ampi poteri, anche gestori).

<sup>13</sup> Reperibile al sito [www.senato.it](http://www.senato.it).

*mitada* spagnola e la nostra stessa s.r.l., ritenuti evidentemente dal legislatore comunitario come aventi carattere chiuso<sup>14</sup>.

3. *I modelli transnazionali non vincolanti.* – L’influenza del contesto internazionale sugli ordinamenti dei singoli Paesi riguardo ai tipi corrispondenti alla nostra s.r.l., e nella direzione, in particolare, di un grado di semplificazione e flessibilizzazione più elevato rispetto a quello dei tipi corrispondenti alla nostra s.p.a., potrebbe prodursi, anche se di mero fatto, attraverso l’adesione spontanea dei suddetti ordinamenti a modelli transnazionali non vincolanti messi a disposizione da gruppi privati di esperti o da vere e proprie istituzioni.

La prima ipotesi è rappresentata dal *European Model Company Act (EMCA)*, elaborato, ad opera di un gruppo di esperti provenienti da diversi Paesi membri dell’Unione europea sulla falsariga del *Model Business Corporation Act* statunitense e pubblicato nel 2017, in forma di documento costituito, oltre che da una serie di articoli, anche da copiosi commenti ai medesimi<sup>15</sup>.

Simile documento, pur rappresentando un testo unitario dedicato onnicomprensivamente alle *companies* (s. 1.01), vale a dire alle società con personalità giuridica e responsabilità limitata dei soci (ss. 1.02 e 1.04), mantiene ferma la distinzione fra *public companies* e *private companies* basata sulla possibilità o meno che le rispettive quote siano offerte al pubblico, stabilendo che le norme contenute nello stesso si applicano bensì ad entrambe, ma solo se non è diversamente disposto (s. 1.03).

Ebbene, tali diverse disposizioni esistono e, benché tutte le norme del documento siano volte a realizzare gli obiettivi della semplificazione della disciplina, della sua flessibilità e della riduzione degli *agency* e *transaction costs* (6-7), si traducono sistematicamente in una accentuazione degli obiettivi in parola con riferimento alle *private companies*. La *ratio* di simile comportamento è riconducibile al criterio posto dall’*EMCA* alla base della *summa divisio* fra le società da esso interessate: criterio che è costituito – come si diceva – non già dalle dimensioni più o meno rilevanti dell’impresa ma dalla possibilità o meno di offerta al pubblico delle quote (anche se, statisti-

<sup>14</sup> Che, all’interno degli Stati membri dell’Unione europea, la differenza fra i tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. e quelli corrispondenti alla nostra s.p.a. vada ricercata non già nelle minori o maggiori dimensioni dell’impresa, ma nella chiusura o apertura al mercato è affermato, tra gli altri, da A. VICARI, *European Company Law*, cit., 2, anche se tale visione non corrisponde esattamente all’intera realtà, quantomeno italiana, attesa la disposizione dell’art. 100-ter, comma 1-bis, t.u.f. secondo cui le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l. possono essere oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

<sup>15</sup> Su tale documento, sempre più frequentemente richiamato (per ultimo, da M. RONDINELLI, *L’armonizzazione nel diritto delle società: evoluzione e prospettive*, cit., 94, nonché da E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell’interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti*, cit., 154), v., più in particolare, A. BARTOLACELLI, *Il progetto per un European Model Company Act (EMCA)*, in *Il diritto societario europeo e internazionale*, diretto da M.V. BENEDETTELLI-M. LAMANDINI, Utet, 2016, 689 ss.), dove la sottolineatura circa, fra l’altro, la sua promanazione non dalle Istituzioni europee ma da un’iniziativa privata di esperti (692 ss.), la volontarietà della sua adozione (696 ss.) ed il suo ambito geografico di riferimento (698 ss.). Si sofferma a più riprese sull’*EMCA* A. VICARI, *European Company Law*, cit., il quale, dopo aver indicato in esso uno degli strumenti di “soft harmonization” del diritto comunitario europeo in materia societaria, insieme alle raccomandazioni dell’Unione (27 ss.), ne sottolinea sistematicamente il potenziale apporto ad ogni singolo istituto del suddetto diritto comunitario (*passim*), con particolare riferimento alle *private companies* (291 ss.).

camente, vi può essere sovrapposizione fra i due criteri, in quanto, se è vero che le *private companies* sono prevalentemente piccole e medie imprese, è altrettanto vero che vi sono piccole e medie imprese anche fra le *public companies* e grandi imprese fra le *private companies*: con la conseguenza che la compagine sociale delle *private companies*, piccole o grandi che siano, non potendo essere reclutata attraverso appello al pubblico risparmio, risulta normalmente composta di pochi soci, per giunta estranei alla separazione fra proprietà e controllo tipica delle *public companies* e dunque meno bisognosi, rispetto a quanto accade in queste ultime, di interventi di eterotutela da parte del legislatore (14, 24, 26 s.).

Come esempio di rilassamento apportato dall'*EMCA* alla disciplina delle *private companies* si può addurre, sul terreno patrimoniale, la s. 2.07, la quale, dopo aver stabilito che le *public companies* devono avere un capitale di almeno 25.000 euro (o l'equivalente in qualsiasi altra divisa), prevede che le *private companies* possano liberamente decidere circa l'ammontare del loro capitale minimo.

Sul terreno organizzativo, si consideri, riguardo alla gestione dell'impresa, la s. 11.01, la quale, dopo aver consentito al legislatore nazionale di prevedere che, nelle *public companies*, l'assemblea possa decidere su materie riguardanti la gestione dell'impresa solo quando sollecitata dall'organo amministrativo, o quando autorizzata dall'atto costitutivo, dispone che nelle *private companies*, invece, la medesima assemblea abbia addirittura di *default* competenza su ogni materia riguardante la società, dunque anche in materia gestoria, e possa in ogni caso impartire direttamente istruzioni agli amministratori (differenze minori sono quelle risultanti dalla s. 8.02 secondo cui le *private companies* possono avere anche un solo amministratore, contro gli almeno tre delle *public companies*, e dalla s. 8.14 a mente della quale, nelle *private companies*, gli amministratori possono essere nominati anche a tempo indeterminato anziché per non più di quattro anni come nelle *public companies*). Quanto al controllo sull'amministrazione, si pensi alla s. 11.24, in base alla quale, ad ogni socio di una *private company*, deve essere offerta l'opportunità, anche tramite un procuratore o un assistente, di "review accounts and company documents and ask questions to the extent necessary for the shareholder to be able to assess the company's financial position or a particular matter".

*Public companies* e *private companies*, peraltro, fanno segnare nell'*EMCA* un deciso riavvicinamento allorché si tratti rapporti con i terzi, in particolare con i creditori, valutati come meritevoli di una tendenzialmente uguale tutela nei due tipi in presenza di un comune presupposto quale la responsabilità limitata dei soci per le obbligazioni sociali: così, ad esempio, si applicano ad entrambe le tipologie gli articoli intitolati alla *creditor protection* in materia di distribuzioni ai soci o a terzi (s. 7.02), nonché di fusioni e scissioni, sia domestiche (ss. 13.13 e 13.57) che transfrontaliere (ss. 13.28 e 13.72).

Il secondo esempio (questa volta istituzionale) di modello transnazionale non vincolante, ma comunque suscettibile di influenzare la disciplina dei singoli ordinamenti nella nostra materia attraverso il suo spontaneo recepimento da parte di questi ultimi, è quello costituito dalla guida legislativa riguardante una *UNCITRAL Limited Liability Organization* (UNLLO), vale a dire il documento, elaborato dall'*UNCITRAL (United Nations Commission on International Trade Law)*, avente ad oggetto una nuova forma di impresa a responsabilità limitata diversa da quelle già adottate nei vari ordinamenti<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Per la versione finale della guida, v. il *Report of the United Nations Commission on International*

Tale forma, concepita prevalentemente – come risulta dall'introduzione al documento – in funzione delle esigenze proprie delle piccole e medie imprese, presenta diversi punti di contatto con il poc'anzi analizzato *EMCA*.

In base, infatti, alle raccomandazioni di cui si compone il testo dell'*UNCITRAL*, i legislatori nazionali dovrebbero prevedere che: l'*UNLLO* è dotato di personalità giuridica (raccomandazione n. 3); nessun membro dell'*UNLLO* è responsabile per le obbligazioni di quest'ultimo per il solo fatto di essere membro (raccomandazione n. 4); non è richiesto un capitale minimo per la formazione dell'*UNLLO* (raccomandazione n. 5); l'*UNLLO* è amministrato in via esclusiva da tutti i suoi membri, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo (raccomandazione n. 14); nessuna distribuzione fra i soci può essere compiuta se, in seguito alla medesima, l'attivo totale dell'*UNLLO* sarebbe inferiore alla somma totale dei suoi debiti, oppure l'*UNLLO* non sarebbe in grado di pagare tali debiti alle rispettive scadenze (raccomandazione n. 23); ciascun membro dell'*UNLLO*, salva diversa disposizione statutaria, può trasferire in tutto o in parte la propria partecipazione solamente qualora gli altri membri, se esistenti, siano d'accordo (raccomandazione n. 25).

Come si vede, anche dal documento ora riassunto emerge, in termini sostanzialmente analoghi rispetto all'*EMCA*, la preferenza degli estensori per una struttura la quale, operando sì in regime di responsabilità limitata ma essendo diretta a soddisfare precipuamente le esigenze delle PMI, sia caratterizzata sul piano finanziario dalla tendenziale chiusura della compagine sociale, sul piano patrimoniale dall'inesistenza di un capitale minimo, e sul piano organizzativo dalla diretta spettanza dell'amministrazione ai soci, anche se a questi ultimi benefici fanno da contrappeso, a tutela dei terzi, le disposizioni restrittive sulle distribuzioni ai soci: caratteristiche le quali trovano peraltro corrispondenza – come si è visto al paragrafo precedente – nella disciplina che non pochi ordinamenti già dedicano alle rispettive forme corrispondenti alla nostra s.r.l.

Altri documenti internazionali privi di efficacia vincolante, pur non pensati con riferimento specifico alle figure corrispondenti alla nostra s.r.l., potrebbero avere un effetto indiretto sulla disciplina di queste ultime a seguito di spontanea adesione ai medesimi da parte dei singoli ordinamenti nazionali.

Si pensi, per esempio, ai modelli, principi e raccomandazioni in materia di regolazione dell'insolvenza contenuti nella *Legislative Guide on Insolvency Law* della già ricordata *UNCITRAL*<sup>17</sup>, in particolare nella parte IV della medesima, pubblicata nel 2013 e dedicata ai doveri degli organi gestori (dunque anche degli amministratori di una s.r.l.) nella fase di pre-insolvenza, come quelli di attenzione e diligenza qualificate previsti dalle Raccomandazioni 255 e 256 della Guida (è significativo che l'art. 1 della l. 19 ottobre 2017, n. 155, contenente delega al Governo per la riforma della disciplina

---

*Trade Law, Fifty-fourth session*, reperibile al sito [undocs.org/en/A/76/17](https://undocs.org/en/A/76/17), dove notizia circa l'approvazione della guida avvenuta in data 8 luglio 2021 e dove *link* al documento relativo. Per un breve ma denso ragguaglio su una precedente versione della guida v. C. MALBERTI, *The Reduction of the Legal Obstacles Faced by MSMEs in the Footsteps of the Previous Attempts at Harmonizing Company Law: will UNCITRAL Reinvent the Role of Harmonization in Company Law*, in *Modernizing International Trade Law to Support Innovation and Sustainable Development* (papers presentati al congresso), Vienna, 2017, 41 ss., reperibile sul sito [www.uncitral.org/pdf/english/congress/17-06783\\_ebook.pdf](https://www.uncitral.org/pdf/english/congress/17-06783_ebook.pdf).

<sup>17</sup> Su tale guida v. A. MAZZONI, *Procedure concorsuali e standards internazionali: norme e principi di fonte Uncitral e Banca Mondiale*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 43 ss.

della crisi d'impresa e dell'insolvenza, inviti il legislatore delegato a tener conto, fra l'altro, anche “dei principi della model law elaborati in materia di insolvenza dalla Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale”: principi nel cui ambito il legislatore deve aver prestato eminente attenzione – come viene opportunamente sottolineato<sup>18</sup> – proprio a quelli organizzativi della parte IV, se è vero che l'art. 14 della suddetta legge delega impegnava il Governo a prevedere a carico dell'imprenditore e degli organi sociali il dovere di istituire assetti organizzativi adeguati per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi ed il recupero della continuità aziendale).

Si pensi, ancora, ad alcuni strumenti a disposizione delle istituzioni comunitarie europee, le quali, ai sensi del citato art. 288 TFUE, si esprimono non solo attraverso atti vincolanti come i regolamenti e le direttive (di cui si è discusso sopra, al par. 2), ma anche attraverso atti non vincolanti come le raccomandazioni ed i pareri, i quali possono essere tuttavia idonei ad esercitare una sorta di *moral suasion* sui legislatori nazionali e sullo stesso legislatore comunitario. Volendoci soffermare in particolare sulle raccomandazioni, e volendo fare solo alcuni esempi, scegliendoli fra quelli più significativi per i temi trattati in queste note e per il grado di rispondenza incontrato nel nostro ordinamento, si pensi alla Raccomandazione 2003/361/CE sui parametri dimensionali delle medie, delle piccole e delle micro imprese, i quali sono stati recepiti in Italia, tra l'altro, dall'art. 4 d.l. 3/2015, convertito in l. 33/2015, che estende alle PMI innovative una serie di eccezioni alla disciplina societaria, proprio soprattutto in materia di s.r.l., prima pensate solo per le imprese *start-up* innovative. Si pensi, ancora, alla Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, effettuata nel 2008 e oggetto di revisione nel 2011, intitolata “Una corsia preferenziale per la piccola impresa” (uno “*Small Business Act*” per l'Europa), nella quale viene prospettato un programma in dieci punti, la cui “piena applicazione” in Italia dichiara espressamente di voler garantire la l. 180/2011 contenente lo Statuto delle imprese, il cui art. 18 impegna il Governo a presentare alle Camere un disegno di legge annuale per la tutela e lo sviluppo delle micro, piccole e medie imprese (realità per le quali la s.r.l. – come si è veduto poc'anzi – rappresenta uno dei tipi societari elettivi). Si pensi, infine, alla Raccomandazione 2014/135/UE su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza, espressamente richiamata in Italia, ultimamente, nei preamboli del d.lgs. 14/2019 recante il Codice della crisi e dell'insolvenza nonché del d.lgs. 147/2020, contenente disposizioni integrative e correttive del medesimo<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Dallo stesso A. MAZZONI, *Procedure concorsuali e standards internazionali*, cit., 60.

<sup>19</sup> Sull'importanza delle raccomandazioni come strumento di “soft harmonization” del diritto comunitario europeo, anche in materia societaria, si sofferma A. VICARI, *European Company Law*, cit., 27 ss.

Oltre a quelle esemplificate nel testo, riferite all'intero ambito comunitario, vale la pena di ricordare, come esempi di portata più ridotta, le raccomandazioni annualmente rivolte dal Consiglio UE ai singoli Paesi membri (particolarmente interessanti ai nostri fini, fra quelle rivolte all'Italia, le Raccomandazioni del 2013, del 2018 e del 2019, dove si caldeggia ripetutamente l'adozione, da parte del nostro Paese, di provvedimenti idonei a migliorare l'accesso delle imprese, soprattutto piccole e medie, ai capitali finanziari, sia di credito che di rischio: provvedimenti destinati inevitabilmente a tradursi in misure incidenti sul diritto societario, e in particolare sulla s.r.l., come dimostra la risposta italiana alle predette sollecitazioni rappresentata dalla disciplina della raccolta dei capitali tramite portali telematici da parte delle PMI).



4. *I modelli nazionali e la competizione fra gli ordinamenti.* – L’incidenza del contesto internazionale sulla disciplina della s.r.l. si è espressa tradizionalmente anche (e forse soprattutto) nella spontanea adesione del nostro ordinamento ad uno o più modelli adottati in materia da altri ordinamenti<sup>20</sup>.

Occorre premettere a tale proposito che preoccupazione costante del nostro legislatore nel disegnare la s.r.l. è sempre stata, fin dai primi progetti in materia, quella di “non mettersi fuori dal movimento legislativo degli altri paesi europei a evoluzione industriale e commerciale più progredita, i quali hanno posto una particolare cura nel creare una forma di società a garanzia limitata ben distinta dalla società per azioni” (così, già nel 1925, la Relazione al progetto D’Amelio per la riforma del codice di commercio; ma si consideri anche la Relazione ministeriale al codice civile, la quale indica al n. 1014, fra i motivi che rendono opportuna il recepimento in Italia della nuova figura, il “movimento legislativo” che, partito dalla Germania con la l. 20 aprile 1892, “si è gradualmente esteso a quasi tutti gli Stati europei”); nello stesso senso, i lavori preparatori della riforma del 2003, come la Relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003, § 11, secondo la quale l’adozione di una rinnovata disciplina della s.r.l. è resa necessaria dalla presenza di un “processo rilevabile sul piano internazionale, sia in Europa sia al di fuori di essa”, o la Relazione Mirone, *sub* art. 1.3, dove l’affermazione circa la necessità, per l’ordinamento italiano, di adeguarsi a tale processo in quanto si tratta di “garantire parità competitiva alle nostre imprese rispetto a quelle estere”)<sup>21</sup>.

Il movimento in cui anche l’Italia desiderava inserirsi, e a cui si riferivano, da ultimo, i lavori preparatori della riforma del 2003, era quello confluito nella configurazione di un autonomo tipo societario con responsabilità limitata dei soci caratterizzato dalla impossibilità, contrapposta alla possibilità per i tipi corrispondenti alla nostra s.p.a., di fare oggetto le proprie quote di offerta al pubblico, e dunque nella chiusura al mercato del capitale di rischio: aspetto al quale si affiancava, quasi in contropartita, il ruolo centrale dei soci e dell’autonomia statutaria sul terreno organizzativo, con particolare

<sup>20</sup> È vero che l’evocato fenomeno di convergenza spontanea tra ordinamenti ha investito nel tempo tutti i tipi nazionali capitalistici, e dunque non solo quelli corrispondenti alla nostra la s.r.l.; è però altrettanto vero – come riconosciuto dai più – che proprio questo tipo societario ne è stato prevalentemente influenzato, almeno con riferimento a quei profili per i quali esso non è stato oggetto di armonizzazione comunitaria, com’è avvenuto ad esempio sul terreno del capitale sociale minimo, dove le garanzie di cui alla seconda direttiva CEE in materia societaria (ora direttiva 2017/1132/UE) hanno riguardato solamente i tipi corrispondenti alla nostra s.p.a. (in questo senso E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell’interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, cit., 152 ss.; A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze del diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, cit., 159 s.).

<sup>21</sup> Al suddetto processo non è mai mancata l’attenzione della dottrina italiana. Successivamente, infatti, ai contributi comparatistici già da me ricordati in *Della società a responsabilità limitata*, cit., 140 ss., e anche sulla scorta delle preziose indicazioni metodologiche di G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss., cfr. fra gli altri, con riferimento a tempi più recenti, i contributi di A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze del diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, cit., 157 ss. (dello stesso a., *Società a base chiusa e capitale sociale minimo: tendenze europee*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 519 ss.; *Nuove esperienze europee in tema di costituzione “semplificata” e a “basso costo” di società con responsabilità limitata*, *ivi*, 2015, I, 382 ss.), e di G. POLICARO, *I finanziamenti dei soci alla società nei vari ordinamenti*, in *NDS*, 8/2015, 21 ss. V. anche l’analisi empirica di A. CAPPIELLO, *Costi di costituzione e caratteristiche delle società a responsabilità limitata a capitale minimo e Srl semplificate in alcuni paesi UE*, in *Studi e materiali* (Quaderni trimestrali del Consiglio Nazionale del Notariato), 4/2013, 1009 ss.

riferimento alla distribuzione del potere gestorio fra soci e amministratori. La convergenza dei vari ordinamenti sotto entrambi i profili, già osservabile durante il secolo scorso<sup>22</sup>, era destinata a consolidarsi anche durante l'attuale, in sostanziale condominio, per giunta, fra i due modelli dominanti di società chiusa riconducibili, da un lato, a quello continentale rappresentato dalla *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* tedesca e, dall'altro, a quello angloamericano rappresentato dalla *private company* inglese e dalla *close corporation* statunitense: lo evidenzia una recente, dettagliata panoramica comparatistica dedicata alle società di capitali chiuse<sup>23</sup> (si traducano esse in veri e propri tipi autonomi distinti come nell'Europa continentale, oppure in mere varianti di un tipo capitalistico unitario come in Gran Bretagna o negli Stati Uniti), la quale, dopo aver individuato tra le caratteristiche ricorrenti di tali figure l'assenza di un mercato delle quote, il numero ridotto di soci e la partecipazione di questi ultimi alla gestione, nonché la grande autonomia contrattuale, ritiene che le medesime figure siano tipicamente pensate per le piccole e medie imprese, i cui soci necessitano, appunto, di strutture organizzative il più possibile semplici e flessibili, nonché tali, soprattutto, da assicurare loro una diretta ingerenza nella gestione.

Tale diretta ingerenza del socio nella gestione è frutto per entrambi gli archetipi, quello tedesco e quello angloamericano, di una scelta statutaria autorizzata ad esprimersi in tal senso: così, ad esempio, in base al § 45 *GmbHG* tedesco, l'atto costitutivo di una *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* può stabilire quali poteri spettino ai soci anche in materia di gestione degli affari sociali (*Führung der Geschäfte*), mentre, in base all'art. 351 del *General corporation law* del Delaware, l'atto costitutivo di una *close corporation* (vale a dire di una società di capitali che rispetti le condizioni – in termini di numero massimo dei soci, limiti al trasferimento delle quote e proibizione in ordine alla pubblica offerta di queste ultime – contemplate nel precedente art. 342) può prevedere che l'impresa sociale (*business of the corporation*) sia gestita dai soci anziché da un organo amministrativo appositamente nominato (una differenza fra i suddetti

<sup>22</sup> V. l'articolata rassegna di diritto straniero riguardante l'Europa, non solo comunitaria, curata da P. BEHRENS, *Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung im internationalen und europäischen Recht*, II ed., Berlin-New York, 1997, 89 ss., dove il costante rilievo circa la presenza, in quasi tutti gli ordinamenti ivi analizzati, di entrambi i profili di cui nel testo, vale a dire, da un lato, dell'impossibilità per i tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. di fare appello al pubblico risparmio (quantomeno di fatto, nonostante l'eventuale assenza di un espresso divieto in tal senso, a causa di ostacoli legali più o meno rilevanti alla circolazione delle quote o alla deducibilità di queste ultime in veri e propri titoli di partecipazione), e, dall'altro, della presenza, nei medesimi tipi, di un più o meno elevato potere di ingerenza dei soci sulla gestione. V. anche P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2/2020, 358 ss., secondo i quali, già a cavallo fra '800 e '900, i diritti societari di Germania e Regno Unito avevano adottato un modello di società (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung; private company*) dotata di autonomia patrimoniale perfetta e più elevata autonomia statutaria rispetto al tipo "maggiore" (*Aktiengesellschaft; public company*), anche se al prezzo di un (più o meno) esplicito divieto di ricorrere al finanziamento sul mercato.

<sup>23</sup> Il riferimento è a H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2016, 1 ss. Per una rassegna limitata al diritto europeo v. C. TEICHMANN, *Die GmbH im europäischen Wettbewerb der Rechtsformen*, ivi, 2017, 543. Sulla permanente attualità dei criteri distintivi di cui nel testo fra i due tipi di società con responsabilità limitata dei soci presenti negli Stati membri dell'Unione europea, v. A. VICARI, *European Company Law*, cit., 1 ss., 291 ss., il quale sottolinea come la differenza fra i due tipi non possa fondarsi, invece, sulle dimensioni dell'impresa sociale, in quanto, in molti dei suddetti Stati membri, entrambi i tipi vengono indifferentemente impiegati per imprese sia medio piccole che grandi.

archetipi sotto il profilo organizzativo, per la verità, potrebbe essere segnata dal fatto che, in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, l'esercizio di una società chiusa in regime di responsabilità limitata dei soci può esprimersi, oltre che in veste di società di capitali come in Germania attraverso la *GmbH*, anche in veste di società di persone, come avviene nella *Limited Liability Partnership* inglese, o nella *Limited Liability Company* americana, dove il diretto affidamento della gestione ai soci è previsto addirittura per legge, sia pure dispositiva<sup>24</sup>, anche se tale differenza non va enfatizzata in quanto – come è stato osservato – anche nella *GmbH* tedesca, in base al § 37 *GmbHG*, i soci sono facoltizzati per legge, indipendentemente da una clausola statutaria in tal senso, ad impartire istruzioni agli amministratori circa la condotta degli affari<sup>25</sup>).

All'inizio del secolo attuale, comunque, in coincidenza con la nostra riforma del diritto societario, sussistevano ancora significative divergenze fra i due modelli. Come bene, infatti, è stato evidenziato<sup>26</sup>, da un lato, nel modello angloamericano, il processo di semplificazione e flessibilizzazione dei tipi societari chiusi investiva (ed investe) non solo il profilo organizzativo dei rapporti fra soci e amministratori nella gestione dell'impresa ma anche quello patrimoniale e del procedimento costitutivo (nella *private company* inglese, ad esempio, non solo l'incorporazione può avvenire in modi estremamente rapidi attraverso modelli standard predisposti dalla *Companies House* senza l'intermediazione di un funzionario assimilabile ad un notaio, ma, inoltre, il capitale sociale da versarsi all'atto della costituzione è stabilito nella cifra del tutto irrisoria di un *pence*); dall'altro lato, invece, nel modello continentale, i profili di cui sopra rimanevano

---

<sup>24</sup> In Gran Bretagna, il *Limited Liability Partnerships Act* del luglio 2000, nell'introdurre tale nuovo tipo di *partnership* (caratterizzato, rispetto a quello ordinario, dalla responsabilità limitata dei soci, ma diverso dal tipo ordinario a responsabilità limitata rappresentato dalla *company*), stabilisce alla s. 6 che "every member of a limited liability partnership is the agent of the limited liability partnership", mentre le *Limited Liability Partnerships Regulations* del 19 marzo 2001, cui il suddetto *Act* rinvia, contengono alla s. 7, tra le *default provisions* in materia (applicabili come tali in assenza di diversa volontà delle parti), quella per cui "every member may take part in the management of the limited liability partnership", esattamente, dunque, come in una ordinaria *partnership* a responsabilità illimitata dei soci. Negli Stati Uniti, l'attuale versione dell'*Uniform Limited Liability Company Act (ULLCA)*, nel mettere a disposizione dei vari *States* per l'eventuale adozione il modello della *Limited liability company*, vale a dire un modello di organizzazione con responsabilità limitata dei soci autonomo rispetto a quello capitalistico della *Corporation*, stabilisce alla section 407 (intitolata *Management of limited liability company*) che la figura in parola "is a member-managed limited company unless the operating agreement expressly provides that the company is or will be manager-managed", specificando subito dopo che, nella *member-managed liability company*, se non diversamente disposto, "the management and conduct of the company are vested in the members", similmente, anche qui, a ciò che accade in una *partnership*. È significativo che, recentemente, sia stata proposta, nel quadro di un auspicato allentamento delle norme imperative in materia di tipi caratterizzati dalla responsabilità limitata dei soci, l'adozione anche in Italia di una nuova figura corrispondente alla *Limited liability company* statunitense (il riferimento è a P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy [and Europe?]*, Working paper n. 471/2019 del *European corporate government institute*, reperibile in [www.ecgi.global/content/working-papers](http://www.ecgi.global/content/working-papers), 38 s.). Vale la pena di ricordare anche la Svizzera, dove il locale Codice delle obbligazioni stabilisce all'art. 809 che i soci di una società a garanzia limitata (tutti i soci, e non solamente i fondatori come nella versione originaria) "esercitano in comune la gestione della società", anche se "lo statuto può disciplinare altrimenti la gestione".

<sup>25</sup> Così K.J. HOPT, *Directors' Duties and Shareholders' Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, soprattutto 34. V. anche P. KINDLER, *La s.r.l. tedesca (GmbH) a 125 anni dalla sua nascita*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 553, secondo il quale, nella *GmbH*, i soci sono "i signori della società" (*Herren der Gesellschaft*).

<sup>26</sup> Da A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze del diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, cit., 162.

dominati da un regime più o meno fortemente restrittivo (così, ad esempio, nella *GmbH* tedesca, la costituzione della società richiedeva non solo l'intervento del notaio e persino del giudice, ma anche la sottoscrizione di un capitale pari almeno a 25.000 euro).

A partire da quel momento, tuttavia, le suddette divergenze erano destinate a parzialmente appianarsi grazie al determinarsi di una spontanea convergenza di gran parte degli ordinamenti, in merito agli indicati profili, su uno dei due modelli: quello angloamericano. Tale convergenza era stata innescata, quantomeno con riferimento agli Stati membri della Comunità europea, dalla già citata giurisprudenza della Corte di Giustizia della medesima Comunità, la quale, a partire dal celebre caso *Centros* del 1999, aveva interpretato la normativa del TFUE sulla libertà di stabilimento nel senso che fosse possibile, per una società costituita in uno degli Stati membri, svolgere la propria attività in un altro Stato membro rimanendo esposta alle regole dello Stato di costituzione<sup>27</sup>. Di qui l'ovvia conseguenza di un incremento delle incorporazioni in quello Stato membro che garantisse ai costituenti minori oneri di avvio e di funzionamento, vale a dire nel nostro caso, per le ragioni evocate sopra, appunto in Gran Bretagna, dove la *private company* era caratterizzata da una disciplina assai più lasca rispetto a quella di molti Paesi dell'Europa continentale, compresa la *GmbH* tedesca<sup>28</sup>.

Si poneva a questo punto l'esigenza da parte degli altri Paesi membri, non tanto ai semplici fini di un migliore *drafting* legislativo quanto per ragioni pratiche legate alla concorrenza fra gli ordinamenti, di adottare anche nei rispettivi sistemi giuridici regole simili a quelle del sistema inglese, onde evitare una artificiosa distorsione concorrenziale da variabile giuridica a danno delle imprese costituite al proprio interno: esigenza la quale si è espressa nel tempo – come bene è stato evidenziato<sup>29</sup> – attraverso due fondamentali linee di tendenza: una diretta alla semplificazione formale dei tipi corrispondenti alla nostra s.r.l., un'altra rappresentata dalla attenuazione del ruolo del capitale sociale nei medesimi tipi.

Quale esempio della prima tendenza, basti ricordare il movimento che ha portato molti Paesi dell'Unione europea europei a ridurre tempi e oneri formali di costituzione dei rispettivi tipi societari chiusi, vuoi mediante l'adozione di modelli standard di statuto (come in Germania, dove il *MoMiG*, vale a dire il *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*, del 23 ottobre 2008, prevede la possibilità per le parti di ricorrere ad uno schema standardizzato di statuto, o *Musterprotokoll*, con risparmio di tempi e oneri di registrazione), vuoi autorizzando il notaio a ricevere i corrispondenti atti costitutivi attraverso piattaforme telematiche senza la pre-

---

<sup>27</sup> V. *supra*, par. 2, nt. 4.

<sup>28</sup> Sulla menzionata giurisprudenza della Corte di Giustizia come apripista del fenomeno noto sotto il nome di concorrenza (o competizione) fra ordinamenti v. per tutti, da ultimo, E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, cit., 99 ss., spec. 146 ss., nonché A. VICARI, *European Company Law*, cit., 21 ss. Ricorda G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1229 s., che, nell'agosto del 2005, operavano in Germania ben 27.000 *private companies* costituite in Gran Bretagna da cittadini tedeschi, convinti evidentemente di potere condurre affari nel proprio Paese in condizioni ben più agevoli di quanto consentito attraverso la costituzione di una *GmbH*.

<sup>29</sup> Da A. BARTOLACELLI, *Armonizzazione, concorrenza e convergenza tra ordinamenti: evidenze del diritto delle società a responsabilità limitata in Europa e in Italia*, cit., rispettivamente, 165 ss. e 171 ss., nonché da M. PERRINO, *Vicende recenti della s.r.l. italiana e istanze di diritto europeo*, cit., 4 ss.

senza fisica delle parti (come è avvenuto in Germania con il *Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie* del 5 luglio 2021, che modifica in tal senso il § 2 del *GmbHG*, nonché in Belgio con l'art. 26 della *loi du 12 juillet 2021*, e in Italia con l'art. 2 del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 183), vuoi ancora, nei casi più radicali, addirittura rinunciando all'intervento notarile (come in Lussemburgo, dove l'art. 100-4 del Regolamento 5 dicembre 2017 prevede che la *société à responsabilité limitée simplifiée* possa costituirsi per scrittura privata anziché per atto pubblico come invece prescritto riguardo alla *société à responsabilité limitée* ordinaria).

Per la seconda tendenza, si pensi al quasi azzeramento del capitale minimo consentito riguardo ai suddetti tipi chiusi. Tale ridimensionamento si è prodotto a sua volta secondo una bipartizione di massima, caratterizzata da un grado maggiore o minore di radicalità: maggiore in Paesi quali la Francia, l'Olanda, il Portogallo (cui si aggiunge ora il Belgio con l'art. 5.1 del nuovo *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019), dove il ridimensionamento in parola è previsto, esattamente come in Gran Bretagna, per tutte le fattispecie appartenenti al tipo ordinario; minore in altri Paesi come la Germania e la Spagna (cui si aggiunge ora il Lussemburgo con l'art. 720-4 del citato Regolamento 5 dicembre 2017), dove viene sì mantenuta inalterata la tradizionale dotazione minima di capitale per il tipo ordinario di società chiusa, ma dove tale dotazione viene al contempo ridotta, fino alla semplice unità monetaria, in presenza di una o più varianti "in miniatura" del suddetto tipo ordinario (si pensi alla *Unternehmergesellschaft [haftungsbeschränkt]* tedesca, detta anche *Mini-GmbH*, alla *sociedad limitada de formación sucesiva* spagnola, alla *société à responsabilité limitée simplifiée* lussemburghese); anche se, in entrambi i casi, l'attenuazione delle regole del capitale non è andata disgiunta dalla ricerca di strumenti alternativi di tutela dei creditori, come ad esempio quello, previsto dal diritto tedesco, consistente nell'obbligo per la *Unternehmergesellschaft* di accantonare una riserva maggiorata rispetto alla *GmbH* ordinaria, o come quello, previsto dal diritto olandese, e del resto ben noto al mondo anglosassone, rappresentato dalla responsabilità degli amministratori di una *besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* per aver dichiarato il falso, in un apposito *solvency test*, circa la capacità della società, dopo la distribuzione di *assets* sociali ai soci, di far fronte ugualmente ai propri debiti.

Va peraltro osservato come la descritta tendenza dei vari sistemi nazionali a convergere verso un modello di società con responsabilità limitata dei soci caratterizzato, rispetto a quello azionario, per un verso, da una sempre più accentuata semplificazione patrimoniale e organizzativa, e per l'altro verso, dal divieto di ricorso al pubblico risparmio, faccia registrare qualche movimento in controtendenza, talora in seno restrittivo, talaltra in senso ancora più permissivo. Nel primo senso, l'ipotesi più rilevante è quella rappresentata dalla crisi d'impresa, attuale o anche solo potenziale, in vista della quale molti Paesi irrigidiscono i suddetti regimi (spesso nell'ambito di una fonte diversa da quella più propriamente societaria) attraverso per esempio l'incremento dei doveri e delle responsabilità degli amministratori (come nella s. 214 dell'*Insolvency Act* inglese, o nell'art. 378 del nostro Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), o la compressione dei diritti dei soci (sul modello francese del *redressement judiciaire* in cui è prevista la nomina di un *administrateur en justice* che voti sulla ricapitalizzazione della società in luogo dei soci riluttanti, o su quello tedesco delineato dall'*Erleichterung der Sanierung von Unternehmen Gesetz* che riconduce i soci semplicemente ad una

delle varie classi di titolari di pretese verso la società)<sup>30</sup>. Nel secondo senso, va segnalata la scelta, partita proprio dall'Italia con la disciplina delle imprese *start-up* innovative e successivamente condivisa in alcuni altri ordinamenti, di consentire anche ai tipi corrispondenti alla nostra s.r.l. di rivolgersi al mercato facendo oggetto le proprie partecipazioni di offerta al pubblico<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Circa entrambe le ipotesi di incidenza della crisi di impresa sulla normativa societaria nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali v. da ultimo, rispettivamente, G. STRAMPELLI, *Verso una disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, in ricordo di Michele Sandulli, Torino, 2019, 637 ss., e L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, in ricordo di Guido Rossi, Milano, 2020, spec. 73 ss., nonché L. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare)* (Aufopferungs- o Duldpflicht), in *Riv. dir. soc.*, 2017, spec. 730 ss.

<sup>31</sup> V., ad es., la legge spagnola 5/2015, *de fomento de la financiación empresarial*, il cui art. 50 deroga al divieto ordinario di offerta al pubblico delle partecipazioni di *sociedad de responsabilidad limitada* stabilendo che i progetti di finanziamento indirizzati al pubblico tramite piattaforme telematiche potranno realizzarsi anche attraverso “la emisión o la suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada”, dove però, la possibilità di offerta al pubblico di tali partecipazioni non è indiscriminata, ma è circoscritta al solo canale telematico (sul carattere parzialmente derogatorio che tale disciplina presenta rispetto alla tradizionale differenza fra i due tipi capitalistici nell'ordinamento spagnolo, v. A. RECALDE CASTELLS, *La Sociedad de Responsabilidad Limitada española un vehículo poco apto [y sin embargo exitoso] para las Pequeñas y Medianas Empresas*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 571). V. anche l'ancora più recente *Code des sociétés et des associations* belga introdotto con l. 23 marzo 2019, il cui art. 5:2 (come modificato dall'art. 83 della successiva l. 28 aprile 2020) prevede la possibilità che la nuova *société à responsabilité limitée* sia addirittura quotata su un mercato regolamentato, nel qual caso, però, sancisce l'applicabilità alla medesima delle disposizioni sulle *sociétés anonymes* quotate contenute nel successivo libro 7.

# LE SOCIETÀ DI CAPITALI “APERTE”, TRA CODICE CIVILE E TUF

di *Enrico Ginevra*

SOMMARIO: 1. Le società di capitali aperte come “portali sistematici”. – 2. Fattispecie tipiche e profili critici. – 3.1. Società aperte e disciplina codicistica. – 3.2. (*Segue*): la distinta rilevanza di mercato primario e secondario. – 4.1. Società aperte e TUF. – 4.2. (*Segue*): gli istituti coinvolti dal principio della tutela degli investitori. – 4.3. (*Segue*): il differente impatto della trasparenza nei mercati primario e regolamentato. – 4.4. Efficienza del mercato e diritti dei soci. – 5. S.r.l. con quote offerte al pubblico (*ex art. 100-ter, co. 1-bis, TUF*) e disciplina di mercato. – 6. Conclusioni.

1. *Le società di capitali aperte come “portali sistematici”*. – Le società di capitali “aperte” – intese nel significato dell’espressione, diffuso nella prassi, di organizzazioni il cui capitale è presente nel mercato finanziario<sup>1</sup> – possono definirsi un “portale” tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. E invero, seppure si tratti di una constatazione banale, è indubbio che l’integrale rilevanza giuridica di tale figura si apprezza solo là dove l’interprete sia disponibile a sdoppiare la propria analisi su due diversi fronti. Da una parte, infatti, la citata qualità incide sulla disciplina societaria in senso stretto, come espressamente indicato dall’art. 2325-bis c.c.<sup>2</sup>. Dall’altra, esse sono certamente istituto del diritto dei mercati finanziari, nella misura in cui il TUF stabilisce previsioni partitamente applicabili alle fattispecie disciplinate negli artt. 2325-bis c.c. e 100-ter TUF.

Ne segue che l’approfondimento della categoria in parola assume uno straordinario significato sistematico, proprio perché contribuisce a chiarire a monte i rapporti tra le due materie in questione (o quanto meno tra alcuni relativi sub-settori) e ciò si riflette,

---

<sup>1</sup> Riprendo la definizione da O. CAGNASSO, *S.R.L. aperta*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2020, 1208; e M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 3; sulla precisazione del concetto si tornerà ampiamente, nel testo. Per il medesimo utilizzo dell’espressione v. altresì, *ex multis*, G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2019, 473 ss.; F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, *ivi*, 2019, 431 ss.

<sup>2</sup> Sulla norma si può da subito richiamare, tra il resto, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario*, a cura di M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, t. 2, 1227 ss.; M. SCIUTO, sub art. 2325-bis, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, 141; P. ABBADESSA-E. GINEVRA, sub art. 2325-bis, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI-A. STAGNO D’ALCONTRES, Napoli, 2004, 12; A. BLANDINI, *Società quotate e società e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005; P. MONTALENTI, sub art. 2325-bis, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, Bologna, 2004, 31; D.U. SANTOSUOSSO, *Artt. 2325-2325-bis*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Della società, dell’azienda, della concorrenza*, vol. I Torino, 2014, 625 ss.

a catena, in un importantissimo aiuto nella soluzione di numerose questioni interpretative poste all'interno dei medesimi.

Le riflessioni che seguono, di taglio generale e sintetico, mirano così a fornire, nei riguardi di un siffatto approfondimento, un contributo, sebbene certo non conclusivo.

2. *Fattispecie tipiche e profili critici.* – Come già sopra accennato, la guida normativa della fattispecie in esame per le s.p.a. è data principalmente da una disposizione del codice civile, ossia l'art. 2325-bis c.c., intitolato alle “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”: articolo che però individua la categoria, nei suoi elementi formativi (la cui integrazione determina l'applicazione di una varia serie di ulteriori norme societarie) essenzialmente rinviando alla regolamentazione di mercato, nella misura in cui questa ha riguardo ai due istituti precisati in quel contesto, e la definizione dei quali ivi operata viene quindi richiamata dal legislatore, da un lato, esplicitamente (da parte dell'art. 111-bis, co. 1, prima parte, disp. att. c.c.)<sup>3</sup>, dall'altro, implicitamente<sup>4</sup>.

La scelta normativa così effettuata è stata nel merito oggetto, in dottrina, di una critica penetrante su più fronti. Per un verso, con riferimento alla delineazione della sub-fattispecie delle società “con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante”, si è rimarcato che la dipendenza di tale delineazione (in forza del citato art. 111-bis) dalla precisazione regolamentare a opera della Consob della generale categoria dei titoli “diffusi” ha come risultato – in termini di diritto positivo – che le azioni di una data società possono dirsi concretamente ascrivibili a tale tipologia solo in seguito a una apposita opzione volontaria dell'emittente o del socio di controllo: posto che ad avviso della Consob “diffusione” dei titoli è sinonimo di intenzionale sollecitazione pubblica o collocamento<sup>5</sup>. E ciò si è rilevato comportare un'anomalia, essendosi ritenuto sotteso al-

<sup>3</sup> L'art. 111-bis, co. 1, in particolare come noto si preoccupa di stabilire il criterio per l'individuazione della “misura rilevante” a cui collegare la ricorrenza di una “diffusione” qualificata delle azioni. Riporto per comodità di lettura la previsione: “la misura rilevante di cui all'art. 2325-bis è quella stabilita a norma dell'art. 116 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58”. In passato, sotto il vigore di una precedente formulazione di tale disposizione, si era molto discusso circa il carattere fisso o mobile del rinvio di legge. La questione non ha tuttavia più ragione di porsi, essendosi normativamente chiarito che il richiamo va inteso nel secondo senso: v. sul punto M. SCIUTO, *op. cit.*, 144, ove pure riferimenti.

<sup>4</sup> Si allude alla *relatio* implicita alla disciplina finanziaria per l'identificazione della fattispecie del mercato regolamentato. Peraltro, come pure risaputo, con riguardo a tale profilo non v'è unanimità di vedute circa la precisa sede da cui ricavare la nozione di mercato regolamentato: ossia se questo sia solo quello autorizzato o riconosciuto come tale all'interno dell'UE o possa farsi riferimento pure ad altri organismi di Paesi extra-Unione, cui la stessa dignità compete in base a convenzioni stipulate dalla Consob *ex art.* 67 TUF. Nonostante la diversa opinione espressa da taluni (v. in particolare M.L. VITALI, *sub art. 2325-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2008, 48 ss.; M. MAUGERI, *op. cit.*, 1249 s.; *contra*, tra gli altri A. BLANDINI, *op. cit.*, 33; A. ROSSI, *sub art. 2325-bis*, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario* a cura di A. MAFFEI ALBERTI, vol. I, Padova, 2005, 23; *cf.* pure, seppur in senso dubitativo, P. MONTALENTI, *op. cit.*, 35; M. SCIUTO, *op. cit.*, 142), la seconda soluzione mi pare si imponga senz'altro in ragione del *carattere formale* della stessa nozione unionista di mercato regolamentato, la cui distinzione rispetto ad altri sistemi di negoziazione è essenzialmente legata alla ricorrenza o meno della preventiva verifica da parte dell'autorità di vigilanza della ricorrenza di certi presidi (si rinvia, per quest'ultimo aspetto, a E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, Torino, 2020, 279).

<sup>5</sup> Va considerato in proposito l'art. 2-bis Reg. Emittenti, il quale come noto dà rilievo, insieme ai requisiti quantitativi della dispersione dell'azionariato diffuso (per un numero di soci non di controllo superiore a cinquecento, detentori complessivamente almeno del 5% del capitale) e del superamento di due dei tre limiti indi-



l'intervento normativo in questione l'intento di proteggere il bisogno di tutela di un pubblico di investitori in quanto tale, ossia quale emergente dal puro dato di fatto della sua numerosità<sup>6</sup>. Dall'altro lato, da più parti si è invocata la non congruità della disciplina delle società aperte a uno dei suoi dichiarati obiettivi, ossia la riduzione del c.d. scalino normativo esistente tra società con azioni quotate e non: attesi, sia lo scarso numero di società con azioni diffuse effettivamente esistenti, sia l'assenza di previsioni codicistiche riguardanti, all'interno della categoria delle società aperte, unicamente tale fattispecie (con esclusione, pertanto, delle società quotate)<sup>7</sup>.

In anni recenti si è da più parti rilevato l'affiancarsi, alle riferite ipotesi, della s.r.l. aperta, quale nuova fattispecie caratterizzata dalla "presenza del mercato" all'interno del capitale. E ciò in conseguenza della previsione, con l'art. 100-ter, co. 1-bis, TUF, della possibilità di derogare al divieto di offerta al pubblico di quote in generale stabilito nell'art. 2468, co. 1, c.c., là dove si tratti di s.r.l. qualificabili come P.M.I., ossia con un numero di dipendenti inferiore a 250 e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o alternativamente un attivo di bilancio complessivamente non superiore a 43 milioni di euro<sup>8</sup>. Segnatamente, è previsto che le quote possono formare oggetto di offerta pubblica "anche attraverso i portali per la raccolta di capitali" (art. 100-ter, co. 2), cioè per il tramite del c.d. crowdfunding, quale specificamente disciplinato e nei limiti regolamentati dalla Consob. La novità così configuratasi è stata da molti indicata quale di particolare impatto sull'assetto sistematico precedente, improntato al carattere "chiuso" della s.r.l., con la conseguente difficoltà di adattamento della disciplina codicistica generale prevista per il tipo a tale nuovo modello venutosi a delineare<sup>9</sup>. E sulla scorta di tale osservazione è stato più a monte evidenziata la sussistenza di un problema di ve-

---

cati dall'art. 2435-bis, co. 1, c.c., alla ricorrenza in via alternativa delle circostanze che le azioni: abbiano formato oggetto di offerta pubblica o di collocamento; siano state negoziate in sistemi multilaterali col consenso dell'emittente o dell'azionista di controllo; siano emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze. Per una conferma della necessaria rispondenza della diffusione tra il pubblico a una intenzionale scelta dell'emittente, e dunque alla dipendenza dell'apertura dalla "volontarietà" della circostanza da parte della società, v. in giurisprudenza Trib. Milano, 8 aprile 2021, in *Società*, 2021, 1243, con commento di S. LO PIPARO-M. MOZZARELLI, *Collocamento in qualsiasi forma, controllo e apertura al mercato*, 1246 ss.

<sup>6</sup> Cfr., anche per tutti i riferimenti, M. SCIUTO, *op. cit.*, 145 ss., il quale pure riporta, definendone la relativa motivazione "sconcertante", la spiegazione fornita sul punto dalla Consob (in effetti poco felice) circa la scelta regolamentare compiuta nell'attuazione dell'art. 116 TUF nel relativo documento di consultazione; in senso critico v. pure P. ABBADESSA-E. GINEVRA, *op. cit.*, 15 ss.; G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata*, in *Riv. soc.*, 2004, 869. Si v. pure G. PRESTI, *op. cit.*, 475, il quale osserva che la dipendenza della diffusione delle azioni dalla scelta volontaria dell'emittente si mostra pure contraria all'intento legislativo della riduzione dello scalino normativo tra società chiuse e società quotate, impedendosi che la società con titoli diffusi di fatto funzioni come "una sorta di scivolo verso la quotazione".

<sup>7</sup> Per le varie considerazioni v. M.L. VITALI, *op. cit.*, 55; M. SCIUTO, *op. cit.*, 145; P. MONTALENTI, *op. cit.*, 34; G. PRESTI, *op. cit.*, 474 ss.; cfr. pure, da ultimo, S. CORSO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 73.

<sup>8</sup> La letteratura su tale vicenda è già molto consistente: ci si limita qui a citare, tra i tanti, P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" srl*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 632 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ri-costruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 819; O. CAGNASSO, *op. cit.*, 1208 ss.; S. CORSO, *op. cit.*, *passim*, ove anche alcune prime indicazioni sul rapporto tra la disciplina italiana e il nuovo Regolamento Europeo in materia (reg. 2020/1503/UE); v. pure i differenti contributi di M. CAMPOBASSO, M. CIAN, A. DENTAMARO, P. GROSSO, G. POLICARO, in *La società a responsabilità limitata: un modello transpatico alla prova del Codice della crisi*, Torino, 2020.

<sup>9</sup> Tra i molti, v. le incisive pagine di P. BENAZZO, *op. cit.*, 633 ss.

rifica della razionalità e congruità dell'intero sistema delle società di capitali, nel rapporto tra organizzazioni chiuse e aperte al mercato<sup>10</sup>.

Di fronte a tale quadro, è tuttavia da domandarsi, in un'ottica tanto de iure condito quanto de iure condendo, se a conclusioni più indulgenti nei riguardi dell'attuale assetto non possa giungersi ove si ragioni sulle separate esigenze del settore finanziario rispetto a quelle di diritto societario in senso stretto e sui possibili diversi termini di incidenza delle categorie del primo sul secondo. In tale direzione, pare opportuno in particolare procedere a una breve riflessione sul dato normativo sopra sinteticamente richiamato che tenti di valorizzare: a) il diverso ruolo di codice civile e TUF; b) gli interessi separatamente collegabili, in entrambi i settori normativi citati, al mercato primario, da una parte, e a quello secondario, dall'altra; c) i confini della "vicenda di mercato" suscettibile di effettivamente incidere, nel senso tipicamente richiamato dall'espressione "società aperta", nella disciplina societaria.

3.1. *Società aperte e disciplina codicistica*. – Pur dovendosi scontare un inevitabile grado di semplificazione, si può dire che esigenza primaria e costante da considerare alla base delle norme sulle società contenute nel codice civile – che di esse può considerarsi il filo conduttore o, se si vuole, la "missione" unitaria – è la disciplina della relazione tra gli interessi privati che naturalmente si confrontano nella vicenda descritta dall'art. 2247 c.c., sulla scorta del riconoscimento di una libera iniziativa. Adottando una categoria anglosassone ormai ricevuta anche nella nostra letteratura, quanto appena detto si esprime altrimenti evidenziando che il diritto societario è essenzialmente formato da previsioni governanti una serie di rapporti di agency, innescati dall'organizzazione d'impresa fondata sulla destinazione lucrativa dei conferimenti, riguardanti: da un lato, i soci e gli amministratori; da un altro lato, soci i di maggioranza e minoranza; da un altro ancora, i soci (o la società) e i creditori<sup>11</sup>.

Il diritto societario – nella sua accezione più stretta e dunque tenendo presente il sistema di norme codicistico – è pertanto disciplina dell'agire privato vista dall'angolo visuale della persona agente e dell'impatto dei suoi comportamenti autoregolati nei riguardi degli altri privati, per lo più a loro volta considerati nella dimensione sociale su cui tale agire incide. Che poi il modo più proprio di inquadrare dogmaticamente il cuore di questa vicenda, e così il fondamento dei relativi effetti, sia il contratto (come vuole la visione tradizionale) o l'organizzazione produttiva privata (come si sostiene da parte di altri) ai fini qui considerati poco rileva<sup>12</sup>. In ogni caso, l'intento normativo è di

<sup>10</sup> Il rilievo dell'opportunità di una modifica più o meno ampia dell'attuale assetto è pressoché diffuso nella letteratura citata. Per una esplicita puntuale proposta *de iure condendo* di modifica radicale dell'attuale assetto normativo tipologico, v. G. PRESTI, *op. cit.*, 488.

<sup>11</sup> V. al riguardo, per tutti, L. ENRIQUES, voce "società per azioni", in *Enc. Dir., Annali*, vol. X, 2017, 968; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, 392; nella manualistica si rinvia a E. GINEVRA, *La società per azioni. La struttura formale*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, vol. III, *Diritto delle società*, Torino, 2020, 180;

<sup>12</sup> Quali esponenti delle due visioni ci si può limitare a citare qui: da una parte, F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I 5; dall'altra, C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 193 ss. Chi scrive si è schierato da tempo nel secondo senso, ritenendo per vero lo strumento contrattuale da un lato, sul piano della fattispecie, capace di cogliere solo un frammento di una vicenda molto più ampia e articolata di quella di cui si occupa l'art. 1321 c.c., dall'altro, in relazione alla

precisare la rilevanza e i limiti di una manifestazione dell'autonomia adottata nell'esercizio e quale espressione di una libertà personale, con le connesse responsabilità.

Affermare, poi, che il codice civile si occupa principalmente delle citate relazioni di agency, significa evidenziare la necessità di essenzialmente disciplinare la spettanza e l'esercizio dei poteri che vengono di fatto affidati ad amministratori, soci di maggioranza e società avendo riguardo all'impatto di questi poteri nei riguardi degli interessi di altri soggetti, ossia rispettivamente del gruppo dei soci, degli azionisti di minoranza e dei creditori<sup>13</sup>. E una tale disciplina viene dettata tenendo presente la distinta caratterizzazione dei soggetti in questione e la connessa esigenza, variabile col mutare degli intenti normativi connessi alle strategie legislative di politica economica<sup>14</sup>, di proteggere o stimolare l'investimento produttivo in capitale di rischio e di credito. Se è vero, pertanto, che il legislatore si preoccupa, nel conformare il potere della maggioranza o degli amministratori, di tutelare l'interesse dei soci di minoranza o dei soci in generale, è pure vero che il grado di tale tutela rappresenta una variabile fondamentale per il raggiungimento dell'ulteriore fine dell'attrazione degli investimenti. Così, ad es., la progressiva managerializzazione della s.p.a. compiutasi a livello di diritto positivo<sup>15</sup> forse ha accresciuto l'attrattività di tale organizzazione ma al contempo comportato una maggiore inclinazione della legge verso una nuova produzione di norme imperative che garantiscano il rispetto dell'affidamento fiduciario che gli investitori sono destinati a operare.

---

rilevanza, del tutto inadeguato a spiegare l'efficacia esterna dell'autoregolamento: rinvio al riguardo ai lavori *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Studi Abbadessa*, Torino, 2015, 271; e *L'organizzazione societaria*, Torino, 2018, *passim*.

<sup>13</sup> La tematica viene ormai comunemente descritta invocando l'esigenza normativa di intervenire nei riguardi dei c.d. *agency problems*, e dunque governare il rischio di mancato perseguimento degli interessi dei *principal* (a seconda dell'ipotesi volta a volta considerata: i soci di minoranza; i soci; i creditori) da parte dei fiduciari (i soci di maggioranza; gli amministratori; la società). Si tratta di un tema che viene modernamente identificato, sulla scorta di noti studi di analisi economica, con quello dell'obiettivo normativo di riduzione dei c.d. *agency costs*, intesi quali sottospecie dei *transaction costs*, che sarebbero naturalmente collegati alla particolare struttura della società, a sua volta ricostruita quale *nexus of contracts*: il riferimento di partenza è ovviamente il saggio di M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, Agency costs and Ownership structure*, in *Economics e social Institutions*, Boston, 1979, 163 ss. (mentre per la formulazione della tesi sul *nexus of contracts* deve rimandarsi a F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996; v. pure, tra gli altri, I. AYRES, *Making a difference: the Contractual Contributions of Easterbrook e Fischel*, in *U. Chi. L. Rev.*, 59 (1992), 1419; J. MACEY-G. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stan L. Rev.* 42 (1990), 1068). Un'analisi dell'intera disciplina societaria ispirata a tale approccio si trova in R. KRAAKMAN-J. ARMOUR-P. DAVIES-L. ENRIQUES-H. HANSMANN-G. HERTIG-K. HOPT-H. KANDA-M. PAR- GENDLER-W.-G. RINGE-E. ROCK, *The Anatomy of corporate law*, Oxford 2017, *passim*. Va avvisato però che, in realtà, il tema degli *agency problems* è precedente rispetto alla lettura economica contrattualistica in questione, essendo stato esso tradizionalmente evidenziato quale peculiare carattere del diritto societario anche dai teorici della società come organizzazione, inclini a vedere nelle regole di allineamento dei *fiduciaries* ai *principal* la soluzione normativa a una esigenza produttiva slegata dal profilo dei *costi* individuali e legata piuttosto al tema dell'*effettività* del raggiungimento dell'obiettivo privato, in collegamento col suo potenziale valore sociale: cfr., ad es., M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in *Col. L. Rev.*, 89 (1989), 1461 ss.; C. DEMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, in 1988 *Duke L.J.*, 879.

<sup>14</sup> E cfr. ad es., per il rilievo della dipendenza della disciplina societaria dalle scelte di politica economica, T. ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Riv. trim. dir. Proc.*, 1955, 273 ss.

<sup>15</sup> Rinvio al riguardo alle osservazioni svolte in E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 1209 ss.

In un tale quadro concettuale (ma al contempo, storico-economico), risulta per la verità chiaro il bisogno che giustifica la positiva previsione nel codice civile di speciali norme destinate ad applicarsi all'ipotesi in cui le società facciano "ricorso al mercato del capitale di rischio". Sul piano sostanziale, accade infatti che la presenza all'interno della compagine sociale di azionisti di fatto reclutati nel mercato, ossia nel contesto di una domanda di investimento soddisfatta attraverso l'accesso all'offerta concorrenziale di prodotti finanziari, determina una consistente stabile variazione delle relazioni di affidamento ai quali si è sopra fatto riferimento. Così, la chiara modifica nella titolarità del capitale (rispetto all'ipotesi della società chiusa) cui si assiste, produce contraccolpi evidenti nei riguardi delle due relazioni societarie più propriamente riconducibili alla dinamica di agency, le quali su tale titolarità si basano: quelle tra maggioranza e minoranza e tra soci e amministratori<sup>16</sup>. In particolare, dal primo punto di vista, si riduce la parte del capitale effettivamente rilevante in concreto ai fini della formazione delle maggioranze partecipative: e ciò, per una misura corrispondente all'avvenuto reclutamento di "consumatori disinteressati" alla partecipazione alla governance societaria. Dal secondo punto di vista, la caratterizzazione eminentemente finanziaria dell'investimento in capitale del socio-consumatore accentua la spersonalizzazione del rapporto con gli organi di amministrazione e controllo, enfatizzandosi correlativamente il problema di non potersi basare il rispetto dei doveri fiduciari esclusivamente sullo spontaneo esercizio dei poteri di voce dei soci, ai quali occorre affiancare meccanismi esterni agli stessi.

È facile rinvenire esempi di tale dinamica nelle previsioni positive. Come già evidenziato in dottrina<sup>17</sup>, alle speciali norme in tema di quorum assembleari o di soglie per l'esercizio dei diritti della minoranza (v. ad es. art. 2368, co. 2)<sup>18</sup> è sottesa l'esigenza di ritrarre il potere percentuale della maggioranza in base al capitale effettivamente "attivo". In altre parole, se i concetti di maggioranza e minoranza si formano tenendo presenti le percentuali di rischio assunto rispetto all'insieme degli investitori (effettivamente o presumibilmente) "attivi", il variare del numero complessivo di tali investitori correlato alla diffusione di capitale presso i consumatori in una società "aperta" non può che comportare una parallela modifica delle percentuali in parola, rispetto all'ipotesi ordinaria di titolarità delle azioni registrabile in una società "chiusa". Sul diverso fronte, invece, del rapporto tra soci e amministratori, alla constatazione della diffusione del capitale presso consumatori inerti, cui è legato il potenziale abbandono del ruolo organizzativo delle minoranze, di impulso alla governance virtuosa, corrisponde l'idea di integrare i tradizionali strumenti di controllo, introducendo figure e procedure nuove. A tale logica si collegano norme come l'estensione al pubblico ministero della

---

<sup>16</sup> Per tale rilievo v. già quanto si osservava in P. ABBADESSA-E. GINEVRA, *op. cit.*, 10 ss.; per valutazioni non del tutto coincidenti cfr. M. SCIUTO, *op. cit.*, 138; M. MAUGERI, *op. cit.*, 1258 ss. (il quale però discute di contenimento dei costi di agenzia).

<sup>17</sup> Cfr. ad es. l'esempio portato da M. SCIUTO, *op. cit.*, 139, in relazione alla modifica del *quorum* (da un quinto a un quarantesimo del capitale sociale) prevista dall'art. 2393-bis per la legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità da parte della minoranza. L'A. peraltro evidenzia che "sono proprio le norme del genere appena esemplificate" "a costituire il c.d. scalino normativo fra società chiuse e società aperte non quotate".

<sup>18</sup> Per la completa rassegna delle norme rilevanti in proposito, rinvio ad P. ABBADESSA-E. GINEVRA, *op. cit.*, 10 ss.; M. SCIUTO, *op. cit.*, 138.

legittimazione alla denuncia di gravi irregolarità (art. 2409 c.c.) o lo stesso sistema delle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c.)<sup>19</sup>.

3.2. (Segue): *la distinta rilevanza di mercato primario e secondario*. – Procedendo nell'analisi, bisogna ancora notare che l'art. 2325-bis in realtà considera, nei suoi distinti commi, due differenti tipologie di impatto che la presenza del mercato all'interno del capitale (e dunque l'avvenuto "ricorso al mercato del capitale di rischio" da parte dell'emittente) genera nei riguardi della disciplina codicistica societaria.

La prima tipologia di influenza è quella di cui si è fin qui discusso, la quale si determina in ogni caso in conseguenza del fatto che i titoli azionari hanno costituito oggetto di una operazione di c.d. mercato primario, e dunque già soddisfatto in concreto una domanda di prodotti finanziari. Detta sola circostanza è infatti suscettibile di caratterizzare la relazione tra società emittente e socio (aderente al collocamento) come "rapporto di consumo", in cui l'azione è vista (e vissuta) quale bene essenzialmente suscettibile di recare un'utilità finanziaria al suo possessore, alternativo ad altri equivalenti e a esso sostituibili, presenti nel mercato: il che basta per mutare la dinamica organizzativa nei termini già sopra evidenziati<sup>20</sup>. Si tratta del medesimo primo angolo visuale da cui è valutata, nell'art. 2325-bis, pure la quotazione delle azioni in un dato mercato regolamentato: la quale è pertanto considerata nel primo comma della disposizione non in quanto tale, ma come fatto che necessariamente presuppone (come la "diffusione" in sé) una già avvenuta negoziazione delle azioni nel mercato primario. E tale logica, peraltro, spiega il rinvio operato dalla Consob, per

<sup>19</sup> Per la verità le regole in tema di operazioni con parti correlate sono spesso lette – come la stessa disciplina del conflitto di interessi – in altro modo, ossia come previsioni intese a rafforzare l'interesse alla ponderatezza delle decisioni consiliari contro il rischio che su queste incidano fattori spuri, quali appunto gli interessi dei soggetti correlati, fonte di inefficienza: in questo senso, in relazione al ruolo svolto dal comitato parti correlate, v. G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, 83; E. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da M. IRRERA, Bologna, 2016, 564; più in generale, sulla funzione della correttezza procedurale ex art. 2391-bis-c.c., v. A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1358; V. CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 227. Tuttavia, l'adeguata valorizzazione del dovere di *loyalty* quale strumento per la salvaguardia dell'allineamento tra gestori e investitori non può non portare nella diversa direzione qui segnalata, l'unica peraltro compatibile con la circostanza che il perimetro dell'istituto è formalmente circoscritto – appunto – alle società aperte: sul tema, cfr. M. GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2022, *passim*; per lo stretto collegamento tra l'istituto e le esigenze allocative del mercato, M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2020, 41 s.

<sup>20</sup> L'inserimento del titolo in un'operazione di mercato primario comporta dunque l'adozione normativa di un preciso angolo visuale, trattandosi di disciplinare l'operazione non (o non solo) dal lato dell'interesse dell'agente ma da quello oggettivo dell'equilibrato incontro tra domanda e offerta: in termini sostanzialmente analoghi v. C. ANGELICI, *op. cit.*, 545 (sebbene il ragionamento dell'A. è riferito alle società con azioni quotate). È tale punto di vista che consente di spiegare, ad es., una disciplina quale quella del prospetto informativo in caso di offerta al pubblico, la cui passata lettura in funzione dei doveri di protezione del consumatore è comprensibilmente in fase di superamento: v., al riguardo, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018, 81 s., il quale per un verso rileva che la funzione del prospetto è di "consentire al mercato un investimento consapevole, pervenendo alla formulazione di un prezzo corretto", per un altro evidenza che la pubblicazione del prospetto specificamente "segnala al mercato che l'emittente 'fa sul serio' e che il suo impegno nei confronti del pubblico degli investitori è pertanto credibile"; cfr., adesivamente, m. PALMIERI, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il testo unico finanziario*, cit., 1302; M. ARRIGONI, *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, in *Società*, 2017, 1361.

definire la fattispecie dei titoli diffusi, a quegli istituti che sono appunto tipicamente presupposti da una vicenda ascrivibile al mercato primario, ossia l'offerta pubblica e il collocamento<sup>21</sup>.

Una diversa influenza è quella invece considerata dal co. 2 dell'art. 2325-bis, nel punto in cui precisa che per le società con titoli quotati in mercati regolamentati è pure stabilito un "diverso" trattamento dettato "da altre norme": peraltro contemplate, oltre che da leggi speciali, da "questo codice". Tale ultimo inciso con evidenza segnala come la rilevanza della vicenda della quotazione nei riguardi della tradizionale regolamentazione delle relazioni di agency non si esaurisce nella dinamica prima riferita, investendo anche altro<sup>22</sup>. E il dato si puntualizza attraverso una serie ulteriore di previsioni, le quali considerano il mercato regolamentato in ragione (non più solo del presupporre l'accesso al capitale dell'investitore-consumatore bensì piuttosto) delle sue peculiari qualità, e cioè segnatamente come fonte dell'attribuzione alle azioni del connotato – tipicamente collegato alla negoziazione in mercati secondari – della liquidità: carattere suscettibile di soddisfare il corrispondente bisogno del socio<sup>23</sup>, al contempo neutralizzando quegli istituti altrimenti rivolti a soddisfarlo in singole fattispecie<sup>24</sup>. Si giustificano così, ad es.: la previsione della parziale escludibilità astratta del diritto di opzione, in quanto appunto potenzialmente inutile, a certe condizioni ed entro determinati limiti, nelle società con titoli quotati (art. 2441, co. 4); o le regole speciali stabilite in tema di prelazione sulle azioni inoplate e recesso (art. 2437-ter, co. 3).

4.1. *Società aperte e TUF*. – Come noto, tutt'altra è la logica sottesa alla considerazione normativa delle società nel (la parte IV del) TUF.

In tale diverso contesto, la legge guarda al mercato finanziario in sé – in quanto istituzione<sup>25</sup> – avendone di mira il sostegno e lo sviluppo. Diretto obiettivo, pertanto, dell'intervento del legislatore nei riguardi dell'azione privata è qui, non tanto il riconoscimento e la delimitazione della libera iniziativa (che diviene solo un presupposto delle regole in esame), quanto la fissazione di situazioni soggettive – per lo più passive – intese al migliore funzionamento della "gara concorrenziale" tra gli offerenti di strumenti finanziari agli investitori<sup>26</sup>. Si vuole così che la relativa domanda sia adeguata-

<sup>21</sup> Per una definizione dei rapporti tra collocamento e offerta al pubblico, con l'evidenziazione dei casi in cui i due istituti non vengono ad affiancarsi (tra cui quello del *crowdfunding*), C. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 648 ss.

<sup>22</sup> V. su tale profilo, soprattutto, i rilievi di M. MAUGERI, *op. cit.*, 1256.

<sup>23</sup> Sul punto paiono rilevanti le osservazioni della più attenta dottrina, la quale evidenzia come la quotazione delle azioni nei mercati secondari importi l'attrazione nella compagine sociale di soggetti aventi stabile interesse al valore di scambio delle azioni (contrapposto al "valore fondamentale"), la cui potenziale realizzazione continuativa fonda la naturale sua considerazione da parte dell'emittente, col conseguente problema normativo di doverne tenere conto della definizione delle regole di *governance*: v. M. MAUGERI, *op. cit.*, 1234 ss.; per un analogo cenno al tema cfr. pure M. COSSU, *op. cit.*, 60.

<sup>24</sup> Tale considerazione pare consentire di ricondurre a unità sul piano funzionale l'ampia serie di previsioni sparse nel codice in relazione alla fattispecie in questione, così potendosi superare il rilievo che in passato aveva condotto chi scrive a profilare l'assenza "di un'unica ispirazione politica": v. P. ABBADESSA-E. GINEVRA, *op. cit.*, 11, ove anche un'indicazione dettagliata delle norme coinvolte.

<sup>25</sup> V. sul punto M. COSSU, *op. cit.*, 4.

<sup>26</sup> Si permette così al mercato, come è stato autorevolmente ricordato, "di svolgere la funzione, quella fondamentale di un'economia liberale, di orientare l'allocazione delle risorse: la sua efficienza allocativa":

mente indirizzata sulla base degli esiti di tale competizione, e che tale fatto a sua volta induca gli offerenti a eventualmente ricalibrare in termini migliorativi l'offerta. In un tale quadro, le società sono evidentemente disciplinate quali "emittenti" di quegli strumenti finanziari oggetto di offerta e dunque come soggetti in grado di condizionarne la coerenza con il perseguimento degli obiettivi economici appena ricordati<sup>27</sup>.

Se qui è dunque molto diverso, rispetto a quello codicistico, l'angolo visuale dell'intervento normativo, le sue direttrici si rinvergono nitidamente scolpite nell'art. 91 TUF, che, all'esordio della parte IV di tale testo, appunto in generale intitolata alla "disciplina degli emittenti", pone i fondamentali principi della tutela degli investitori e della trasparenza ed efficienza del mercato (dei capitali e del controllo). E alla regolamentazione della condotta societaria il legislatore si dedica quindi – a partire dal titolo III della citata parte IV – con previsioni le quali per definizione non possono che riguardare società "aperte", qui intese nel più generale senso di presenza nel mercato di "titoli" da esse emessi, anche diversi dalle azioni. Ma è rilevante ora notare come tali disposizioni svolgono in termini di dettaglio i principi fondamentali di cui all'art. 91 TUF prima citati, in due separati capi, con soluzioni normative che riflettono la potenziale differente tipologia di "apertura" delle società: nell'un caso, cioè, collegate all'avvenuto generico accesso al mercato primario; nell'altro, a quella qualificata figura di ricorso al mercato del capitale di rischio che più specificamente consegue alla quotazione delle azioni in un mercato regolamentato.

Di tale osservazione può darsi subito conto attraverso una sintetica rassegna di alcuni istituti trattati nelle menzionate norme, svolta seguendo il filo conduttore ora evidenziato.

4.2. (Segue): *gli istituti coinvolti dal principio della tutela degli investitori*. – Iniziando dal principio della tutela degli investitori, occorre per prima cosa notare che esso, contrariamente a quanto da qualcuno ritenuto<sup>28</sup> e allo stesso modo degli altri prin-

---

v. C. ANGELICI, *op. cit.*, 523; cfr., pure, dando conto delle ragioni di fondo della disciplina del TUF in tema di emittenti, A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001, 97.

<sup>27</sup> Cfr. ancora C. ANGELICI, *op. cit.*, 522, il quale evidenzia come la disciplina societaria in tale ambito "risente pure della circostanza che i suoi rapporti con tale mercato siano anche effettivi e non potenziali"; v. pure, per una simile impostazione, P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in *Società per azioni, governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 12 ss. Sulla tensione che le differenti finalità nei due comparti normativi può generare, e la evidenziazione della possibile emersione di un conflitto tra le rispettive esigenze v. ora R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA-A. MIRONE-R. PENNISI-P.M. SANFILIPPO-R. VIGO, vol. II, Torino, 2021, 802.

<sup>28</sup> V. al riguardo A.A. DOLMETTA-U. MINNECI, voce "*Borsa (contratti di)*", in *Enc. Dir.*, Agg. V, 2001, i quali – sebbene avendo riguardo all'analogo riferimento normativo al principio di tutela dell'investitore contenuto nell'art. 62, co. 1, TUF – adottano una visione delle regole di esso attuative strettamente funzionale alla protezione solidaristica dell'investitore. È peraltro diffusa l'opinione di collegare il più alto tasso di imperatività della disciplina delle società aperte alla tutela dell'investitore risparmiatore, visto come contraente debole: v. tra i tanti, F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 39; nella letteratura più recente v., ad es., S. CORSO, *op. cit.*, 96 s. In argomento cfr. ora i rilievi critici di M. MAUGERI, *op. cit.*, 1260; e v. pure le notazioni di C. ANGELICI, *op. cit.*, 531, secondo cui la centralità della prospettiva di perseguire il corretto funzionamento del mercato implica che solo di riflesso si curi la tutela dei singoli che vi partecipano.

cipi indicati nell'art. 91, riveste nel contesto normativo in osservazione valore eminentemente strumentale (e non finale): atteso che, secondo quanto già ricordato, il reale obiettivo normativo è qui rappresentato (non dalla protezione in sé degli interessi degli investitori ma) dal miglior funzionamento del mercato finanziario. Ne deriva che il precetto della “tutela degli investitori” in realtà rivela tecnicamente la positiva realizzazione di un programma di formazione e salvaguardia della fiducia che essi devono riporre nel mercato, affinché questo esista e si conservi<sup>29</sup>.

Un siffatto programma si può tradurre prima di tutto in una disciplina che miri al sostegno del mantenimento della canalizzazione produttiva degli investimenti finanziari, e dunque preservi l'affidamento degli investitori dal rischio di un loro “tradimento”, potenzialmente collegabile non solo all'eventualità dell'improvviso abbattimento del valore dei titoli acquistati ma pure all'eventuale constatazione della esistenza in concreto di disparità di trattamento. In una tale generale prospettiva, nessuna sensibile differenza può istituirsi a seconda che si tratti di titoli presenti solo nel mercato primario o anche in quello secondario: l'appartenenza dei valori al mercato finanziario, comunque sia caratterizzata, giustifica l'appuntarsi in essi della fiducia degli investitori da salvaguardare, nei termini poco sopra accennati. Si spiega così, evidentemente, l'ampia estensione degli ambiti applicativi di discipline quali il market abuse o l'opa<sup>30</sup>.

V'è però un'esigenza specifica di tutela degli investitori che può dirsi invece esclusiva del mercato secondario, essendo collegata all'affidabilità dei corsi contro il rischio di eccessiva volatilità. È noto infatti che, secondo quanto predicato dai teorici della Efficient Capital Market Hypothesis<sup>31</sup>, il migliore funzionamento del mercato presuppone che le valutazioni sugli strumenti finanziari che lo frequentano si formino con la maggior velocità e precisione possibile, e che questo richiede la concreta esistenza di avanzati meccanismi formali e sostanziali di percezione e trattamento da parte degli operatori di dati informativi rilevanti nei riguardi delle imprese emittenti. Perché un mercato possa aspirare a essere più evoluto deve essere dunque destinatario di norme ispirate all'esigenza di una pronta identificazione dei dati di business e organizzativi rilevanti per la periodica valutazione dell'impresa e che scongiurino l'eventualità di una percezione ritardata di eventuali problemi. Il che si traduce con evidenza, non solo nella sot-

---

<sup>29</sup> Comunemente si parla, a questo riguardo, della necessità che venga protetta l'integrità del mercato, la cui lesione è d'ostacolo, oltre che al processo di corretta formazione dei prezzi, dello stesso mantenimento di adeguati volumi di investimento. V. soprattutto, sul punto, i rilievi svolti dalla letteratura in materia di *market abuse*: A. PERRONE, *op. cit.*; G. NICODANO, *Insider trading, distribuzione del reddito ed efficienza del mercato finanziario*, in *Pol. Ec.*, 1990, 269.

<sup>30</sup> Sull'integrità come valore sotteso alla normativa in tema di *market abuse* si è già detto. Quanto all'opa, è nota la pluralità delle spiegazioni funzionali fornite al riguardo (cfr., da ultimo, P. BENAZZO, *Le o.p.a. volontarie*, in *Il testo unico finanziario*, cit., 1403). Certamente è da ricondurre all'istanza in parola la disciplina di opa obbligatoria (la quale tuttavia come noto opera quando l'offerta ha per oggetto azioni quotate), là dove si accolla la tesi (che pare decisamente condivisibile) della sua riconduzione alla finalità della paritaria distribuzione del premio di controllo. Si tratta, però, come noto, di questione ancora aperta: per un quadro delle varie posizioni si rinvia a A. TRISCORNIA, *Riflessioni sull'opa obbligatoria, ripercorrendone la ratio*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 105 ss.; in giurisprudenza è d'obbligo il rinvio a Cass., 13 ottobre 2015, n. 20560, in *Società*, 2016, 565.

<sup>31</sup> Per la quale può rinviarsi a R.J. GILSON-R. KRAAKMAN, *The mechanism of market efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.* (1984), 549; e, nella manualistica, A. PALMITER, *Securities regulation*, New York, 2014, 13 ss.; nella letteratura italiana cfr., di recente, C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 143 ss.



toposizione delle società a una rigorosa disciplina di report contabile, ma pure in un sistema di governance attento alla prevenzione di ogni potenziale deviazione dalla corretta amministrazione e all'istituzione di un assetto di vigilanza continuativa del relativo rispetto: e si tratta dei principi che sembrano in effetti sottesi alle speciali norme, in tema di nomina degli organi sociali e di funzionamento dell'apparato di controllo, previste per le società quotate in mercati regolamentati a partire dagli artt. 147-ter TUF<sup>32</sup>, le quali coniugano l'istanza di efficienza (su cui v. pure oltre) con quella appunto della tempestiva salvaguardia delle aspettative degli investitori.

I rilievi appena svolti mostrano peraltro come sia un errore prospettare di estendere senz'altro la disciplina appena citata a tutti gli emittenti titoli negoziati in mercati secondari, equiparando da tale punto di vista i mercati regolamentati e le altre tipiche trading venues (MTF o OTF): la cui esistenza obbedisce a scopi di incentivazione della liquidità dei mercati e che al contrario dei primi si basano sull'accettazione di una potenziale aleatorietà dei valori di negoziazione, attraendo a buon diritto per tale ragione un investimento eminentemente speculativo<sup>33</sup>.

4.3. (Segue): *il differente impatto della trasparenza nei mercati primario e regolamentato*. – Il principio di trasparenza come noto rappresenta elemento cardine del funzionamento del mercato finanziario. Solo sulla scorta di un adeguato regime riguardante gli obblighi informativi degli emittenti è immaginabile di potersi adeguatamente indirizzare la domanda di strumenti finanziari nei riguardi della corrispondente offerta, consen-

---

<sup>32</sup> Come noto le norme in parola sono spesso in prevalenza spiegate facendo piuttosto esclusivo riferimento a un'istanza di efficiente gestione; e in effetti mentre alcune di queste, come ad es. la previsione sull'obbligo di nomina di organi indipendenti, appaiono più immediatamente riconducibili alla logica ora evidenziata nel testo, per altre (quali la regola dell'amministratore o il sindaco di minoranza o sulle quote rosa) il collegamento è certo meno immediato, sì che è non è peregrino ipotizzare una potenziale varietà di spiegazioni funzionali. Cfr., sul tema, M. MAUGERI, *op. cit.*, 1236 s., il quale propende per l'assegnazione di un ruolo informativo per il mercato agli amministratori di minoranza. Sulla questione peraltro incide quella tecnica normativa, in via di identificazione nella esperienza internazionale (v., per una ricognizione della giurisprudenza statunitense in materia di operazioni con parti correlate, D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, in ODCC, 2016, 139 ss.; in particolare, cfr. *In re MFW Shareholders Litigation*, in 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013), 514 ss.; *In re Dole Food Co., Inc. Stockholder Litigation*, in 2015 WL 5052214 (Del. Ch. 2015), 21 s.), ispirata all'idea di risolvere i problemi di prevenzione del tradimento degli investitori, tradizionalmente risolti in ambito di *fiduciary law* col ricorso allo strumento del *duty of loyalty* dei *fiduciaries*, per il tramite di norme intese a garantire il rispetto dell'efficienza nella gestione dell'emittente, solitamente appannaggio del *duty of care*: il riferimento in proposito è alle regole di proceduralizzazione dell'azione gestoria nonché alla recente emersione del "dovere di correttezza" (il quale appunto pare frutto di una sorta di conversione, o forse dovrebbe dirsi "riduzione", del *duty of loyalty* nel *duty of care*): per una recente riflessione sul punto, nel contesto della lettura della disciplina delle operazioni con parti correlate, v. M. GHILARDI, *op. cit.*, 72 ss. e 193 ss., ove riferimenti.

<sup>33</sup> Come noto i sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati si sono sviluppati soprattutto con l'abbandono (con MiFID I) del vincolo di concentrazione degli scambi, ciò tuttavia generando un problema di incremento della negoziazione non trasparente (c.d. *dark trading*), e di riflesso di liquidità e stabilità dei mercati: v. su quest'ultimo tema soprattutto G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: from MiFID I to MiFID II*, in EBOLR, 2012, 558; G. FERRARINI-P. SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, 2015, 83; avendo invece riguardo alla questione dei rapporti tra concorrenza e regolazione, cfr. R. MORONI, *MiFID e Regulation Nms: aspetti comparativi*, in BMR, 261.

tendosene così una selezione in base al merito<sup>34</sup>: fatto basilare perché la gara concorrenziale possa effettivamente aver luogo e il mercato svolgere così il suo compito<sup>35</sup>.

Di nuovo, però, è immediato notare che l'esigenza di trasparenza si declina diversamente nei separati contesti del mercato primario, da una parte, e dello speciale mercato secondario rappresentato dal mercato regolamentato, dall'altra. E, inverso, dalla piana lettura delle disposizioni di legge si ricava che il primo contesto è già sufficiente perché sorga l'esigenza di una pervasiva diffusione di informazioni sulla società e i titoli che vengono da essa emessi, e ciò sia in sede di collocamento, come deriva dalla disciplina del prospetto informativo<sup>36</sup> sia pure in seguito a tale evento, secondo quanto sancito dagli artt. 17 Reg. UE n. 596/2014 (c.d. MAR) e 116 TUF in relazione alle informazioni privilegiate. Tuttavia, è pure non dubitabile che l'ingresso delle azioni nei mercati regolamentati implica un significativo ampliamento degli obblighi informativi a carico della società, i quali non sembra certo azzardato configurare quali strumenti intesi ad agevolare il processo di più puntuale formazione dei corsi. Nei mercati regolamentati la trasparenza involge aspetti dell'organizzazione che in termini generali possono invece essere omessi come oggetto di disclosure oltre che da parte di emittenti titoli diffusi da parte di società con titoli negoziati nelle minori trading venues; ciò sempre per la diversa intensità con cui viene sentita dal legislatore in tali sedi la citata Efficient Capital Market Hypothesis. Si fa riferimento, evidentemente, a questo proposito, alle regole in ordine alla Relazione sul governo societario, nonché, sebbene il punto sia più dubbio, alle previsioni generali sugli assetti proprietari<sup>37</sup>.

4.4. *Efficienza del mercato e diritti dei soci.* – La formalizzazione del principio di efficienza del mercato (dei capitali e del controllo) implica un impegno normativo nei riguardi della concreta realizzazione del risultato astrattamente affidato a detta istituzione. Nel contesto della disciplina degli emittenti ciò si dovrebbe tradurre in strumenti rivolti a fare in modo che la gara concorrenziale possa effettivamente produrre per le società uno stimolo al miglioramento della propria offerta di strumenti finanziari, ossia della propria stessa organizzazione. In termini ancora più diretti, se si segue tale linea concettuale le norme ispirate a tale principio dovrebbero, per un verso, agevolare il ridirezionamento degli investimenti verso le offerte più meritorie o adeguate, per un altro, facilitare il processo di rimodulazione dell'offerta da parte degli emittenti che abbiano subito l'exit, rimuovendo eventuali ostacoli organizzativi presenti all'interno del sistema di governance degli stessi.

---

<sup>34</sup> V., tra i tanti, C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 250 ss.; C. PRESCIANI, *op. cit.*, Torino, 2020, 143 ss.

<sup>35</sup> È in tal senso che la trasparenza viene considerata a sua volta uno strumento per tutelare l'efficienza del mercato, soprattutto in quanto consente di fissare correttamente il prezzo degli strumenti negoziati: v. C. PRESCIANI, *op. cit.*, 144, ove ampie citazioni, pure relative alla diffusa tendenza a porre l'accento sulla funzione di tutela degli investitori. Su quest'ultimo punto cfr. anche, da ultimo, R. SACCHI, *op. cit.*, 800.

<sup>36</sup> Per la cui analisi di dettaglio rinvio a E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, cit., 308 ss.

<sup>37</sup> Sul tema cfr. da ultimo, ampiamente, C. PRESCIANI, *op. cit.*, *passim*, la quale tuttavia giunge a una diversa ricostruzione della *ratio* delle regole di trasparenza degli assetti, vista più in funzione della facilitazione del dialogo interno tra i soci.

Ciò premesso, sembra doversi constatare un'assenza di previsioni ispirate a tali direttrici con riferimento agli emittenti che abbiano avuto unicamente accesso al mercato primario. Le regole "più generali" che possono infatti ascrivarsi a tale logica – nella misura in cui agevolano l'effettivo ricorso alla wall street rule – sembrano quelle sulla legittimazione all'esercizio dei diritti dettate in relazione i valori mobiliari emessi in forma scritturale: si pensi, evidentemente, alla previsione concernente la c.d. record date<sup>38</sup>. Si tratta, però, come noto, di regole il cui ambito applicativo necessario coincide con l'immissione dei titoli in una qualunque trading venue e dunque con l'attivarsi di un mercato secondario (sebbene non rappresentato da quello regolamentato).

È nell'ambito qualificato del mercato regolamentato che il principio di efficienza pare invece assumere straordinaria importanza, sembrando a esso potersi ricondurre l'intera serie di speciali previsioni concernenti azionisti e assemblea (di s.p.a. con azioni quotate), le quali è pacifico implicino un intento legislativo di sollecitare o agevolare la partecipazione virtuosa dei soci di minoranza al confronto nei riguardi, da un lato, con gli organi di gestione, dall'altro, con gli azionisti di controllo. I termini entro i quali tale dinamica si può o deve svolgere sono come noto al centro di un dibattito mondiale che dura da un secolo ed è tuttora assai vivace<sup>39</sup>. Se la ricostruzione dell'affresco è troppo complessa per potersi ora anche semplicemente immaginare di richiamarne le relative coordinate<sup>40</sup>, la particolare prospettiva adottata nella presente indagine – con l'evidenziazione delle diverse logiche di codice civile e TUF – spinge tuttavia a una notazione. In particolare, sembra utile osservare che la tematica classica della configurazione normativa dei diritti dei soci in funzione di stimolare una spontanea pressione nei riguardi della diligente o efficiente gestione da parte degli amministratori pare meglio sposarsi con la missione che si è vista tipica della normativa codicistica, peraltro incentrata dal punto di vista ora in esame sulla modulazione del rapporto potere-

---

<sup>38</sup> V. tra gli altri, per un'analoga evidenziazione, C. ANGELICI, *La record date*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. MAUGERI, Milano, 2015, 75.

<sup>39</sup> Non occorre certo precisare i riferimenti al tema della separazione tra proprietà e controllo, inaugurato dal celebre libro di A.A. BERLE-G.C. MEANS, *The modern corporation and private property*, risalente al 1932; solo, è forse il caso di ricordare che se i più moderni studi di analisi economica hanno consentito di realizzare come la classica logica fiduciaria sia integrata nei mercati da meccanismi esterni, spesso molto più efficaci, la dottrina non ha ancora tuttavia abbandonato l'idea della necessaria "cura" dell'apatia razionale dell'azionista diffuso, o della individuazione di meccanismi sostitutivi ispirati al medesimo schema. Ne è la dimostrazione il capitolo letterario del c.d. attivismo degli investitori istituzionali, periodicamente ripreso nel convincimento di una potenziale assegnazione ai medesimi di un ruolo di controllo effettivo paragonabile al socio di minoranza delle società chiuse: può rinviarsi al riguardo a opere quali quelle di A. IRACE, *op. cit.*, *passim*; o la collettanea *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, cit.; o ancora di C. SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 7 ss. Gli sforzi di giungere, però, alla prospettazione di un'efficace spinta dei soci nei riguardi delle scelte gestorie hanno avuto scarso esito: cfr., incisivamente, il giudizio di P. MONTALENTI, *La disciplina degli emittenti: profili generali*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 221, il quale rileva che la partecipazione del socio all'assemblea di società quotate "assolve a una funzione marginale di generale condivisione o opposizione alle politiche di bilancio", mentre "la wall street rule mantiene la sua priorità".

<sup>40</sup> Per un'accurata riflessione sul ruolo del socio di società quotata, con l'evidenziazione della sua evoluzione nella valutazione storica da parte del mercato e normativa, specie tenendo presente le più moderne tendenze a valorizzare le prospettive *long term oriented* e la considerazione in vario modo, insieme agli interessi dei soci, di quelli degli *stakeholders*: v. P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 227 ss.

rischio<sup>41</sup>. Nell'ottica, invece, che si è detto tipica del TUF, di una disciplina societaria essenzialmente rivolta all'innescio del meccanismo di mercato, le norme relative agli azionisti paiono spiegarsi in vista della potenziale rilevanza che i relativi comportamenti possono comportare nei riguardi del pricing delle azioni, e dunque come solo indiretta induzione di amministratori<sup>42</sup>. In tale ordine di idee sembra, insomma, che sia soprattutto il valore segnaletico per il mercato della posizione assunta dagli azionisti rilevanti nei riguardi di una data decisione a giustificare la moderna configurazione normativa degli *shareholders rights* – con le particolari regole sull'assemblea o più di recente il sistema di c.d. trasparenza degli investitori istituzionali – e in generale la progressiva rilevanza dei soci caratterizzati, e del relativo voto, il quale sempre più pare dismettere le fattezze del voice<sup>43</sup> per assumere le sembianze di un – semplice ma potentissimo – say.

---

<sup>41</sup> Va avvisato tuttavia che alla medesima logica (più consueta al diritto societario tradizionale) sembrano potersi e doversi ascrivere le norme del TUF o del diritto del mercato finanziario che guardano ai soci come strumento di prevenzione di condotte azzardate o illecite degli amministratori, fonte di danno diretto per gli emittenti e implicanti il potenziale tradimento degli investitori nonché più in generale il pregiudizio del mercato. È in tale precisa prospettiva (e non nell'altra del potenziamento della redditività tramite il confronto competitivo) che pare spiegarsi ad es. l'istanza di sollecitazione della partecipazione *long term* degli investitori istituzionali, formulata a livello di UE nel Libro Verde della Commissione dell'aprile 2011 (e del successivo Piano di Azione del dicembre 2012) a cui ha fatto seguito (sul punto) la Direttiva 2017/828 sull'attivismo degli azionisti. Del resto, che sia possibile e necessario tracciare una distinzione tra il ruolo dei soci e degli stessi investitori istituzionali nella *governance* è dato ormai acquisito dalla letteratura, che da tempo ravvisa nella presenza di questi ultimi nella compagine sociale un possibile contenimento ai problemi di agenzia tra soci e amministratori: cfr. B.S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Michigan Law Review*, 1990, 527 ss.; ID., *Agents watching agents: the promise of institutional investors voice*, in *UCLA Law Review*, 1992, 811 ss.; R.J. GILSON-R. KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, in *Stanford Law Review*, 1991, 863; nella dottrina interna v. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 315. In quest'ottica, peraltro, si giustifica la previsione di un trattamento normativo specificamente destinato all'azionariato istituzionale, come, appunto, le recenti disposizioni in tema di trasparenza sulle *engagement policies* e sugli orizzonti temporali: cfr. C. PRESCIANI, *op. cit.*, *passim* secondo la quale tali previsioni non contrasterebbero con il principio di parità di trattamento tra gli azionisti; più in generale, sulla possibilità di riservare agli investitori istituzionali un trattamento diverso da quello previsto per gli investitori retail v. anche SANDEI, *op. cit.*, 11 ss.; G. STRAMPPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 414. Merita di essere segnalata, peraltro, la più recente tendenza di ulteriormente distinguere tra diverse tipologie di azionisti istituzionali (e, segnatamente, tra “mutual funds” e “hedge funds”), nella convinzione che le relative peculiarità strutturali si riflettono sulla loro propensione all'attivismo nell'ambito della *governance* delle società partecipate (v. sul punto, M. KAHAN-E.B. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 1021 ss.; E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 2015, reperibile al sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).; R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, 863, i quali danno conto pure delle dinamiche di collaborazione che possono intercorrere tra diversi azionisti istituzionali; nella letteratura interna M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.), sì da meritare una risposta normativa ulteriormente particolareggiata: nella letteratura interna v. sul punto ancora C. PRESCIANI, *op. cit.*, 265 ss. e 309 ss., la quale offre una diversa spiegazione delle norme sulla trasparenza degli investitori istituzionali a seconda della categoria di appartenenza dell'investitore stesso.

<sup>42</sup> Sulla correlazione tra, da una parte, le condotte degli azionisti rilevanti nei riguardi della condivisione o meno delle linee gestorie e, dall'altra, i corsi azionari, v. M. MAUGERI, *op. cit.*, 1228.

<sup>43</sup> E v., sulla svalutazione del ruolo dell'assemblea, considerata spesso un vuoto rito, nella direzione della valorizzazione del dialogo organizzato e trasparente tra azionisti di riferimento e amministratori, P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, 246 ss., ove ulteriori riferimenti.

5. *S.r.l. con quote offerte al pubblico (ex art. 100-ter, co. 1-bis, TUF) e disciplina di mercato.* – Come notato in principio di trattazione, un ultimo fronte generatosi nel dibattito intorno al fenomeno delle società aperte riguarda le s.r.l. Si è infatti da più parti evidenziata in dottrina la potenziale riconducibilità all’ambito in esame anche di questa tipologia societaria, alla stregua della recente produzione normativa che l’ha riguardata come modello organizzativo delle PMI, specie a partire dalla riforma di cui al d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

Soprattutto, in tale prospettiva si è rimarcata la rilevanza dell’art. 4.3. lett. c), di detto decreto, il quale come noto ha novellato l’art. 100-ter TUF, introducendo il co. 1-bis, secondo cui “in deroga a quanto previsto dall’art. 2468, co. 1, c.c. le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto”. Il precepto, si è detto peraltro<sup>44</sup>, nel configurare una fattispecie di società aperta nei limiti in cui si rendono le partecipazioni di s.r.l. assoggettabili a un’offerta pubblica, va letto nel contesto di un più generale positivo moderno affiancamento delle quote alle azioni quali sub-fattispecie di valori mobiliari, il quale si reputa essersi a sua volta operato in via legislativa<sup>45</sup> per effetto: dal lato del diritto societario, dell’espressa ammissibilità dell’istituzione di categorie di quote e di un sistema di loro circolazione dematerializzata; da quello del diritto dei mercati, dell’avvenuta previsione dei c.d. mercati di crescita per le PMI (ex art. 69 TUF). E la conseguenza – si afferma ancora – di tale nuovo mosaico normativo è la necessità di procedere (in attesa di auspiccate riforme) a una lettura evolutiva del sistema di legge ispirato, per tale s.r.l. aperta, a un’attenta applicazione selettiva del relativo regime che sia tipologicamente guidata<sup>46</sup>.

Ciò premesso – e con l’avvertenza che data l’esuberanza del tema rispetto alla presente sede ci si deve ora limitare a pochi cenni – pare doveroso segnalare che le precisazioni più sopra svolte in ordine ai rapporti tra società e mercato rendono per la verità prospettabili conclusioni differenti rispetto a quelle appena riassunte. Si è prima rilevato, infatti, che le esigenze sostanziali puntualmente sottese alle previsioni della s.p.a. aperta sorgono in corrispondenza di vicende che devono ascrivere a una dinamica propriamente qualificabile come “di mercato”, di tipo primario o secondario che sia. Così, si è rimarcato che lo speciale regime cui rinvia l’art. 2325-bis c.c. dipende non in sé dalla mera numerosità della base partecipativa bensì dalla circostanza che in sede di primo collocamento o di successiva negoziazione si intercetti una “domanda” che pos-

<sup>44</sup> Cfr. tra gli altri, P. BENAZZO, *op. cit.*, 638 s. (in termini particolarmente netti); O. CAGNASSO, *op. cit.*, 1211 ss.; M. CIAN, *op. cit.*, 819 ss.; G. PRESTI, *op. cit.*, il quale parla di “una vera e propria rivoluzione”, posto che “per le PMI cade il divieto di offerta al pubblico delle quote”.

<sup>45</sup> Prospettandosi, a detta degli studiosi in commento, una “compulsiva manipolazione genetica del tipo s.r.l.”: v., testualmente, P. BENAZZO, *op. cit.*, 636.

<sup>46</sup> “Di fronte a tali incongruenze” rileva ancora P. BENAZZO, *op. cit.*, 642, “l’interprete non può rimanere inerte”, con la conseguente “necessità che lo sguardo si rivolga a una compiuta rivalutazione del sistema normativo, tra disciplina della s.r.l. e disciplina della s.p.a.”, dovendosi in tale prospettiva chiarire “come l’innesto dei due corpi di disciplina possa avvenire”, “con quale estensione”, e “su quale piano si vada ad allocare, ossia se in punto di integrazione ovvero solo di interpretazione della disciplina di diritto comune”. V., pure, tra il resto, M. CIAN, *Srl PMI, srl, SpA: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818; O. CAGNASSO, *op. cit.*, 1223 ss. Sul tema della ricostruzione della disciplina delle s.r.l. che fanno ricorso al *crowdfunding* v. ora lo studio monografico di S. CORSO, *op. cit.*, spec. 183 ss.

sa appunto definirsi “di mercato” in senso tecnico, ossia identificabile e rilevante sul piano della disciplina che di tale fattispecie si occupi per la sua funzione allocativa e dunque in una logica concorrenziale che veda contrapposti produttori e distributori, da una parte, e consumatori, dall'altra. E questo significa che, allorché un dato fatto non appartenga invece a tale preciso ambito, ma magari a uno solo contiguo, la circostanza che si attivino i medesimi interessi e correlati bisogni di tutela non possa essere data per presupposta ma vada puntualmente verificata.

Ora, in relazione alla vicenda cui fa formale riferimento l'art. 100-ter, co. 1-bis, cit., può in effetti dubitarsi che ricorra lo stesso schema fenomenico di quello appena richiamato. Va infatti tenuto presente che, sulla scorta dell'ultimo inciso della disposizione in questione, la deroga all'art. 2468 è ipotizzabile solo negli specifici “limiti previsti nel presente decreto”, e quindi comunque (in ragione del rinvio contenuto nell'art. 100-ter, co. 1) avendo riguardo alle offerte di strumenti finanziari emessi dalle PMI che siano sotto la soglia rilevante ex art. 100, co. 1, lett. c): la quale è la medesima in generale stabilita per l'esenzione dall'obbligo di prospetto, ossia a oggi quella di ammontare inferiore a otto milioni<sup>47</sup>. Già solo tale dato porta a domandarsi se, del pari di quanto comunemente si ritiene nell'ambito del diritto della concorrenza<sup>48</sup>, in realtà l'ipotesi del socio “consumatore” di un'offerta sotto soglia non possa equipararsi, sul piano del trattamento normativo, a quella di chi aderisca a una sollecitazione di mercato “in senso pieno”. Ma la considerazione si rafforza allorché si realizza che, secondo quanto avvertito dalla dottrina specialistica, l'investitore tipicamente destinatario del crowdfunding, ossia dell'unica (benché teoricamente non esclusiva) ipotesi positivamente disciplinata di offerta sotto soglia<sup>49</sup>, è un soggetto del tutto particolare, in quanto caratterizzato dalla propensione a farsi guidare dalla “onda emotiva” causata dalla personale valutazione di una certa idea produttiva o di un determinato obiettivo economico-sociale<sup>50</sup>. Cosicché non sembra azzardato prospettare che la quota offerta in crowdfunding non si possa qualificare senz'altro oggetto di una “domanda di consumo”, avente a oggetto un prodotto finanziario sostituibile con altro reperibile nel mercato dei capita-

<sup>47</sup> Come noto la Consob, con la delibera 21016/2019, ha elevato il precedente limite dei cinque milioni: si rimanda sul punto a E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, cit., 313 s.

<sup>48</sup> Si fa riferimento alla regola esistente in materia antitrust, per cui un comportamento può definirsi rilevante sul piano della sua disciplina di mercato, attivandone i relativi divieti, solo là dove abbia un effettivo impatto nei confronti del gioco concorrenziale, alterandolo o falsandolo. Come noto, così, in tema di divieto di intese, esiste una specifica esenzione per l'ipotesi in cui la deviazione rispetto all'ipotesi teorica ideale risulti *sensibile* (se si fa riferimento alla regola unionista) o *consistente* (se si guarda al nostro art. 2 l. n. 287/1990). Sul punto, in relazione all'illustrazione dell'evoluzione del quadro giurisprudenziale e regolamentare attuativo del principio in questione (quadro che mostra ad es. la non rilevanza dal punto di vista antitrust di vicende che coprono basse quote di mercato), si rinvia a F. GHEZZI-G. OLIVIERI, *Diritto antitrust*, Torino, 2019, 130 ss.

<sup>49</sup> Non è per vero reso esplicito dalla legge se la deroga all'art. 2468 possa riguardare pure altre ipotesi: una risposta positiva sembra però senz'altro autorizzata dall'utilizzo del termine “anche” nel contesto dell'art. 100-ter, co. 1-bis: in tal senso, N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN-C. SANDEI, *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 243; P. BENAZZO, *op. cit.*, 638; *contra*, M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative della s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2019, 241 ss.

<sup>50</sup> V., per tale evidenziazione, V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario*, cit., 2325 ss.; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 650. Sulla identificazione della tipologia di investitori concretamente coinvolti dal fenomeno v. ora S. CORSO, *op. cit.*, 105 ss.

li, consideratene le peculiarità che ne fanno un prodotto “personalizzato”, sebbene di massa<sup>51</sup>. Di conseguenza, è lecito prospettare che non si debbano attivare nell’occasione i generali presidi di salvaguardia del mercato (il principale dei quali, in relazione al profilo dell’accesso al mercato di un nuovo strumento, è del resto il prospetto); né certamente sorge l’esigenza normativa, di cui si è ampiamente dato conto e in termini di principio prescritta dallo stesso art. 47, co. 2, Cost., di sorreggere il mercato sostenendo l’affidamento degli investitori contro il rischio di loro tradimento. Ciò non significa, è chiaro, che non vi sia un problema di tutelare gli investitori in quanto destinatari di una vicenda di intermediazione finanziaria nell’investimento<sup>52</sup>, come del resto accade in ogni ipotesi in cui il collocamento di prodotti finanziari non accompagni una vicenda soggetta all’obbligo di prospetto<sup>53</sup>.

A tutti questi rilievi, concernenti il profilo della (non) riconducibilità dell’offerta di cui all’art. 100-ter, co. 1-bis, al mercato primario in senso proprio, va aggiunta la nota-cia che è ancora meno scontata l’equiparabilità di quote ed azioni sia in termini generali<sup>54</sup> sia in relazione alla normativa sul mercato secondario. Contro l’opinione espressa su quest’ultimo punto in dottrina<sup>55</sup>, va osservato che per sostenere una siffatta equiparazione non può certo ritenersi sufficiente invocare la formula dell’art. 1-bis, co. 1, lett. a) – il quale a proposito della definizione di “valori mobiliari” discute di “azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società” – a superare il dubbio circa la strutturale incapacità della quota a prestarsi a un qualunque meccanismo di “incorporazione”, cartolare o dematerializzata, suscettibile di conferirle quel livello di astrattezza necessario per una circolazione nei mercati avente adeguato “grado” (nel senso sia quantitativo che qualitativo) di liquidità<sup>56</sup>; e non rappresenta un argomento contrario la

---

<sup>51</sup> Del resto, facendo leva sulle ordinarie dimensioni ridotte del collocamento, una parte della dottrina ha già sostenuto che si è in presenza di operazioni “sostanzialmente private”: v. G. FERRARINI, *Finanza e regole per la crescita delle imprese*, inedit, ma consultabile sul sito [www.Consob.it](http://www.Consob.it) e citato da A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, co. 1, c.c. e tutela dell’investitore*, in *La società a responsabilità limitata*, cit., 172. Le richiamate caratteristiche dell’operazione di collocamento di quote in ambiente *crowdfunding*, peraltro, sembrano autorizzare a profilare un suo accostamento con vicende di *private equity*, e in particolare con l’ipotesi della commercializzazione di quote di FIA non riservati, cui è in generale dedicato lo speciale sistema di tutela stabilito nell’art. 44 TUF. È chiaro però che si tratta di fattispecie aventi elementi formativi distinti, posta l’assenza, nel caso del collocamento delle quote, della necessaria frapposizione tra impresa emittente valori mobiliari e investitori di un organismo di investimento collettivo (è però possibile come noto che i portali siano gestiti da SGR o altri gestori di cui all’art. 1, co. 1, lett. q-bis), cui non sono nemmeno assimilabili, ove concretamente previsti, gli intermediari abilitati di cui all’art. 100-ter, co. 2-bis, lett. a).

<sup>52</sup> E v., per i presidi specifici stabiliti nella disciplina in commento, avendo riguardo agli obblighi di condotta dei gestori, v., tra gli altri, N. CIOCCA, *I portali*, cit., 273 ss.

<sup>53</sup> Per una rassegna dei casi in cui i due istituti dell’offerta pubblica e del collocamento non vengono ad affiancarsi (ma nel senso, opposto a quello sopra evocato, di offerta non seguita da collocamento), C. MO-SCA, *op. cit.*, 648 ss.

<sup>54</sup> In argomento, v. ora le approfondite pagine di M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA-G. MARASÀ, vol. I, Milano, 2020, 540 ss.

<sup>55</sup> Si allude a P. BENAZZO, *op. cit.*, 643; solo in senso dubitativo si esprime invece G. PRESTI, *op. cit.*, 483 s.; v. inoltre sul tema la più prudente posizione di S. CORSO, *op. cit.*, 29 ss., la quale pur ritenendo anacronistico il divieto di incorporazione di quote in titoli cartolari o scritturali esclude allo stato attuale la possibilità di una positiva equiparazione delle prime con le azioni sul piano della disciplina di mercato e dunque la possibilità di inquadrare le s.r.l. in questione tra le società aperte in senso proprio.

<sup>56</sup> Il difetto di astrattezza/autonomia della quota di s.r.l. ne comporta l’intrinseca debolezza sul piano dell’idoneità ad assicurare l’assenza di rischi circa l’altrui rivendicazione o l’opponibilità di eccezioni cau-

citata nuova invenzione normativa di quegli specifici sistemi di negoziazione definiti mercati di crescita delle PMI, posto che il relativo utilizzo potrebbe anche ritenersi essere astrattamente soddisfatto dal solo tipo spa. Né vale infine invocare, sempre nella medesima direzione, l'istituto delle categorie di quote, il quale può essere un requisito necessario ma non certo sufficiente all'incorporazione<sup>57</sup>. E una conferma importante – se non decisiva – di tali considerazioni è peraltro offerta dal diritto comparato: la s.r.l. “aperta” di cui si sta discutendo rappresenta fattispecie vicinissima alla c.d. Publikum-personengesellschaft, nella specifica forma, diffusa nella prassi, della GmbH & Co. KG, configurandosi in tale ipotesi, come noto, una fattispecie analoga alla nostra società in accomandita semplice in cui però l'accomandatario è rappresentato da una GmbH e gli accomandanti sono investitori reperiti presso il pubblico, ai quali vengono assegnate quote standard spesso fiduciariamente intestate a un intermediario<sup>58</sup>. Con riguardo a una siffatta figura, la dottrina tedesca segnala come la sua affermazione pratica – ormai consolidatasi da lungo tempo – si deve proprio alla possibilità di raccogliere investimento diffuso mantenendo una organizzazione personalistica, e senza che debba dunque applicarsi la rigida disciplina capitalistica<sup>59</sup>.

In definitiva, pertanto, la sussunzione nel genus delle società aperte della s.r.l. che collochi quote “nel mercato” nello specifico senso e con le modalità legittimati dall'art. 100-ter, co. 1-bis, non è certo scontata; anzi, v'è il rischio che a una soffermata analisi un siffatto inquadramento si riveli frutto di un equivoco. E invero, dall'angolo visuale della disciplina “di mercato” delle società, una tale s.r.l. “aperta” non innesca, né le esigenze di trasparenza ed efficienza prima passate in rassegna, né quelle di tutela dell'investitore nel senso sotteso all'art. 91 TUF, ossia vista come strumentale al sostenimento del mercato contro il rischio dell'abbandono; residuando unicamente un problema di protezione afferente l'ambito tecnico del collocamento, a cui il decreto vigente fornisce comunque una qualche soluzione, sebbene nel merito (in relazione alla sua

---

sali, cosicché manca in definitiva la possibilità di ritenere in fatto effettuabile quel processo di estrazione del rapporto finanziario da quello societario che caratterizza le azioni, e con esse la conversione delle partecipazioni in puri “valori” “mobili”. Si rinvia sul punto a quanto già si è avuto modo di osservare in E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, cit., 291 (testo e note, ove ulteriori riferimenti), in commento alla diversa opinione più liberale.

<sup>57</sup> Cfr., sul tema, M. SCIUTO, *op. ult. cit.*, 548 ss.; S. CORSO, *op. cit.*, 88. L'insieme di tali argomenti è del resto specchio della contraddizione di base contenuta nell'idea di una s.r.l. che debba potersi aprire alla ordinaria raccolta di investimenti finanziari e così assoggettarsi a una disciplina analoga a quella delle società con titoli quotati o diffusi. Là dove, infatti, la s.r.l. si concepisca come vicenda organizzativa tipicamente basata sul mantenimento di un rapporto contrattuale tra i soci, l'astrazione della partecipazione connessa all'incorporazione in titoli cartacei o strutturali non può per definizione immaginarsi possibile, a meno di distinguere le partecipazioni così collocate, rese astratte da un'apposita disciplina di incorporazione, dalle altre di tipo “ordinario” (come di fatto accade nell'ordinamento tedesco con la *Publikum GmbH & Co KG* o in Belgio con l'invenzione di una s.r.l. che limitatamente alle quote collocate nelle piattaforme di *crowdfunding* diventi “per azioni”): con tutto ciò che ne deriva in termini di disciplina.

<sup>58</sup> V. sul tema, K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, IV ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 2002, 758 s., ove altri riferimenti; cfr. inoltre, C. HESSELMANN-B. TILLMANN-T. MUELLER-THUNS, *Handbuch GmbH & Co. KG*, XXII ed., Köln, 2020, Rn. 2.282; R. DIETRICH, *Die Publikums-KG und die gesellschaftsrechtlich geschützten Interessen*, Köln, 1988, 1 s., per l'analisi del connesso problema del regime applicabile all'investitore, qualificato come *Treugeber* (fiduciante), P. ULMER, *Zur Treuhand an GmbH-Anteilen: Haftung des Treugebers für Einlageansprüche der GmbH?*, in *ZHR*, 1992, 377 ss.; G. WIESNER, *Zur Haftung des Treugeber-Kommandisten bei der qualifizierten Treuhand*, in *Festschrift für Peter Ulmer*, Berlin, 2003, 673 ss.

<sup>59</sup> Può rinviarsi sul tema agli eloquenti rilievi di K. SCHMIDT, *op. cit.*, § 57, 720.



reale efficacia) discutibile<sup>60</sup>. Dall'angolo visuale, poi, della disciplina "societaria" del rapporto tra organizzazione e mercato, non sembrano porsi nella specie in termini significativi le questioni di mutamento della dinamica di agency che si sono viste sottese al 2325-bis, semmai sorgendo quelle collegate ai problemi organizzativi in sé dati dalla ipotetica numerosità, certo peculiari alla disciplina della s.r.l., cui di nuovo la disciplina sul crowdfunding offre una soluzione certamente insufficiente, nei limiti in cui profila il meccanismo della (peraltro eventuale) adozione del modello dell'intestazione qualificata delle quote oggetto di collocamento<sup>61</sup>.

Una possibile prova della fondatezza delle conclusioni appena tratte pare peraltro la constatazione che non sembra perspicuo affermare che a una s.r.l. avente date dimensioni economiche dovrebbero applicarsi le regole sull'obbligatorietà del collegio sindacale o del bilancio non semplificato solo per il fatto di avere non cinque ma mille soci e di non averli tutti concentrati nel medesimo territorio ma dislocati in giro per il mondo. Gli interessi informativi o organizzativi di tali mille soci reclutati via web in giro per il mondo appaiono infatti ben più efficacemente tutelati ipotizzando di configurare e rendere applicabile un efficace strumento di intermediazione nell'investimento – al quale in modo certo non tranquillante si affida la normativa positiva e su cui intervenire sembra in effetti opportuno – piuttosto che immaginando di stravolgere il tipo organizzativo (con evidenti costi in termini di certezza del diritto, ove si ragioni de iure condito)<sup>62</sup> per fare accedere gli investitori ad agency o monitoring rights poi di fatto concretamente non esercitabili.

6. *Conclusioni.* – Si conferma, così, in conclusione del percorso svolto, che il giudizio severo riservato dalla dottrina nei riguardi delle scelte di disciplina operate dal legislatore sulle società aperte può considerarsi affrettato.

<sup>60</sup> V. sul punto tra gli altri V. DE STASIO, *op. cit.*, 2344. Sempre dalla comparazione proviene un'ulteriore conferma dell'inesattezza della riconduzione del fenomeno in osservazione all'ambito delle società aperte: posto che anche in Paesi vicini al nostro, quali la Gran Bretagna, la Germania o il Belgio, la vicenda della raccolta di capitale tramite *crowdfunding* non è affatto trattata come ipotesi attrattiva di una disciplina di mercato per la società quale emittente, bensì come mero caso di speciale sollecitazione dell'investimento: v., per una sintetica rassegna in materia, S. CORSO, *op. cit.*, 75.

<sup>61</sup> La dottrina è divisa sul punto della ricorrenza nella specie di un meccanismo propriamente fiduciario: v. sul punto, con varietà di posizioni, N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 ss.; M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di P.M.I.: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260; G. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte*, in M. IRRERA, *Le società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Torino, 2020, 118 ss.; S. VANONI, *La circolazione di quote di s.r.l. tra innovazione tecnologica e intestazioni "fiduciarie"*, in A. NUZZO-A. PALAZZOLO (a cura di), *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, vol. II, Roma, 2020, 259 ss. Sulla ricostruzione della disciplina dei diritti dei soci, da ultimo, S. CORSO, *op. cit.*, 183 ss.; e ora P. SPOLAORE, *Le quote di s.r.l. offerte al pubblico* (datt. ined. destinato alla pubblicazione monografica per i tipi Giuffrè, consultato per cortesia dell'autore), cap. III, il quale peraltro ritiene, sulla scorta di una lettura del regolamento europeo, che nel caso di s.r.l. *crowdfunded* l'adozione del modello dell'intestazione intermediata di quote diviene obbligatoria.

<sup>62</sup> Operazione che viene invece profilata dalla dottrina in esame: e v., infatti, G. PRESTI, *op. cit.*, 483, il quale parla di "una vera e propria rivoluzione"; o P. BENAZZO, *op. cit.*, che discute perfino di tracciare "una rotta, nel nuovo mondo che ci si appalesa". In senso contrario a tali proposte, evidenziando come queste pongano un serio problema di certezza del diritto, v. M. SCIUTO, *op. ult. cit.*, 547.

Invero, la norma del 2325-bis svolge un ruolo importante là dove adatta il meccanismo base della governance capitalistica all'ipotesi tipologica a cui fa riferimento e anzi contribuisce a chiarire dinamiche normative ulteriori, nei limiti in cui separa la rilevanza di società "genericamente aperte" e società con titoli "liquidi". E se è vero che sulla circostanza di legare l'attivarsi della disciplina in commento a una scelta volontaria della società (o del socio di controllo) può forse discutersi, d'altra parte, non sembra del tutto ingiustificabile la tutela dell'interesse della maggioranza azionaria ad aspirare a governare il processo di alterazione della ordinaria regola organizzativa di controllo. Quanto all'inefficienza, poi, dello scalino normativo così configurato rispetto all'ideale "scivolo" delle organizzazioni chiuse verso la quotazione, è evidente la difficoltà immaginare una configurazione della disciplina codicistica che aspiri a realmente alleggerire lo scoglio dei costi di quotazione, se non addirittura più in generale a risolvere la crisi che attraversa il sistema delle quotazioni a livello mondiale, dove sembra constatarsi una continua evoluzione verso direzioni non facilmente prevedibili<sup>63</sup>.

Con riguardo, poi, alla c.d. s.r.l. "aperta" di cui alle recenti riforme, i rilievi svolti conducono a osservare che essa sembra comunque porre sul tavolo questioni di tipo diverso rispetto a quelle come visto tipicamente connesse alla presenza del mercato nel capitale sociale della s.p.a.: pertanto, anche a volere ritenere adottabile una simile intitolazione (appunto, di s.r.l. "aperta"), ciò può avvenire con l'avvertenza che una siffatta espressione qui richiama una vicenda di collocamento presso un pubblico indifferenziato che non è destinata ad attivare, in ragione delle caratteristiche della domanda intercettata (di tipo tanto oggettivo quanto soggettivo), le dinamiche proprie dell'interferenza reciproca tra governance societaria e mercato, prima passate in rassegna. La fattispecie cui fa riferimento l'art. 100-ter, co. 1-bis, TUF, là dove confina strettamente "nei limiti previsti dal presente decreto" la possibilità di deroga (per mezzo di crowdfunding oppure "anche" in altro modo, se ritenuto lecito) al generale divieto codicistico di sollecitazione sulle quote (art. 2468), pare riguardare infatti un'ipotesi di canalizzazione degli investimenti verso l'impresa che attinga a un pubblico degli investitori non per via di un loro effettivo reperimento sul mercato (e col problema di doversi confrontare con i relativi contraccolpi) ma attraverso il mero ricorso allo strumento tecnico dell'intermediazione finanziaria.

E ne segue, ancora, che la recente riforma che ha interessato la s.r.l. non pare in realtà potersi considerare una occasione normativa di conferma della necessità od opportunità di ripensare il sistema tipologico capitalistico tradizionalmente adottato e perfino rilanciato con la riforma del 2003 in direzione di un nuovo assetto a "tipo unico" e disciplina variabile, indirizzata dal ricorso o meno al mercato, bensì semmai una vicenda che mostra come l'auspicata canalizzazione di risparmi verso l'impresa possa seguire, come anche l'esperienza tedesca delle Publikumsgesellschaften sembra dimostrare, anche vie diverse dal "mercato". Continua infatti a tornare evidente che una società essenzialmente organizzata in forma personalistica, come è il tipo sociale a cui si rivolge la s.r.l., non può ricorrere al mercato (in senso proprio) senza con ciò innescare un'esigenza di disciplina la quale è incompatibile con quella medesima forma personalistica e

---

<sup>63</sup> Sul tema, si rimanda all'approfondita e molto istruttiva analisi di M. GARGANTINI, *The European Regulation of Securities Exchanges*, Torino, 2021, spec. 11 ss.; sulla crisi del modello della società quotata in relazione alla sua capacità di attrarre capitali di grandi dimensioni v. R. SACCHI, *op. cit.*, 806.

che dunque comporta, come i teorici della s.r.l. aperta sembrano in definitiva profilare, una serie di innesti normativi che ne alterano la natura, sì che dell'organizzazione personalistica rischia di scomparire ogni traccia in termini di fattispecie oltre che di disciplina: materializzandosi, dinnanzi agli occhi di chi osserva, una società avente tutte le caratteristiche in fatto di una s.p.a. ma operante con un nome diverso, con un evidente insostenibile costo in termini di certezza del diritto.

# DIECI TESI SULLA SEGREGAZIONE PATRIMONIALE\*

di Gianluca Guerrieri

SOMMARIO: 1. La segregazione patrimoniale nella storia del diritto commerciale. – 2. Dieci tesi sulla segregazione patrimoniale. – 3. La prima tesi. – 4. La seconda, la terza e la quarta tesi. – 4.1. (*Segue*): la terza tesi. – 4.2. (*Segue*): la quarta tesi. – 4.3. (*Segue*): la seconda tesi. – 5. La quinta, la sesta, la settima e l’ottava tesi. – 5.1. (*Segue*): l’ottava tesi. – 5.2. (*Segue*): la quinta e la sesta tesi. – 5.3. (*Segue*): la settima tesi. – 6. La nona tesi. – 7. La decima tesi.

1. *La segregazione patrimoniale nella storia del diritto commerciale.* – Nella storia del diritto commerciale, tecniche di segregazione, o comunque di separazione patrimoniale sono state adottate da tempo immemore<sup>1</sup>.

Sia pur mediante ricorso ad istituti diversamente denominati – tutti ruotanti intorno al concetto di responsabilità limitata – i soggetti esercenti attività di impresa hanno infatti tentato, sin dagli albori del primo millennio, di mitigare il rischio di perdere, per effetto dei risultati negativi dell’intrapresa, tutte le proprie ricchezze; ciò, garantendo altresì ai creditori le cui ragioni di credito derivassero dall’esercizio dell’impresa di potersi soddisfare, in via pressoché esclusiva, sui beni destinati a tale attività.

Certo, è noto che inizialmente tali obiettivi sono stati perseguiti mediante la creazione, o comunque l’utilizzo, di nuovi, o di altri, soggetti: si pensi, in particolare, alla commenda, poi divenuta accomandita, diffusasi, secondo le ricostruzioni più accreditate, nel dodicesimo e nel tredicesimo secolo<sup>2</sup>; o alle compagnie delle Indie che, intorno

---

\* Il presente scritto riproduce, con un corredo sintetico di note, il testo della relazione tenuta al convegno su “Fiducia e destinazione patrimoniale”, organizzato dall’Alma Mater Studiorum Università di Bologna nelle giornate del 2 e del 9 ottobre 2020.

<sup>1</sup> L’affermazione non richiede, all’evidenza, alcuna dimostrazione; così come, più in generale, i richiami che seguono – sia ai dati normativi, sia alle tesi elaborate in relazione agli stessi – non necessitano di numerose citazioni. Stanti le finalità proprie del presente contributo – volto a suggerire, *de iure condendo*, sulla base delle norme di diritto italiano, linee di politica legislativa riferite alle tecniche di segregazione patrimoniale strumentali, *inter alia*, all’esercizio dell’impresa – sarà, pertanto, sufficiente, richiamare, sin d’ora, con riferimento alle tematiche della segregazione e/o della destinazione patrimoniale, le opere di seguito elencate, limitando al minimo le citazioni nel prosieguo dell’articolo: F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1997, 85; S. PUGLIATTI, *Il rapporto giuridico unisoggettivo*, in *Studi in onore di A. Cicu*, II, Milano, 1951; L. BIGLIAZZI GERI, v. *Patrimonio autonomo e separazione*, in *Enciclopedia del diritto*, XXXII, Milano, 1982; P. MASI, *Articolazioni dell’iniziativa economica ed unità dell’imputazione giuridica*, Napoli, 1985; P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003; R. QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, Napoli, 2004; A. BUONFRATE, v. *Patrimonio destinato e separato*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, Sezione civile, Agg.to \*\*\**, II, Torino, 2007, 878 ss.

<sup>2</sup> E v. sul punto, G. COTTINO, *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, I, Padova, 2001, 97 ss., ove – nel trattare il passaggio dalla commenda all’accomandita, passando per la *societas* e per

al diciassettesimo secolo, hanno rappresentato – come risaputo – il primo esempio di società anonima, a responsabilità limitata<sup>3</sup>.

In quest'ultimo caso, la ricchezza destinata all'impresa veniva – e a tutt'oggi viene – segregata mediante attribuzione ad una società, utilizzata quale veicolo per l'esercizio dell'attività e, di conseguenza, quale soggetto, dotato di propri organi, gravato dai debiti derivanti dalla stessa; in tal modo salvaguardandosi il principio per cui ciascun debitore risponde dell'adempiimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni, presenti e futuri.

Da un lato, infatti, le entità conferite a favore della società, divenendo parte del patrimonio di quest'ultima, venivano – vengono – destinate alla soddisfazione dei creditori d'impresa, ovverosia i creditori sociali; d'altro lato, le attività mantenute nel patrimonio del socio conferente erano – sono – riservate alla soddisfazione di quei creditori che, in contrapposizione ai primi, sono a tutt'oggi definiti creditori personali<sup>4</sup>.

Per secoli, peraltro, la responsabilità limitata è stata concessa mediante l'esercizio di prerogative sovrane ed è rimasta un beneficio di appannaggio pressoché esclusivo delle società; enti che, a loro volta, in conformità con la tradizione, sono sempre stati riservati all'esercizio di imprese di carattere collettivo.

Solo in epoca relativamente recente tale assetto normativo è stato posto in discussione; *in primis*, configurando la responsabilità limitata quale oggetto di un diritto, riconosciuto alle società di capitali all'esito di un iter procedimentale<sup>5</sup> volto ad accertare la legittimità dei loro statuti<sup>6</sup>; in secondo luogo, ammettendo all'interno del sistema le società unipersonali<sup>7</sup>, che, sia pure mediante creazione di un soggetto altro rispetto al costituente, consen-

la compagnia – ampi riferimenti a numerose opere in argomento, fra cui si possono ricordare, anche in questa sede, L. GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, Torino, 1913, 204 ss.; C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1929, 125 ss.; A. SCIALOJA, *Sull'origine delle società commerciali. Saggi di vario diritto*, I, Roma, 1927, 226. Sui temi trattati nel testo v. inoltre, più di recente, P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, Milano, 1985, *passim*; G. MIGNONE, *Commenda e società: riflessioni d'oggi su un antico tema*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, *passim*.

<sup>3</sup> E v. ancora, G. COTTINO, *ivi* 247 ss., nota 3; cfr., inoltre, con particolare riferimento alle tematiche che ruotano intorno al concetto di responsabilità limitata e persona giuridica, e alle patologie – o presunte tali – determinate dall'utilizzo abusivo di tali istituti (su cui *infra*, nel testo), F. GALGANO, *Il diritto privato fra codice e costituzione*, Bologna, 1979, 85 ss.: ID., *Delle persone giuridiche. Artt. 11-35*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006; ID., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007; KELSEN, *Teoria generale del diritto e dello Stato*, Milano, 1952, 98; F. FERRARA SR., *Le persone giuridiche*, Torino, 1956, ove sono riprese varie teorie di Otto von Gierke; T. ASCARELLI, *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, 242 ss.; W. BIGIARI, *Responsabilità illimitata del socio tiranno*, in *Foro Italiano*, 1960, I, 1180; P. SPADA, *Destinazioni patrimoniali e impresa*, in VETTORI (a cura di), AA.VV., *Atti di destinazione e trust*, Padova, 2008, 330 ss.; C. ANGELICI, *Discorsi di diritto societario*, in ANGELICI *et al.*, *Negozianti e imprenditori*, Milano, 2008, 141 ss.

<sup>4</sup> Col passaggio dalla comunione alla società essendosi assistito, in un primo tempo, alla costituzione di nuovi soggetti, diversi dai fautori dell'iniziativa, e definiti, appunto, enti societari; in un secondo tempo – nel passaggio dalle società di persone alle società di capitali, o perlomeno dalle società di persone con solo soci illimitatamente responsabili alle società di persone con anche soci limitatamente responsabili – all'identificazione di tali enti quali soggetti a (pressoché) tutti gli effetti distinti dalle persone dei soci.

<sup>5</sup> In Italia, come noto, ulteriormente semplificato nel 2000, allorché – entrata in vigore la l. 24 novembre 2000, n. 340 – è stato pressoché interamente eliminato il procedimento di omologa.

<sup>6</sup> Ed aprendo le porte allo studio delle problematiche legate all'abuso di tale diritto o, per utilizzare un lessico più diffuso, all'abuso della personalità giuridica.

<sup>7</sup> E v. la direttiva 89/667/CEE (poi abrogata e sostituita dalla direttiva 2009/102/CE), in attuazione della quale sono state introdotte nel nostro ordinamento giuridico le società unipersonali, prima (nel 1993) in forma di s.r.l., poi (nel 2004) in forma di s.p.a.

tono di segregare gli *assets* di una sola persona, destinandoli ad un'attività produttiva.

Sino ai giorni nostri, per contro, non è mai stata riconosciuta la possibilità di dare vita a fenomeni di destinazione patrimoniale, produttivi di effetti sul piano reale, senza creare centri di imputazione delle posizioni giuridiche dotati di soggettività, se non di personalità giuridica. Ciò, perlomeno, per effetto di norme di portata generale, relative all'esercizio dell'impresa.

Certo, singole disposizioni di leggi speciali, nella seconda metà del ventesimo secolo, hanno infranto il dogma della responsabilità illimitata, consentendo a determinate categorie di soggetti di segregare una parte del loro patrimonio, al fine di perseguire interessi meritevoli di particolare tutela<sup>8</sup>; ma questo senza che si potesse ricavare, da tali disposizioni, un principio generale in grado di legittimare una deroga all'art. 2740 c.c.

Solo con la c.d. riforma societaria di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, e solo con riferimento alle s.p.a., è stata, infine, ammessa, come noto, la costituzione di patrimoni destinati, volti al perseguimento di uno specifico affare<sup>9</sup>: istituto che, nelle sue diverse declinazioni, consente agli imprenditori, costituiti nelle forme della società per azioni, l'esercizio di attività d'impresa mediante segregazione di una parte del proprio patrimonio, destinata in via esclusiva alla soddisfazione dei creditori le cui ragioni di credito derivino dall'esercizio di tale affare.

Rimane ferma, tuttavia, la diffidenza di fondo che caratterizza il nostro ordinamento giuridico a fronte di fenomeni di *assets partitioning*: diffidenza espressa anche dal legislatore della riforma, oltre che mediante la scelta di consentire la creazione di patrimoni destinati alle sole s.p.a., mediante la regola per cui la segregazione può riguardare solo un valore pari ad un decimo del patrimonio netto della società<sup>10</sup>.

2. *Dieci tesi sulla segregazione patrimoniale.* – L'*excursus* storico a cui, sia pur succintamente, si è tentato di dare vita rende palese come, nel corso dei secoli, si siano progressivamente superati gli ostacoli via via frapposti all'adozione di tecniche di segregazione patrimoniale.

Rimosso, sia pure solo in parte, lo scetticismo che si è sempre tradizionalmente nutrito nei confronti di tale fenomeno, e che pare dovuto, essenzialmente, a ragioni cultu-

---

<sup>8</sup> Si pensi, in epoca relativamente recente, e per rimanere a istituti di matrice prettamente gius-commercialistica, ai patrimoni destinati di cui agli artt. 22 t.u.f. e 114-*quinquies*.1 t.u.b., o a quelli disciplinati dall'art. 3 l. 30 aprile 1999, n. 130; ma si pensi anche, volendo arrivare ai giorni nostri, al patrimonio della Cassa depositi e prestiti di cui all'art. 27 d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito con l. 17 luglio 2020, n. 77 (c.d. decreto rilancio).

<sup>9</sup> Con riferimento ai patrimoni destinati di s.p.a. vedi, per rimanere ai testi monografici, F. PASQUARIELLO, *Profili dei patrimoni destinati di s.p.a.*, Napoli, 2012; F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008; A. NIUTTA, *I patrimoni e i finanziamenti destinati*, Milano, 2006; G. PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, 2006; F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005; N. BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009. Cfr., inoltre, A. MAFFEI ALBERTI, *Sez. XI. Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, Padova, 2005, 1671 ss. e, da ultimo, S. BRIGHENTI, *Il gruppo endosocietario* (tesi discussa all'esito del XXXI ciclo del corso di dottorato in *Diritto, mercato, persona* dell'Università Ca' Foscari di Venezia e presentata al convegno "Gius-commercialisti in erba", organizzato dall'associazione Orizzonti del diritto commerciale il 31 ottobre 2020).

<sup>10</sup> E v. l'art. 2447-*bis* c.c.

rali, i tempi sono maturi per compiere un ultimo, decisivo, passo in avanti: l'introduzione di una disciplina della segregazione patrimoniale dotata di una portata generale e in grado di fungere da prototipo per l'adozione di discipline di settore, che pure dovranno essere caratterizzate dai tratti peculiari richiesti dalle singole fattispecie oggetto di normazione<sup>11</sup>.

In quest'ottica, non è forse inutile formulare, di seguito, alcuni suggerimenti sulle linee di fondo che parrebbero dover essere adottate nell'ambito di tale disegno riformatore e che paiono riassumibili in dieci tesi, di seguito esposte<sup>12</sup>.

1. La possibilità di dare vita a fenomeni di segregazione patrimoniale deve essere concessa a chiunque sia disponibile ad assoggettarsi alla disciplina apprestata dall'ordinamento per la regolazione di tali fenomeni.

2. In linea di principio, i patrimoni (segregati) di uno stesso soggetto devono essere governati dalle medesime regole.

3. Ciascun patrimonio (segregato) deve, di regola, essere dotato di autonomia patrimoniale perfetta.

4. Ciascun patrimonio (segregato) deve, in linea di principio, poter essere suddiviso in comparti, ognuno dei quali dotato di autonomia patrimoniale perfetta.

5. Il regime della segregazione patrimoniale deve permanere anche nell'ipotesi di sostituzione od alienazione dei beni oggetto dell'atto di destinazione patrimoniale iniziale.

6. Per ogni patrimonio (segregato) devono essere adottate tecniche di gestione e di contabilizzazione in grado di assicurare, in ogni tempo, la materiale identificabilità dei beni segregati.

7. Per ogni patrimonio (segregato) si devono istituire assetti contabili adeguati e deve trovare applicazione una normativa di bilancio in grado di assicurare una rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria che caratterizza il patrimonio stesso.

8. Per ogni patrimonio (segregato) deve trovare applicazione la disciplina dei segni distintivi e deve operare il principio della spendita del nome, o comunque devono valere tecniche di imputazione equivalenti.

9. La gestione dei patrimoni (segregati) di uno stesso soggetto deve avvenire nel rispetto dei principi che governano la direzione e il coordinamento di società e delle regole applicabili alle operazioni inter-societarie.

10. Ciascun patrimonio (segregato) deve essere assoggettabile, in linea di principio, alla disciplina della crisi e dell'insolvenza applicabile al soggetto che ne è il titolare.

---

<sup>11</sup> Non sembra in grado di assolvere tale funzione l'art. 2645-ter c.c., che – come ricordato di seguito, nel testo – si limita a regolare una forma di segregazione di cui sono incerti i confini e che si caratterizza per l'assenza di una disciplina organica dell'istituto: e vedi, *inter alia*, G. OPPO, *Brevi note sulla trascrizione di atti di destinazione* (art. 2645-ter c.c.), in *Rivista di diritto civile*, 2007, 1001 ss.; A. LUMINOSO, *Contratto fiduciario, trust e atti di destinazione ex art. 2645-ter c.c.*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 993 ss.; A. FUSARO, *L'atto di destinazione nella concorrenza tra strumenti giuridici*, in *Contratto e impresa*, 2018, 1004 ss.; U. LA PORTA, *L'atto di destinazione di beni allo scopo trascrivibile ai sensi dell'art. 2645-ter c.c.*, in *Rivista del notariato*, 2007, 1069 ss.; P. MANES, *La norma sulla trascrizione di atti di destinazione è, dunque, norma sugli effetti*, in *Contratto e imprese*, 2006, 626 ss.; G. LENER, *Atti di destinazione del patrimonio e rapporti reali*, in *Contratto e imprese*, 2008, 1054 ss.

<sup>12</sup> Esigenze di economia di trattazione rendono, peraltro, necessario formulare dette tesi in maniera sintetica e, talora, apodittica, senza procedere ad un'analitica ed esaustiva illustrazione delle ragioni poste alla base di ciascuno dei suggerimenti riportati nel testo.

3. *La prima tesi.* – La prima tesi si basa sull'idea per cui l'identità o, comunque, la natura del soggetto interessato a dar vita a fenomeni di segregazione patrimoniale non dovrebbe influire sulla scelta del legislatore di concedergli tale possibilità: a ben vedere, gli inconvenienti che possono originarsi per effetto della segmentazione di un patrimonio unico in più patrimoni, tutti appartenenti ad uno stesso soggetto, sono i medesimi a prescindere dal fatto che si tratti di persone fisiche o di enti dotati o meno, ovvero in misura più o meno accentuata, di personalità giuridica.

Ciò, sempre che la disciplina riservata al patrimonio destinato sia la stessa per qualunque soggetto che intenda ricorrere, ed effettivamente ricorra, a tale tecnica di segregazione patrimoniale.

Dal punto di vista storico, in effetti, la scelta di consentire la costituzione di patrimoni segregati alle sole s.p.a. si spiega, fra l'altro, con la *voluntas legis* di sottoporre tali patrimoni alla normativa dettata – invero, per tutte le società di capitali<sup>13</sup> – in tema (fra l'altro) di trasparenza dei conti.

A ben vedere, invece che dare vita, secondo quanto suggerito in questa sede, ad una disciplina valevole per tutti i patrimoni destinati, indipendentemente da chi li costituisca, si è preferito permettere la creazione di patrimoni destinati solo a chi era già destinatario di una disciplina giudicata adatta a fenomeni di separazione patrimoniale.

In realtà, non v'è motivo per ragionare in questo modo: se il presidio a storture ed abusi dei fenomeni segregativi è, come inevitabile, la sottoposizione degli stessi ad una determinata disciplina, è quest'ultima a dover essere considerata la variabile indipendente, sì che chiunque intenda segregare una parte della propria ricchezza sia costretto ad operare secondo regole uniformi, giudicate rassicuranti da parte del legislatore.

In tal modo, peraltro, si potrebbero evitare, oltre alle storture derivanti dall'eccessiva facilità con cui, nell'ordinamento giuridico italiano, viene concessa l'esdebitazione quale forma di riconoscimento a posteriori della responsabilità limitata<sup>14</sup>, le ambiguità derivanti dall'introduzione, nel nostro sistema giuridico, dell'art. 2645-ter c.c.; norma (riferita, peraltro, solo ai beni immobili e ai beni mobili registrati) che non solo non ha un ambito di applicazione chiaramente definito e non contiene una disciplina compiuta della segregazione patrimoniale, ma che – nello schiudere le porte all'utilizzo degli *assets* segregati per l'esercizio di un'attività di impresa, perlomeno se strumentale alla tutela di interessi facenti capo alle categorie di soggetti individuate da detto articolo – lascia aperta una questione la cui risoluzione è decisiva nel contesto attuale del diritto

---

<sup>13</sup> L'opzione per la sola s.p.a. si spiega – o, perlomeno, è stata spiegata – in realtà, anche (i) con la diffidenza verso l'istituto dei patrimoni destinati, che ha condotto il legislatore di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 ad avviare la sperimentazione, rappresentata dall'introduzione di una normativa generale sulla segregazione patrimoniale nel settore dell'impresa, alle sole società prototipo dell'universo società di capitali (e v. *supra*, *sub par.* 1), e (ii) all'idea, che ha animato il riformatore del 2003, per cui ai grandi complessi azionari del Paese doveva essere consentito poter ricorrere a vari strumenti idonei a facilitare l'afflusso di capitali a loro favore, a vario titolo.

<sup>14</sup> Su tali storture – a cui certo il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza (CCI: d.lgs. n. 14/2019) non ha posto rimedio (la stessa direttiva UE 2019/1023 presentando, del resto, numerosissime incoerenze, a partire dalla mancata traduzione in norme dell'articolato del considerando 80, laddove è opportunamente previsto che gli Stati membri debbano poter revocare l'esdebitazione nell'ipotesi in cui l'esdebitato vinca alla lotteria o entri in possesso di un'eredità o riceva una donazione) – sia consentito, *inter alia*, il rinvio a G. GUERRIERI, *Il sovraindebitamento in Italia*, in *Derecho privado, responsabilidad y consumo*, a cura di Perez-Serrabona Gonzalez, 618 ss.



societario, non solo al fine di trattare il tema *de quo*: l'individuazione del residuo ambito di estensione del principio di tipicità della società<sup>15</sup>.

Non v'è dubbio, infatti, che l'esercizio di attività di impresa mediante *assets* segregati secondo tecniche diverse dalla costituzione di una società – ove non vietato dall'ordinamento<sup>16</sup> – determini un *vulnus*, perlomeno parziale, sia alla regola secondo cui, in linea di principio<sup>17</sup>, non è consentito esercitare iniziative imprenditoriali in forme diverse da quelle previste, per i singoli tipi sociali, dall'art. 2249 c.c., sia alla logica, che per secoli ha caratterizzato il nostro ed altri ordinamenti, secondo cui l'esercizio di impresa secondo tecniche di limitazione del rischio è possibile solo con i presidi propri del micro-sistema delle società di capitali: presidi una parte dei quali, non a caso, si ritrova nell'apparato normativo di cui, di seguito, si propone l'adozione.

4. *La seconda, la terza e la quarta tesi.* – Le tesi 2, 3 e 4 discendono, essenzialmente, dalla prospettiva ora descritta: se si perviene a norme condivise, considerate idonee ad arginare gli effetti negativi della segregazione, tale fenomeno può diffondersi, perlomeno potenzialmente, senza limiti.

È quanto accaduto, storicamente, per le società di capitali: considerate, per molti decenni, un'anomalia del sistema, le stesse sono infine divenute destinatarie di una disciplina che consente di replicare il fenomeno segregativo sotteso alla loro costituzione per un indefinito numero di volte, senza limiti quantitativi.

Ogni società di capitali, invero, si caratterizza oggi, con le sole eccezioni di cui al comma 2 degli artt. 2325 e 2462 c.c.<sup>18</sup>, per quell'autonomia patrimoniale perfetta che è negata ai patrimoni destinati<sup>19</sup>.

La costituzione di società di capitali da parte di un solo soggetto, d'altra parte, non è sottoposta a limiti quantitativi, né consente di distinguere fra la disciplina applicabile ad una e la disciplina applicabile alle altre partecipate.

Lo stesso dovrebbe – o perlomeno potrebbe – avvenire, allora, per i patrimoni destinati.

<sup>15</sup> Principio recentemente messo in crisi, come noto – al di là di quanto esposto di seguito, nel testo – dalla c.d. ibridazione dei tipi.

<sup>16</sup> Opzione teoricamente possibile e, verosimilmente, fonte di semplificazione del sistema, ma probabilmente poco opportuna; essendo senza dubbio preferibile costruire – come suggerito nel testo – un apparato di norme giudicate idonee a regolare fenomeni di segregazione patrimoniale posti in essere anche (se non soprattutto) ai fini dell'esercizio di attività imprenditoriali ed imporne, in linea di principio, l'applicazione a qualsivoglia soggetto (persona fisica o giuridica, società od altro ente) intenda fruirne, senza limitare, a priori, il novero delle finalità dallo stesso perseguibili.

<sup>17</sup> E salva la disciplina della comunione d'impresa fra coniugi (oggi, peraltro, suscettibile di fruizione anche da parte dei conviventi di fatto che abbiano concluso un contratto di convivenza e abbiano optato per il regime della comunione: e v. G. GUERRIERI, *Contratto di convivenza e gestione (comune) dell'impresa condotta in regime di comunione*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2020, 1166 ss.).

<sup>18</sup> Veri e propri "residui bellici" che, nell'ottica di chi scrive, è inutile dirlo, dovrebbero essere eliminati dal sistema, essendo frutto di pregiudizi verso le società unipersonali che non hanno più, oggi, alcuna ragion d'essere, tantomeno dopo l'emanazione della direttiva 89/667/CEE, che – come ricordato – ha consentito la costituzione di società unipersonali e di imprese individuali a responsabilità limitata.

<sup>19</sup> Patrimoni per i quali, è risaputo, vale la regola dettata dall'art. 2447-*quinquies*, comma 3, c.c., a norma del quale la società costituente, se previsto dalla deliberazione istitutiva, risponde anche delle obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare di cui all'art. 2447-*bis*, lett. a), oltre che di quelle derivanti da fatto illecito o sorte per effetto di atti che non recano espressa menzione del vincolo di destinazione.

4.1. (Segue): *la terza tesi*. – Sul piano logico, non si vede, innanzitutto<sup>20</sup>, per quale ragione, alle condizioni richieste dall'ordinamento, gli stessi non debbano godere di autonomia patrimoniale perfetta.

Certo, sotto tale profilo, è fondamentale che il fenomeno non si presti ad equivoci e che risulti chiaro, per i potenziali creditori, quali siano le attività su cui gli stessi possano eventualmente soddisfarsi, *ex art.* 2740 c.c.

Ma, una volta garantito ciò<sup>21</sup>, non si vede perché l'ordinamento non dovrebbe limitare la responsabilità del costituente – a prescindere dalla sua natura e dalla sua identità – ai cespiti segregati.

Invero, con riferimento ai creditori involontari, l'ipotesi in parola merita un supplemento di riflessione; ma anche in tal caso è bene approssciare il tema scervi da pregiudizi.

Al riguardo, in particolare, non sembra sussistano ostacoli a sancire la responsabilità limitata del costituente ogni qual volta la responsabilità aquiliana derivi, in capo al medesimo, dalla sua relazione con determinati beni.

Si pensi, ad esempio, alla responsabilità da cose in custodia, o alla responsabilità da prodotto; in tali ipotesi, ove si tratti di beni facenti parte di un determinato patrimonio<sup>22</sup>, pare corretto che i creditori possano soddisfarsi solo sulle posizioni giuridiche attive che dello stesso facciano parte.

Certo, la soluzione *de qua* presenta l'inconveniente di impedire ai creditori di aggredire gli altri beni del costituente, anche quando gli stessi creditori, in concreto, non avessero mai immaginato che i cespiti da cui è scaturita la responsabilità facessero parte di un patrimonio segregato; ma ciò, a ben vedere, è quello che accade da sempre per le società di capitali, che sono le uniche responsabili dei danni derivati, *stricto* o *lato sensu*, dai propri beni, anche quando i creditori involontari, alla data dell'evento dannoso, non avessero concretamente la minima idea che si trattasse di beni sociali (e non, ad esempio, di beni dell'unico socio), o comunque di quella specifica società (e non, ad esempio, di altre società da quello stesso socio parimenti partecipate).

Quanto, invece, ai casi di responsabilità aquiliana derivante da condotte del soggetto *de quo*<sup>23</sup> del tutto svincolate dal rapporto con determinati beni – si pensi, ad esempio, alla responsabilità che incombe sul genitore, sul tutore o sul precettore, *ex art.* 2048 c.c. – pare inevitabile, in effetti, ritenere inopponibile ai creditori volontari i vincoli segregativi, salva l'ipotesi in cui sia possibile accertare che la condotta fonte di responsabilità è stata posta in essere, da quello stesso soggetto, nella sua sola veste di titolare di uno dei patrimoni destinati *de quibus*.

---

<sup>20</sup> E volendo esplicitare, *in primis*, la tesi n. 3.

<sup>21</sup> Essenzialmente, mediante le regole sulla gestione, sulla trasparenza dei conti e sulla spendita del nome di cui alle tesi 6, 7 e 8.

<sup>22</sup> Patrimonio la cui costituzione e la cui composizione siano state pubblicizzate nei modi previsti dall'ordinamento anteriormente al momento di insorgenza della responsabilità, sì che non sia possibile, per il responsabile, aggirare la regola di cui all'art. 2740 c.c. segmentando il proprio patrimonio a posteriori, per sottrarre determinati beni alla garanzia patrimoniale generica su cui potevano contare i creditori involontari in parola.

<sup>23</sup> Il riferimento, inutile precisarlo, è a colui che abbia costituito patrimoni segregati.

4.2. (Segue): *la quarta tesi*. – La serie di riflessioni svolte sinora inducono, peraltro, a ritenere – e si tratta dell’idea posta alla base della tesi n. 4 – che, perlomeno di regola, ove siano rispettate le condizioni richieste per la creazione di patrimoni destinati, gli stessi siano costituibili, da parte della medesima persona, senza alcun limite, sì che tutti i soggetti dell’ordinamento, per utilizzare una espressione tipica dei mercati finanziari, possano, almeno in linea di principio<sup>24</sup>, avere patrimoni multi-comparto; essendo forse necessario interrogarsi – ma il quesito, a ben vedere, riguarda anche l’ipotesi in cui sia costituito un patrimonio destinato soltanto – se consentire la contitolarità delle medesime posizioni giuridiche, attive e passive, in capo a più patrimoni di un medesimo soggetto; il che è più agevole ammettere – fermo il rispetto delle regole di trasparenza, non solo contabile – per le attività che per le passività. Ma anche in tale ipotesi il tema andrebbe affrontato senza pregiudizi, tenendo conto che in ogni caso, come accade per le operazioni inter-societarie, andrebbero regolamentate, anche e soprattutto nell’ottica di tutelare i creditori, tutte le ipotesi di travasi di attività che potrebbero danneggiare il ceto creditorio<sup>25</sup>.

4.3. (Segue): *la seconda tesi*. – Al contempo, sembra possibile ed opportuno – questo il cuore della tesi n. 2 – evitare “discriminazioni” fra patrimoni, come quella posta in essere mediante la tecnica normativa adottata agli artt. 2447-ter-2447-novies c.c.: norma da cui emerge che, costituito da parte di una s.p.a. un patrimonio destinato, il patrimonio residuo deve essere considerato ‘IL’ patrimonio della società, sottoposto alla regole generali, mentre il patrimonio destinato, definito come tale, è sottoposto ad una disciplina *ad hoc*.

Alla diversa nomenclatura, nell’ambito del sistema codicistico, corrisponde in effetti una diversa regolamentazione, da cui emerge la diffidenza con cui il legislatore vede ancora i fenomeni di destinazione patrimoniale; si pensi, in particolare, al già ricordato limite del dieci per cento, posto dall’art. 2447-bis, comma 2, c.c., a norma del quale, come noto, i patrimoni destinati di cui alla precedente lett. a) «non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società».

Ed è inutile ribadire come, sulla base delle tesi sostenute in questa sede, tale diffidenza dovrebbe essere accantonata, lasciando il posto ad una più matura presa di coscienza circa i vantaggi derivanti dai patrimoni destinati e alla consapevolezza che, purché costituiti nel rispetto dei presidi normativi, gli stessi, in sé e per sé considerati, non presentano certo maggiori controindicazioni di quelli ricollegabili alla costituzione di società dotate di personalità giuridica.

5. *La quinta, la sesta, la settima e l’ottava tesi*. – Strettamente collegate, del resto – non solo fra loro, ma anche e innanzitutto alle tesi sinora sostenute – le tesi 5, 6, 7 e 8.

---

<sup>24</sup> E salva diversa disposizione normativa.

<sup>25</sup> E v. la tesi n. 9.

5.1. (Segue): *l'ottava tesi*. – Con riferimento a quest'ultima, innanzitutto, è evidente che la stessa si pone in stretta correlazione con la regola dell'autonomia patrimoniale perfetta che si è intesa suggerire mediante la formulazione della tesi n. 3: al fine di limitare la responsabilità del costituente ad uno solo dei patrimoni rientranti nella sua titolarità, è necessario, infatti, avere la certezza che egli agisce quale titolare di detto patrimonio soltanto; dovendo altrimenti, inevitabilmente, trovare applicazione il principio della responsabilità illimitata<sup>26</sup>.

In quest'ottica, si dovrebbe adottare una regola analoga a quella della spendita del nome, che come noto domina già il nostro ordinamento giuridico: il costituente, dunque, qualora non voglia assumere responsabilità illimitata per le obbligazioni contratte mediante il perfezionamento di un determinato atto, dovrà compierlo chiarendo in quale veste egli agisce; in particolare, dovrà spendere il proprio nome accompagnandolo con un dicitura che consenta, in maniera inequivocabile, di individuare il patrimonio da considerarsi gravato dalle relative passività.

Il fenomeno, del tutto analogo a quello presupposto dall'art. 2447-*quinquies*, comma 4, c.c.<sup>27</sup>, si risolverà, in ultima analisi, nell'attribuzione, a ciascun patrimonio, di un nome; o, più correttamente, nell'adozione, da parte del costituente, di più segni distintivi, uno per ciascuno dei patrimoni rientranti nella sua titolarità.

Ognuno di tali segni sarà composto, evidentemente, dal nome del costituente e/o da una o più espressioni di fantasia, che – per utilizzare le parole adottate dal legislatore ad altri fini<sup>28</sup> – non dovranno essere uguali o simili fra loro e, dunque, idonee a creare confusione per il pubblico, anche sotto il profilo di una mera associazione fra i suddetti segni; fermo restando che, ove detta associazione o detta confusione abbiano a verificarsi, dovrà trovare applicazione la regola di cui all'art. 2740 c.c., ovvero, qualora si ritenga tale soluzione eccessivamente punitiva, dovrà quantomeno essere sancita la responsabilità del costituente sia nella qualità di titolare dell'uno, sia nella qualità di titolare dell'altro dei due patrimoni confondibili.

5.2. (Segue): *la quinta e la sesta tesi*. – Ciascun patrimonio, d'altra parte – e veniamo alla tesi n. 6 – dovrà essere gestito in modo tale che i cespiti e, più in generale, le posizioni giuridiche che lo compongono siano, in ogni tempo, individuabili; presupposto, questo, che consente di dare vita, in conformità con la tesi n. 5, a patrimoni *revolving*.

Allo stesso modo, dunque, in cui il legale rappresentante di più società deve gestire il patrimonio di ciascuna senza dare vita a fenomeni di confusione, generalmente ricondotti ad abusi della personalità giuridica, così il costituente patrimoni destinati<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> Che, in un sistema quale quello ipotizzato in questa sede, in cui vale la tesi n. 2, deve sostituire la regola dettata oggi dall'art. 2447-*quinquies*, comma 4 c.c., a norma del quale, come risaputo, «Gli atti compiuti in relazione allo specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo»; regola che – lo si è già anticipato – presuppone vi sia un patrimonio suscettibile di essere considerato, in assenza di diversa specificazione, "IL" patrimonio del soggetto *de quo*.

<sup>27</sup> Su cui v. nota 26.

<sup>28</sup> E cioè per evitare che, nei rapporti intersoggettivi, si dia vita a fenomeni di contraffazione nocivi per il pubblico.

<sup>29</sup> E, dunque, per quanto *supra* specificato, anche chi costituisca un patrimonio destinato soltanto e di-

deve adottare modalità di gestione e di contabilizzazione<sup>30</sup> idonee a rendere effettiva la separazione, anche nelle ipotesi di sostituzione dei beni segregati<sup>31</sup>.

Ne discende, inevitabilmente, la necessità di applicare anche ai patrimoni segregati le norme che sono dettate, con particolare riferimento alle imprese commerciali ed alle società, in tema di scritture contabili e patrimoni destinati; parendo inevitabile prevedere, perlomeno, l'adozione di un libro giornale – se non anche di un libro in cui verbalizzare le decisioni in grado di incidere sulla composizione, quantitativa e qualitativa, del patrimonio destinato<sup>32</sup> – e la conclusione di contratti che permettano di tenere chiaramente distinti i beni facenti parte dei singoli patrimoni di destinazione; potendosi immaginare, *inter alia* e a mero titolo esemplificativo, quanto alla gestione del denaro, l'obbligo di depositare in banca le somme di denaro appartenenti ai diversi patrimoni, mediante la conclusione di distinti contratti di conto corrente; quanto alla gestione del magazzino, l'obbligo di dare vita a distinti contratti di deposito.

5.3. (Segue): *la settima tesi*. – Ne discende, altresì – e in conformità con la tesi n. 7 – la necessità di una rendicontazione che, in maniera altrettanto trasparente, permetta di verificare, anno per anno, quale sia il risultato d'esercizio imputabile a ciascun patrimonio e quale sia la composizione che lo caratterizza.

Il punto, come noto, è di cruciale importanza nella teorica in tema di destinazione patrimoniale e di responsabilità limitata; essendosi già ricordato come, con l'affermarsi di tali istituti, si sia sentita la necessità di dare vita alla normativa in tema di bilancio che, nel corso del tempo, ha condotto all'adozione, da parte del legislatore italiano, degli artt. 2423 ss. c.c. e del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, sui bilanci di esercizio e consolidati.

In effetti, già si è accennato alla sensazione per cui la scelta, operata mediante la riforma societaria di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, di riservare alle sole s.p.a. la costituzione di patrimoni destinati sia spiegabile, essenzialmente, con la volontà di assoggettare gli stessi alla disciplina delle società azionarie e, in particolare, alle regole che impongono agli amministratori di tali enti di gestire gli *assets* facenti parte del loro patrimonio in modo trasparente, fornendo annualmente un' informativa contabile conforme ai precetti di cui alla normativa comunitaria in materia societaria.

Di qui l'idea per cui chiunque intenda giovare della disciplina della segregazione patrimoniale deve assoggettarsi a tali regole, indipendentemente dal fatto che si tratti di

---

venga, pertanto, titolari di due patrimoni, entrambi segregati, rispetto ai quali dovrebbero trovare applicazione le regole sintetizzate in questa sede.

<sup>30</sup> Trattasi, non a caso, della medesima espressione adottata dall'art. 2447-*decies*, comma 3, c.c., laddove si prevede che, per rendere «I proventi dell'operazione [...] patrimonio separato da quello della società», è necessario, fra l'altro, «b) che la società adotti sistemi di incasso e contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare ed a tenerli separati dal restante patrimonio della società».

<sup>31</sup> Con conseguente necessità – anche alla luce della tesi n. 5 – di individuare quali beni e quali posizioni giuridiche facciano parte del patrimonio *de quo*, in luogo di quelle sostituite. Appare, invece, definitivamente da smitizzare l'idea per cui la gestione di *assets* in un regime di responsabilità limitata debba avvenire seguendo le regole della collegialità, da intendersi quale presidio in grado di assicurare decisioni non avventate, da tempo, in effetti, avendo l'ordinamento rinunciato all'affermazione di tali principi ed essendo venuto meno il mito delle decisioni collegiali (e v. *inter alia*, le norme di cui agli artt. 2475 e 2479 c.c., sulle decisioni extra-collegiali dei consigli di amministrazione e delle assemblee di s.r.l., e all'art. 2370 c.c., sul voto per corrispondenza).

<sup>32</sup> Evidente il parallelismo con il libro degli inventari, di cui all'art. 2214 c.c.

società di capitali e che, dunque, le stesse gli siano direttamente applicabili per effetto del dettato degli artt. 2423 ss. c.c.<sup>33</sup>.

Più dubbio, invece, che la stessa conclusione debba essere tratta con riferimento alla disciplina del bilancio consolidato: disciplina che, in effetti, occorre chiedersi in quali casi ed in quale misura debba essere estesa – sia pure *mutatis mutandis* – ai soggetti titolari di più patrimoni.

6. *La nona tesi.* – L'interrogativo ora proposto deriva dalla considerazione per cui, pacificamente, la costituzione, da parte di uno stesso soggetto, di uno o più patrimoni segregati comporta che, sia pure a livello intra-soggettivo, si determinino dinamiche analoghe a quelle che, a livello inter-soggettivo, caratterizzano i gruppi di società: tema peraltro, non sufficientemente indagato ed approfondito né dai teorici, né dagli operatori.

Pur non essendo questa la sede in cui analizzare compiutamente il fenomeno, non è forse inutile evidenziare come i travasi di attivo e, ove ritenuti possibile, di passivo da un patrimonio ad un altro possono determinare pregiudizi per uno o più creditori; pregiudizi che, allo stesso modo dei cc.dd. atti *inter-company*, possono attenersi al profilo finanziario e/o al profilo patrimoniale.

Ne discende la necessità, per l'ordinamento, di dotarsi di presidi analoghi a quelli elaborati per l'ipotesi di direzione e coordinamento di uno o più società e, in particolare, di prevedere, per i costituenti patrimoni segregati, un regime di responsabilità analogo a quello delineato dall'art. 2497 c.c.

Qualora, in particolare, il titolare di più patrimoni li gestisca violando le regole di separatezza, o comunque – per utilizzare l'espressione cardine di cui al citato art. 2497 c.c. – in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, dovrà essere chiamato o ad arrecare, al patrimonio depauperato, vantaggi compensativi, o a risarcire i danni cagionati ai suoi creditori (e, ove presenti, ai titolari di strumenti finanziari ibridi che, pur non rivestendo la qualità di creditori, abbiano un'aspettativa giuridicamente tutelata a vedersi distribuite attività<sup>34</sup> facenti parte del patrimonio depauperato), mediante le risorse affluite *contra legem* a favore di un diverso patrimonio, indebitamente incrementato. E ciò anche in considerazione del fatto che, nella fattispecie esaminata, sarà difficile che, in concreto, lo stesso costituente eserciti, in qualità di titolare e/o di gestore del patrimonio depauperato, un'azione risarcitoria verso se stesso, in qualità di titolare del patrimonio indebitamente incrementato: azione che pure sarà astrattamente configurabile<sup>35</sup> e che dovrà essere coordinata con la prima, eventualmente anche sulla base di criteri individuati in via legislativa<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Essendo allora importabile il modello di cui all'art. 2447-*septies* c.c.

<sup>34</sup> Utili, o residuo attivo di liquidazione.

<sup>35</sup> Parzialmente diverso il discorso relativo alla responsabilità che, per la costituzione e per la gestione del patrimonio destinato da parte di una società, può essere addossata agli amministratori (e, in caso di violazione ai loro doveri, ai componenti gli organi di controllo) della stessa società costituente; responsabilità che, non solo in caso di società monadi, potrà essere fatta valere (anche) secondo le norme che, con riferimento alle s.p.a., sono dettate dagli artt. 2393-2395 c.c.

<sup>36</sup> Il problema, allo stato attuale della normativa, non si pone unicamente nei casi di direzione e coordinamento di società, ma anche nelle ipotesi di deliberazioni assembleari illegittime (e v. G. GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 2009, 434 ss., ove è espressa la tesi secondo cui, in

Peraltro, riguardo ai vantaggi compensativi, sarebbe opportuno chiarire – ove si voglia rimanere alle espressioni utilizzate dal legislatore all'art. 2497 c.c. – quale sia il lasso di tempo, o quali siano le operazioni rilevanti a cui prestare riguardo per verificare il “risultato complessivo” dell'attività di direzione e coordinamento; potendosi immaginare, quanto all'ipotesi<sup>37</sup> di azione dei creditori sociali, di tenere in considerazione il periodo di tempo successivo all'insorgenza dei loro crediti nei confronti della società, dal momento che non pare logico, e rispondente alla *ratio legis*, attribuire rilievo a vantaggi di cui la società aveva goduto prima che i creditori *de quibus* divenissero tali. La legge, del resto, mediante l'azione di cui all'art. 2497 c.c., pare voler ristorare tali soggetti per il pregiudizio cagionato loro mediante diminuzione della garanzia patrimoniale generica, rappresentata dal patrimonio della società debitrice; pregiudizio che si può configurare, in effetti, solo nell'ipotesi di diminuzione di detta garanzia rispetto all'ammontare che la stessa aveva all'epoca in cui i suddetti creditori sono divenuti tali.

D'altra parte, per l'ipotesi di attribuzione iniziale di elementi dell'attivo e del passivo a favore di patrimoni altri, è necessario che l'ordinamento replichi, *mutatis mutandis*, la disciplina dettata dall'art. 2447-*quater*, comma 2, c.c.; norma che, a propria volta, nel concedere ai creditori il diritto di opporsi all'atto di destinazione patrimoniale *de quo*, ripropone – come noto – lo schema normativo da tempo adottato, nel nostro sistema giuridico, con riferimento alla scissione<sup>38</sup>.

Nell'ipotesi di costituzione di patrimoni segregati da parte di una s.p.a., peraltro, è noto che si dubita della possibilità di pervenire alla destinazione, a favore del patrimonio segregato di cui all'art. 2447-*bis*, lett. a), di elementi – oltre che dell'attivo – del passivo; con la conseguenza che, secondo alcuni interpreti, l'opposizione di cui all'art. 2447-*quater* potrebbe essere volta unicamente a lamentare, da parte dei creditori che continuano a mantenere, quale garanzia patrimoniale generica, il patrimonio sociale<sup>39</sup>, il pregiudizio cagionato loro dalla fuoriuscita di attività da detto compendio patrimoniale.

Poiché, invece, nel microsistema normativo di cui, in questa sede, si suggerisce la definizione, si dovrebbe certamente consentire anche la destinazione di passività, l'opposizione potrebbe provenire, altresì, da creditori i cui crediti – corrispondendo a debiti oggetto di segregazione – vengano ad avere, quale garanzia patrimoniale generica, le sole attività trasferite al patrimonio segregato.

Sia nell'una, sia nell'altra ipotesi di opposizione, d'altronde, i creditori potranno lamentare, perlomeno di regola, un pregiudizio non (tanto) di ordine patrimoniale, ma (essenzialmente) di ordine finanziario; e ciò, perlomeno, nell'ipotesi in cui la segregazione patrimoniale sia consentita – come pare opportuno – nel rispetto del principio per cui

---

assenza di diversa disposizione di legge, la risarcibilità dei danni “riflessi” – quali quelli che, nel testo, si ipotizza possano subire i creditori, per effetto di *mala gestio* del patrimonio segregato su cui gli stessi possono trovare soddisfazione – deve essere considerata sempre possibile; salva, ovviamente, l'ipotesi in cui il titolare del patrimonio danneggiato si attivi in prima persona per essere ristorato del pregiudizio illegittimamente subito).

<sup>37</sup> La sola ora in esame, non essendovi soci di cui tenere conto, come invece nella fattispecie di cui all'art. 2497 c.c.

<sup>38</sup> A tale riguardo, essendo peraltro utile esplicitare se l'atto di costituzione del patrimonio separato e di destinazione delle attività che lo compongono sia attaccabile anche mediante azione revocatoria; il che potrebbe, in effetti, opportuno.

<sup>39</sup> Inteso nell'accezione di cui agli artt. 2447-*bis*-2447-*novies* c.c.: il patrimonio (sociale) residuo, che dalla data della delibera costitutiva di cui all'art. 2447-*ter* c.c., si contrappone a – e al contempo convive con – il patrimonio (sociale anch'esso) segregato.

ciascuno dei patrimoni esistenti all'esito dell'operazione deve avere (per tutta la propria esistenza) un valore netto positivo: soluzione imposta, come noto, per l'ipotesi di costituzione di società di capitali e di cui, in altra sede<sup>40</sup>, si sono messi in luce i vantaggi.

7. *La decima tesi.* – E veniamo alla crisi dei soggetti titolari di più di un patrimonio: profilo notoriamente trascurato dalla normativa concorsuale generale ancor oggi vigente, che si limita (i) a regolare, per l'ipotesi di fallimento della s.p.a. titolare di uno o più patrimoni segregati (e, dunque, di insolvenza del c.d. patrimonio residuo), le problematiche di cui agli artt. 155 e 156 l. fall. (poi confluiti negli artt. 262 e 263 CCI); (ii) ad imporre, per l'ipotesi di insolvenza dei patrimoni segregati, la loro liquidazione<sup>41</sup>.

La diversità di trattamento riservata alle s.p.a., a seconda della circostanza che l'insolvenza, od anche la crisi, riguardi il patrimonio segregato o il patrimonio residuo, non pare, invero, convincente.

Non v'è, infatti, alcuna ragione per negare al titolare di più patrimoni di gestire, o comunque di vedere gestita la propria crisi secondo le regole giudicate ottimali, a tal fine, dall'ordinamento, a prescindere dalla circostanza che lo stato di squilibrio economico-finanziario in cui detta crisi si manifesta riguardi l'uno o l'altro dei suoi patrimoni.

In particolare, pare senza dubbio inopportuno negare la possibilità che, con riferimento a determinati patrimoni, il soggetto che ne sia il titolare possa ricorrere a procedure di soluzione concordata della crisi; così come non appare convincente che, nell'ipotesi di insolvenza, l'ordinamento rinunci ai presidi che caratterizzano la normativa concorsuale, sia sotto il profilo civile, sia sotto il profilo penale<sup>42</sup>.

Si deve, dunque, dar vita ad un sistema che consenta al titolare di più patrimoni di avvalersi di tutti gli istituti previsti dal diritto concorsuale con riferimento a ciascuno dei compendi patrimoniali da lui costituiti; essendo evidentemente possibile, in quest'ottica, che la stessa persona possa essere assoggettata a liquidazione giudiziale, o essere sottoposto ad una procedura di crisi, con riferimento a più patrimoni, anche nello stesso lasso di tempo. E ciò ben potendo coesistere diverse procedure concorsuali a suo cari-

---

<sup>40</sup> E v. G. GUERRIERI, *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, 576.

<sup>41</sup> E v. l'art. 2447-novies, comma 2, c.c.

<sup>42</sup> E ciò, senza considerare, con riferimento alle società di capitali, le perplessità – da più parti sottolineate – legate alla scelta di non assoggettare ciascun patrimonio sociale alla disciplina del patrimonio netto dettata, per le s.p.a., dagli artt. 2446 e 2447 c.c.; disciplina che, ove rispettata, consentirebbe di garantire a tutti i creditori la soddisfazione delle loro pretese (e v. quanto già osservato in G. GUERRIERI, [cfr. nota 40], 576), e che è frutto di una politica legislativa seguita, anche di recente, per gli enti del terzo settore dotati di personalità giuridica (e v. l'art. 22, comma 5, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, c.d. Codice del Terzo settore). Non pare, del resto che l'assenza di tali presidi normativi, volti ad arginare i rischi di incapacità patrimoniale, possa essere compensata in maniera efficiente dall'adozione di una regola – preminentemente attinente, in realtà, al profilo finanziario (già presidiato dalla normativa concorsuale) – che imponga la congruità del patrimonio segregato al perseguimento del fine a cui lo stesso risulta destinato (e v. l'art. 2447-ter, lett. c], c.c.); tanto più se detta regola, la cui adozione potrebbe comunque essere giudicata opportuna, opera solo nel momento iniziale, di costituzione del patrimonio destinato, e non anche nel corso della vita del costituente, imponendogli (con norme che – si potrebbe temere – potrebbero risultare difficili da far rispettare), per l'ipotesi di sopravvenuta incongruità dello stesso patrimonio, il ripristino di una misura congrua o, in alternativa, la liquidazione degli *assets* e la soddisfazione dei creditori.



co, così come possono oggi coesistere – e generalmente coesistono – più procedure riferite a soggetti facenti parte dello stesso gruppo di società.

La circostanza che tale possibilità possa concretamente configurarsi conduce, piuttosto, a chiedersi se e in che misura, anche con riferimento a tali aspetti “patologici”, si debba predicare l’estensione, al titolare di più patrimoni, della disciplina dei gruppi che – come suggerito – pare dover essere applicata alla fattispecie esaminata in queste pagine anche per le ipotesi di *mala gestio* al di fuori delle procedure di crisi.

E in effetti sembra opportuno concepire, per l’ipotesi di insolvenza di più patrimoni appartenenti ad un unico soggetto, l’importazione del modello normativo delineato, da ultimo, dagli artt. 284-292 CCI, e che trovano il loro antecedente normativo – perlomeno con riferimento ad una parte dei profili ivi disciplinati – negli artt. 80-91 d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270.

# L'ASSEGNAZIONE NON PROPORZIONALE DELLE AZIONI EX ART. 2346 C.C. COME IPOTESI DI “CIRCOLAZIONE CORPORATIVA”

di *Maurizio Cavanna*

SOMMARIO: 1. Generalità. – 2. Schemi negoziali alternativi, che tradizionalmente consentono di disallineare partecipazione e conferimento. – 3. L'assegnazione non proporzionale ex art. 2346, 4° comma: fattispecie del tutto assorbita dal diritto societario. – 4. L'asimmetrica attribuzione delle azioni emesse in sede di aumento del capitale. – 5. Talune possibili ragioni della non proporzionalità: circolazione corporativa di partecipazioni e assetti patrimoniali.

1. *Generalità.* – La riforma del diritto societario del 2003 introduce l'espressa possibilità di assegnare azioni in misura “non proporzionale” ai conferimenti, in sede di costituzione della S.p.a.<sup>1</sup>. Tale soluzione è testualmente prevista dal quarto comma dell'art. 2346 c.c., che nel dettare la regola d'assegnazione delle partecipazioni azionarie in proporzione alla parte di capitale sottoscritta, ammette l'indicazione statutaria di un diverso criterio attributivo, per l'appunto non osservante della suddetta regola di proporzionalità. La disposizione in oggetto si completa con quella portata dal comma immediatamente

---

<sup>1</sup> Si ritiene comunemente che ciò sia possibile anche in occasione di un aumento di capitale, come meglio si dirà in seguito. Sul tema generale della assegnazione non proporzionale delle azioni, v. NOTARI, *Commento sub art. 2346 commi 1-5*, in *Azioni* (a cura dello stesso NOTARI), volume compreso nel *Comm. alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI NOTAI, Milano, 2008, 37; RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI, Milano, 2003, 107 ss.; SANTORO, *Commento sub art. 2346*, in *La riforma delle società*, a cura di SANDULLI e dello stesso SANTORO, 2/1, Torino, 2003, 129; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub art. 2346*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di NICCOLINI e dello stesso STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 257; FERRO, LUZZI, *La “diversa assegnazione delle azioni” (art. 2346 comma 4 c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum G.F. Campobasso*, a cura di ABBADESSA, PORTALE, I, 583; MAGLIULO, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 2003, 639; ID., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 7 ss.; LOIACONO, MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni*, in *Riv. not.*, 2008, 307 ss.

Nonostante la diversa formulazione dell'art. 2468 c.c. rispetto all'art. 2346 c.c., si ritiene che anche nella s.r.l. e non solo nelle società azionarie sia ammessa l'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti: CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da COTTINO, V, 1, Padova, 2007, 125 ss.; REVIGLIONE, *Commento sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO, MONTALENTI, Bologna, 2004, 1802; L.A. BIANCHI, FELLER, *Commento sub art. 2368*, in *Società a responsabilità limitata*, (a cura dello stesso L.A. BIANCHI), volume compreso nel *Comm. alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI NOTAI, Milano, 2008, 315 ss.; MARASÀ, *La s.r.l. come società di capitali e i suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.*, in *Studium Juris*, 2004, 2 ss.; MALTONI, *La partecipazione sociale*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di CACCAVALE, MAGLIULO, MALTONI, TASSINARI, Milano, 2007, 191 ss.; SANTUS, DE MARCHI, *Sui “particolari diritti” del socio nella nuova s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2004, 75 ss.

te successivo, il quinto, ove i primi due termini dell'equazione, vale a dire il capitale sottoscritto e le azioni assegnate, sono collegati ai conferimenti eseguiti: nel senso che l'assegnazione delle azioni potrà non corrispondere al conferimento, ma tale disallineamento non potrà in alcun caso lasciare scoperta una parte del capitale nominale.

2. *Schemi negoziali alternativi, che tradizionalmente consentono di disallineare partecipazione e conferimento.* – Si deve osservare sin da subito che la “deroga” in esame tende a perseguire un risultato realizzabile anche attraverso altre tecniche, tutte preesistenti e percorribili già prima della riforma del 2003, che si possono distinguere tra negoziali e corporative.

Alla prima categoria è riconducibile, ad esempio, la sottoscrizione di parte delle azioni con clausola “a favore del terzo” (art. 1411 c.c.). Con la particolarità che, trovandoci in sede costitutiva, non esiste ancora il promittente, vale a dire la società al momento non ancora iscritta né incorporata. La controparte del socio e del terzo beneficiario sarà allora rappresentata da colui o coloro che agiscono in nome e per conto della stessa società *prima* dell'iscrizione ex art. 2331 c.c., oltre a chi ne avalla a vario titolo l'operato e per questo ne assume la responsabilità<sup>2</sup>. Chi beneficia dell'altrui intervento si vede assegnata la partecipazione azionaria: in particolare, subentra in tutto nella posizione contrattuale prefigurata dallo stipulante. Nulla di diverso per il caso di aumento di capitale, con l'unica importante differenza che lì la società preesiste: per il resto, il discorso appare sostanzialmente riproponibile.

Lo stesso meccanismo vale per il caso che il versamento della somma di denaro (intera, o per la quarta parte), dovuta in sede di costituzione ovvero di aumento di capitale, sia direttamente pagata da un soggetto diverso dal socio. Qui soccorre la disciplina dell'art. 1180 c.c., e il soggetto terzo si fa adempiente per sua autonoma iniziativa senza che preesista necessariamente a proprio carico alcuna obbligazione in tal senso. Ove per contro l'iniziativa partisse dallo stesso socio, il quale invitasse l'estraneo ad eseguire il pagamento, la figura evocata sarebbe, in luogo dell'adempimento del terzo, quella della delegazione di pagamento, piuttosto che dell'indicazione di pagamento. Va detto che per la somma corrispondente alla quarta parte del conferimento in denaro, non sarebbe in alcun modo evocabile la autonoma fattispecie della delegazione di debito, che appunto presuppone l'assunzione dell'altrui debito, nel nostro caso di versare la suddetta somma frazionata: assunzione inammissibile se non congiunta all'immediato pagamento, pena l'inosservanza dell'art. 2342 c.c. Appare invece ammissibile la previsione di una delegazione di debito per il residuo settantacinque per cento del conferimento in denaro, che avrebbe l'effetto di rendere il delegato solidalmente responsabile con il socio delegante, nei confronti della società delegataria, per il versamento di quelli che una volta erano detti “decimi residui”. Analoghi vincoli varranno per la stipula di accordi di accollo ed espromissione, destinati a innestarsi sul negozio di sottoscrizione e i relativi pagamenti dei conferimenti in denaro. Si tratta di figure che consentono

---

<sup>2</sup> Sul tema v. ad esempio ANGELICI, *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di “coloro che hanno agito”*, Milano, 1998; BELTRAMI, *La società prima dell'iscrizione nel registro delle imprese*, in *Il Nuovo Diritto delle Società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, diretto da ABBADESSA, PORTALE, Torino, 2006; GUIDA, *Riflessi notarili del nuovo art. 2331 del c.c.*, in *Notariato*, 2003.

anch'esse la sostituzione dal lato passivo del rapporto obbligatorio e per questo appaiono idonee a supportare il pagamento "differito" del residuo 75%; per il 25% da subito liberato, potranno invece essere impiegate solo se collegate all'immediato adempimento dell'obbligazione pecuniaria oggetto di assunzione<sup>3</sup>.

L'elemento caratterizzante tutte queste diverse figure è dato dalla circostanza, sempre verificata, che il soggetto che beneficia dell'intervento del terzo, assuntore o immediato pagatore, è comunque destinato a mantenere *ab initio* la posizione di socio, unico vincolato a versare il residuo importo del settantacinque per cento del conferimento in denaro. In nessun caso, infatti, il rapporto societario e gli obblighi connessi si estendono sino ad assorbire la posizione negoziale del terzo, che non diviene socio. Se mai il terzo potrà trovarsi coobbligato al pagamento del residuo 75%, come si è sopra accennato. Quanto alle ragioni che giustificano l'intervento del soggetto che paga o assume il debito, solo l'art. 1411 c.c. ne presuppone l'individuazione (ma non l'esplicitazione<sup>4</sup>), mentre nel caso della delegazione, dell'espromissione e dell'accollo tale riferimento può mancare, ma, se presente, viene a titolare l'assunzione del debito altrui.

Sempre da prima della riforma organica del D.Lgs. n. 6/2003, era e resta tuttora individuabile una ulteriore e diversa soluzione tecnica che nella sostanza consente di raggiungere lo stesso risultato, e che si può definire "corporativa" perché destinata ad operare sul piano organizzativo, attraverso l'attivazione dell'assemblea dei soci. In tal senso, l'elemento di non proporzionalità tra l'apporto del socio e la quota di capitale assegnata consiste in una particolare articolazione, anch'essa non proporzionale, del sovrapprezzo. Come è noto, se è da sempre vietato emettere azioni inferiori al proprio valore nominale, nulla invece impedisce che il socio, non solo in occasione di un aumento di capitale ma anche prima, in sede di costituzione della stessa società, versi somme maggiori rispetto alla quota di capitale sottoscritta: l'eccedenza rispetto al capitale viene imputata ad apposita riserva, detta da sovrapprezzo<sup>5</sup>. La regola è che il suddetto sovrapprezzo sia versato dai soci, sussistendone i presupposti, in esatta proporzione alle partecipazioni da ciascuno possedute. Invero giustamente si riteneva – e tuttora si ritiene – che nulla osti a che il sovrapprezzo in esame sia versato in misura diversificata dai vari soci, ove consti il loro consenso. Qui la differenziazione patrimoniale passa per la delibera assembleare ed è sancita transitando integralmente sull'entità dei versamenti aggiuntivi diversamente proporzionati. In sostanza, nel caso in esame il singolo socio è chiamato a sottoscrivere una parte delle azioni e a versare una somma integrativa, che può essere più che proporzionale ovvero meno che proporzionale se paragonata al sovrapprezzo che è deliberato a carico di un altro socio.

---

<sup>3</sup> In generale sul tema v. EREDE, in *Commento sub artt. 2342-2343*, in *Costituzione – Conferimenti*, (a cura di NOTARI), volume compreso nel *Comm. alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI NOTAI, Milano, 2007, 393 ss.

<sup>4</sup> V. *infra*.

<sup>5</sup> Si tratta di una riserva c.d. da capitale e non da utile perché deriva dai versamenti eseguiti dai soci in sede di composizione del capitale iniziale ovvero di un suo futuro aumento, e si distingue pertanto dalle altre riserve, dette da utile, che esprimono l'avanzo di gestione utile accantonato a patrimonio e non ripartito ai soci in forma di dividendi. Quasi a sottolineare la sua diversa genesi e natura, l'art. 2431 c.c. dà alla riserva da sovrapprezzo un'autonoma disciplina, che ne sancisce la disponibilità limitata e ad assetto variabile, avvicinandola alla riserva legale. Sul tema generale del sovrapprezzo, v. per tutti G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997.

Rispetto alle tecniche “negoziali” sopra ricordate, questa soluzione si caratterizza per il fatto che prescinde dall’accordo individuale tra il socio beneficiario e il terzo che lo avvantaggia e dal corrispondente negozio, ma discende da una deliberazione dell’assemblea dei soci. Il che in primo luogo sta a significare che gli interessi che vengono in evidenza non sono solo da ascrivere a singoli soci coinvolti in separato accordo di natura parasociale, bensì riflettono piuttosto una valutazione che coinvolge l’intera compagine e si traduce nella delibera assunta a maggioranza (anche se di regola si presuppone il consenso individuale del socio beneficiario e dell’altro socio che lo avvantaggia). Proprio per questa diversa genesi gli obblighi di versamento del capitale e del sovrapprezzo restano radicati in capo al socio che li assume direttamente, a seguito della deliberazione di aumento (o in sede di stipula dell’atto costitutivo).

Va sottolineata sin da subito una prima ulteriore peculiarità della fattispecie “corporativa” e “tradizionale” di assegnazione non proporzionale: che essa limita strutturalmente l’asimmetria non già al capitale, bensì a somme versate a riserva, fuori capitale. In secondo luogo, il disallineamento in oggetto<sup>6</sup> appare per così dire assorbito dalla struttura societaria e non ne resta estraneo, e tantomeno confinato ad un accordo particolare tra soci, variamente qualificabile come parasociale.

3. *L’assegnazione non proporzionale ex art. 2346, 4° comma: fattispecie del tutto assorbita dal diritto societario.* – La soluzione introdotta nel 2003 dal quarto comma dell’art. 2346 c.c. consente di assemblare in un’unica fattispecie tutte le peculiarità che si sono individuate in relazione alle soluzioni negoziali e corporative ante riforma. Precisamente, essa rende possibile realizzare l’operazione volta a favorire l’ingresso nella compagine sociale o il consolidamento della partecipazione di un determinato soggetto, costruendo la posizione societaria di quest’ultimo come del tutto autonoma rispetto a quella del socio che versa a favore di lui, proprio perché estranea a qualsiasi rapporto negoziale che legghi il primo al secondo. Così, ad esempio, se viene costituita tra Primo e Secondo una S.p.A. avente capitale euro 200.000,00 ove, proprio ai sensi del quarto comma dell’art. 2346 c.c.: a) Primo conferisce in totale euro 150.000,00 mentre sottoscrive azioni per complessivi euro 100.000,00; b) Secondo conferisce in totale euro 50.000,00, mentre sottoscrive azioni per complessivi euro 100.000,00, correttamente si afferma<sup>7</sup> che il socio Secondo deve intendersi titolare di azioni interamente liberate perché così si atteggia nei suoi confronti il rapporto societario costruito ai sensi del citato quarto comma dell’art. 2346 c.c. L’obbligazione di versare la residua porzione di denaro grava infatti unicamente su Primo, che non è legato a Secondo da alcun vincolo di solidarietà originante da qualsiasi rapporto negoziale ulteriore che supporti il vincolo societario.

La parte di conferimento da versarsi da subito, in riferimento al capitale, è complessivamente pari a euro 50.000,00: il vincolo societario di assegnazione asimmetrica dovrà riflettersi sull’obbligo di immediato versamento, che graverà su Primo per euro 37.500,00 e su Secondo per euro 12.500,00. Ove invece la non proporzionalità passi

---

<sup>6</sup> Come detto prefigurato tra l’apporto fuori capitale del socio e quanto dallo stesso complessivamente versato.

<sup>7</sup> Da NOTARI, *Commento sub art. 2346 commi 1-5*, cit., 37, dal quale è anche sostanzialmente ripresa l’esemplificazione numerica.

non già per l'assegnazione "organizzativa" di cui all'art. 2346 quarto comma c.c., bensì per il canale tradizionale, negoziale, che presuppone una assegnazione di azioni proporzionale alla sottoscrizione e poi l'asimmetria scatta per effetto dell'intervento di un terzo a vario titolo qualificabile<sup>8</sup>, Secondo sarà comunque tenuto a versare il 25% del capitale sottoscritto (cioè euro 25.000,00 pari alla quarta parte delle azioni aventi valore complessivo di euro 100.000,00), e alla propria responsabilità si potrà aggiungere quella del terzo<sup>9</sup>.

Lo stesso discorso varrà per il caso che le azioni "beneficarie" dell'assegnazione non proporzionale spettino in contitolarità a più soggetti, oppure per l'opposta eventualità che i versamenti asimmetrici "beneficianti" provengano da una pluralità di soci, e non da uno solo. Si pensi al caso che le azioni sottoscritte da Secondo siano liberate non unicamente da Primo, ma anche da Terzo. Resterebbe piuttosto da stabilire se tra Primo e Terzo sussista un vincolo di solidarietà nell'obbligo di liberare il "centesimi residui" di Primo. La risposta dovrà essere diversa, in base a come sia ricostruito il rapporto che lega i protagonisti della vicenda: la solidarietà passiva troverà applicazione, secondo i principi generali, se sarà costruito come unico e plurisoggettivo dal lato passivo<sup>10</sup> il vincolo che lega Secondo, da una parte, e Primo e Terzo, dall'altra. Ove invece tale pluralità dal lato del debito difetti, i due rapporti Secondo/Primo e Secondo/Terzo saranno diversi e autonomi, e per questo in linea di principio impermeabili al vincolo solidale.

Allo stesso modo andrà letta la fattispecie allorché l'assegnazione delle azioni sia non in piena bensì in nuda proprietà, introducendo in tal modo la riserva d'usufrutto. Sul piano applicativo, anzi, quest'ultima eventualità parrebbe utilmente praticabile allorché l'asimmetria dell'assegnazione esprima una liberalità indiretta, laddove il soggetto "beneficiante" intenda ridimensionare il vantaggio immediato spettante all'altro socio, a sé appunto riservando l'usufrutto (vitalizio o a termine) sulle stesse azioni attribuite in modo non proporzionale<sup>11</sup>.

Merita un breve approfondimento il tema del conferimento eseguito *ex art.* 2346, 4° comma, c.c. dal socio, in eccedenza rispetto alla partecipazione nominale e all'eventuale sovrapprezzo di propria spettanza, dunque per la parte che beneficia dell'altro socio. Nell'ottica dell'emittente, la maggiorazione si dovrebbe virtualmente (e proporzionalmente) dividere in una prima parte (necessaria), da destinare a capitale nominale, che dovrebbe essere immediatamente liberata per il solo 25%, e in una seconda (eventuale) da imputare a sovrapprezzo, richiedente il versamento totale. Diversa invece è l'ottica del socio conferente, secondo la quale la maggiorazione in oggetto integra *per*

---

<sup>8</sup> V. *supra*.

<sup>9</sup> È la prospettiva che viene seguita da NOTARI, *Commento sub art. 2346 commi 1-5*, cit., 47, allorché argomenta la non praticabilità dell'operazione descritta dall'art. 2346, 4° comma, c.c. nel caso di massima asimmetria che assegna azioni a un socio e nessuna all'altro terzo, chiamato però a liberare (in tutto o in parte) quelle del primo, beneficiario. L'operazione, si osserva, non è vietata, ma si colloca al di fuori del perimetro del nostro 4° comma, in quanto, ove lo stesso beneficiante non pre-possedesse partecipazioni nella società emittente, in alcun modo potrebbe essere qualificato come socio e dunque non potrebbe la sua posizione inquadarsi nella specie definita dalla norma in esame. Ma nulla impedirà che lo stesso esegua il versamento utilizzando quella che si è definita la via negoziale.

<sup>10</sup> Il riferimento va ovviamente dell'obbligo del versamento "beneficiario".

<sup>11</sup> In quest'ultima eventualità l'elemento di complicazione è rappresentato principalmente dalla necessità di scomporre il valore della partecipazione azionaria tra usufrutto e nuda proprietà per individuare la precisa entità dell'obbligo del beneficiante e del beneficiario dell'assegnazione non proporzionale.

*l'intero*, e non solo in parte, un *quid pluris* rispetto al nominale che lo stesso socio conferente è obbligato a versare, e per questo dovrà *in ogni caso* essere integralmente liberata sin da subito. La valorizzazione della prospettiva “societaria”, si potrebbe sostenere, renderebbe preferibile la prima prospettiva sopra illustrata: se l'operazione è prefigurata dalla società, e nell'interesse della società, allo stesso modo dovranno seguire i versamenti, progressivamente scorporandosi la parte destinata al nominale da quella a sovrapprezzo. In realtà non si può dimenticare che la stessa prospettiva “societaria” distingue tra versamenti a capitale e fuori capitale eseguiti dai singoli soci, e le ragioni prudenziali che impongono l'integrale e immediato versamento di quanto è fuori capitale meritano di essere valorizzate a maggior ragione ora, che la formazione del capitale viene disarticolata per effetto delle asimmetrie di sottoscrizione.

4. *L'asimmetrica attribuzione delle azioni emesse in sede di aumento del capitale.* – Nonostante l'originaria formulazione sembrasse circoscrivere l'applicabilità della figura in esame alla stipula dell'atto costitutivo, si ritiene comunemente che l'assegnazione non proporzionale possa aver luogo anche in sede di aumento di capitale. Sul piano testuale, l'intento di estendere l'opzione asimmetrica anche all'aumento andrebbe letta nella stessa variazione lessicale introdotta dal D.Lgs. n. 310/2004 che in sede di riformulazione della disposizione in esame, sostituì all'originaria dicitura “atto costitutivo” la più neutra “statuto”. Al di là del dato testuale, è corretto il rilievo che l'art. 2346 c.c. disegna un nuovo sistema di attribuzione delle azioni, che appunto legittima la previsione di prezzi d'emissione diversificati, a fronte dell'unico limite che non potrà restare “scoperta” da conferimento alcuna porzione di capitale nominale: sistema che ha evidentemente portata generale né appare circoscritto alla vicenda costitutiva della società<sup>12</sup>.

Ora, a prescindere dall'introduzione della regola programmatica in statuto, integrante un vincolo essenzialmente formale, nella prospettiva dell'aumento a pagamento assume rilevanza decisiva proprio il tema dell'osservanza della regola che pone il divieto dell'emissione di azioni sotto la pari. Il fatto che la delibera in esame ponga fisiologicamente un termine entro il quale i soci e gli eventuali i terzi sottoscrittori possono dichiarare di sottoscrivere (e in ipotesi anche di optare l'altrui inoptato), pone la necessità di contemperare tale differimento temporale con il vincolo che il capitale “nuovo”, all'esito dell'operazione, sia comunque coperto da “nuovi” conferimenti, per quanto non proporzionali alla sottoscrizione. Evidentemente il tema non si pone se l'aumento sarà interamente sottoscritto già al momento della delibera<sup>13</sup>, come pure se la nuova emissione sia assistita dalla clausola di inscindibilità, sicché l'aumento medesimo potrà essere effettivo *solo se il capitale sarà stato*, pur in momenti successivi a quello deliberativo, *interamente sottoscritto*. Nella stessa prospettiva, si potrebbe ipotizzare il caso di un singolo socio, il quale, in sede di sottoscrizione della propria partecipazione, immediatamente prenoti l'inoptato e versi a titolo di sovrapprezzo una somma di entità tale da coprire la parte eventualmente non sottoscritta da quei soci, ai quali fosse riservata la sottoscrizione a prezzo maggiore. Con precisazione che il versamento eccedente

<sup>12</sup> NOTARI, *Commento sub art. 2346 commi 1-5*, cit., 49.

<sup>13</sup> Opzione percorribile, pare, solo nelle società a ristretta base partecipativa.

del primo socio sarà risolutivamente condizionato alla sottoscrizione (e al versamento) di questi ultimi<sup>14</sup>.

L'assegnazione non proporzionale in sede di aumento di capitale può integrare anche una limitazione del diritto di opzione *ex art.* 2441 c.c., in quanto l'asimmetria nei conferimenti potrebbe verosimilmente comportare un disallineamento anche rispetto alle partecipazioni azionarie precedentemente possedute<sup>15</sup>. C'è da chiedersi però se in tale circostanza sia comunque necessaria l'attivazione della procedura posta dal medesimo art. 2441 c.c.: e la risposta sarà negativa, ove la delibera di assegnazione asimmetrica sia approvata all'unanimità, o almeno dai soggetti chiamati a sottoscrivere azioni a prezzo maggiore<sup>16</sup>.

Nulla sembra impedire che l'aumento asimmetrico sia deliberato a servizio di un'emissione di obbligazioni convertibili, nel senso che, in caso di conversione, la somma a suo tempo mutuata alla società "diventa" conferimento<sup>17</sup> non proporzionale alle azioni assegnate in funzione del rapporto di conversione (che invece rimane costante per tutte le obbligazioni). L'operazione così congegnata potrebbe rispondere a finalità premiali per alcuni obbligazionisti, che proprio per quello sarebbero invogliati a sottoscrivere i titoli di debito. Analogo meccanismo agevolante potrebbe attivarsi in sede di aumento di capitale esteso a più categorie di azioni, ad esempio attraverso l'attribuzione del diritto di convertire azioni di una categoria in quelle di un'altra, secondo il criterio di non proporzionalità.

Merita sottolineare che attraverso queste operazioni di aumento di capitale con assegnazione asimmetrica si ottiene un risultato che va oltre la semplice attribuzione di

---

<sup>14</sup> Il soggetto che realizza tale operazione potrebbe anche essere un investitore istituzionale socio di una società ad azionariato più o meno diffuso, che a fronte della posizione egemonica del gruppo di controllo comunque conservata, fungerebbe da "equilibratore" per la collocazione del residuo aumento di capitale.

Si tratta, pare, di una soluzione simmetrica a quella utilizzata per realizzare il ripianamento delle perdite che assorbono interamente il capitale già all'atto della delibera di annullamento e ricostituzione: anche in tale evenienza si ammette che un socio proceda a sottoscrivere ed optare per la parte non sottoscritta dagli altri, versando quanto necessario in via residuale all'immediato abbattimento delle perdite e alla ricostituzione del capitale della società, contemporaneamente consentendosi la fissazione di un termine entro il quale tutti gli altri soci possano valutare se procedere a ricapitalizzare oppure no, posto che, in caso di sottoscrizione successiva, il versamento del primo sottoscrittore sarebbe risolto in misura corrispondente. Sul tema sia consentito il rinvio, anche per riferimenti, a CAVANNA, *La riduzione del capitale*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da RESCIGNO, Torino, 2012, 454 s.

<sup>15</sup> Ciò che però non appare una necessità: si pensi al caso dell'aumento di capitale di euro 100.000,00 deliberato dalla società GAMMA SPA, e riservato in opzione in misura paritetica ai soci ALFA SPA e BETA SPA, che posseggono ciascuno il 50% del capitale di GAMMA. L'assegnazione paritetica delle nuove azioni, non proporzionale rispetto al conferimento di 150.000,00 eseguito da ALFA SPA e di euro 50.000,00 disposto da BETA SPA, finirebbe proprio per assicurare a ciascuna società socia la sottoscrizione dell'aumento proporzionale alle partecipazioni pre-possedute, in tal modo ad esempio compensando la transitoria scarsa liquidità di BETA SPA, magari a beneficio degli interessi del gruppo cui tutte le società appartengono. Sotto questo profilo, l'assegnazione non proporzionale potrebbe dunque essere strumentale alla compensazione degli interessi di gruppo, teorizzata dallo Studioso che si onora con questa raccolta di scritti (v., per tutti, MONTALENTI, *Conflitto d'interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, 710 ss.).

<sup>16</sup> Sul tema v. NOTARI, *Commento sub art. 2346 commi 1-5*, cit., 50, anche per il rilievo che ammette la delibera maggioritaria e non unanime.

<sup>17</sup> *Metamorfosi* ricostruita in termini di compensazione, piuttosto che di novazione: sul tema v. ampiamente SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giur. Sist. Bigiavi*, Torino, 2000, 312 ss. e ivi riferimenti.



azioni in misura maggiore o minore rispetto al conferimento eseguito. All'esito dell'aumento, infatti, risulta asimmetrica anche la partecipazione al patrimonio in precedenza acquisito dalla società. Più precisamente, operazioni siffatte presentano la peculiarità di realizzare un riassetto organizzativo più complesso, destinato a incidere non solo sulla partecipazione al capitale nominale, ma anche (soprattutto) sul patrimonio e di riflesso sulla compagine sociale. E ciò sarà tanto più evidente, quanto maggiore sarà l'entità della partecipazione assegnata e dell'asimmetria rispetto al conferimento.

Sotto questo profilo, sembra che, una volta riscontrato il consenso dei soci favorito e svantaggiato, possa ritenersi ammissibile anche una delibera di aumento gratuito del capitale con assegnazione non proporzionale, per definizione destinata a riflettersi sugli assetti patrimoniali consolidati e non anche sui nuovi conferimenti. Si potrà sostenere che la figura non sia riconducibile alla definizione dell'art. 2346 c.c., proprio perché qui non si esegue alcun conferimento, e ciò corrisponde indubbiamente a verità. Ma appare altrettanto vero che nell'aumento gratuito non proporzionale si agevola la riorganizzazione degli assetti patrimoniali, che costituisce il riflesso della stessa operazione calibrata in occasione dell'aumento a pagamento: e allora la norma in esame potrebbe essere interpretata in modo analogico, quale implicita legittimazione anche per il caso dell'aumento gratuito<sup>18</sup>. Senza dimenticare che, nella specie, l'attribuzione ai soci deve trovare corrispondenza in riserve accantonate esistenti e disponibili, e pertanto non emerge alcun rischio di annacquamento del capitale, di cui si preoccupa il 5° comma dell'art. 2346 c.c.

*5. Talune possibili ragioni della non proporzionalità: circolazione corporativa di partecipazioni e assetti patrimoniali.* – La norma che ammette l'assegnazione non proporzionale non richiede la individuazione e tantomeno l'esplicitazione delle ragioni che in concreto giustificano tale riassetto – diversamente da quanto, ad esempio, avviene nel contratto a favore di terzo, laddove la stessa negoziazione è condizionata all'esistenza dell'interesse dello stipulante<sup>19</sup>. Nondimeno, il tema del profilo eziologico dell'operazione appare operativamente imprescindibile: in caso contrario, infatti, sarebbe non facile prefigurarne la pratica realizzabilità.

Così si può ipotizzare che l'asimmetria nell'assegnazione delle azioni rifletta un interesse riconducibile alle parti protagoniste della vicenda: si pensi all'intento liberale per il quale un genitore intenda favorire uno o più figli che entrino a far parte della compagine sociale ovvero che, già soci, vedano in tal modo incrementare l'entità delle

<sup>18</sup> Sul presupposto ovviamente che tutti i soci interessati siano dello stesso avviso: v. *Massima H.G.20* del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie. Del resto, non si dubita della ammissibilità della simmetrica operazione di restituzione non proporzionale ai soci di riserve disponibili, ove consti il consenso degli interessati.

<sup>19</sup> V. sul punto, per l'affermazione che interesse dello stipulante non si appiattisce su quello generalmente richiesto per qualsiasi obbligazione, MAIELLO, voce *Contratto a favore di terzi*, in *Dig. Priv., Sez. Civ.*, Torino, 1989, 240; ID., *L'interesse dello stipulante nel contratto a favore di terzi*, Napoli, 1962, 5 ss.; GAZZONI, *Manuale di Diritto Privato*, Napoli, 2000, 929; SCOZZAFAVA, voce *Contratto a favore di terzi*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1988, 6; sul piano probatorio, si sostiene la presunzione dell'esistenza di tale interesse, con conseguente onere della prova contraria: Moscarini, *Il contratto a favore di terzi*, in Milano, 169; A. LENER, *Expressio causae e astrazione processuale*, in *Studi in onore di F. Santoro Passarelli*, Napoli, 1972, 83 s.

proprie partecipazioni. Evidentemente lo strumento in esame, che consente di realizzare tale finalità liberale, ha connotati ben diversi rispetto al tradizionale contratto di donazione, integrando la peculiare figura della liberalità indiretta (o non donativa). In tal senso, l'arricchimento del soggetto beneficiario non deriva dalla immediata attribuzione gratuita di un diritto reale su un bene o un credito, realizzata con l'intento di avvantaggiarlo, bensì in via indiretta, appunto attraverso l'assegnazione di partecipazioni in misura non proporzionale al conferimento eseguito. A questo modo il favore che viene concesso da chi effettua la liberalità coincide non tanto con il proprio sacrificio economico, quanto piuttosto con il vantaggio che procura al beneficiario, da quantificarsi dunque non tanto (non solo) nel maggior numero di azioni a quest'ultimo attribuite, ma piuttosto nella maggior entità della partecipazione espressa al patrimonio sociale esistente.

Diversamente, l'altra principale ragione che può indurre a optare per una assegnazione asimmetrica va ricondotta a interessi di natura tipicamente imprenditoriale, tendenti ad esempio a valorizzare un apporto non imputabile a capitale del socio beneficiario, seguendo una tecnica che evita l'emissione di strumenti finanziari e colloca il vantaggio concesso sul piano della tradizionale partecipazione azionaria. Diversamente, il *favor* derivante dall'assegnazione potrà avere funzione premiale, al fine di indurre un dato soggetto ad assumere una partecipazione magari ritenuta strategica nella società emittente: in luogo di una cessione di azioni che risolva sul prezzo l'interesse ad ottenere l'ingresso in società<sup>20</sup>, potrebbe essere deliberato un aumento di capitale con assegnazione asimmetrica a favore del socio entrante<sup>21</sup>. Il vantaggio che emerge dall'assegnazione non proporzionale, nell'ottica di gruppo, può anche esprimere l'intento di compensare un precedente sacrificio assunto dalla società socia ora beneficiata, in tal modo attuando una compensazione di vantaggi indotta dalle strategie della capogruppo<sup>22</sup>.

Certo è che, a prescindere dalle ragioni che inducano all'assegnazione non proporzionata e dall'opportunità della loro esplicitazione<sup>23</sup>, il risultato che essa prefigura consiste non solo nella diversa entità delle partecipazioni assegnate ai soci, ma anche nel connesso spostamento della partecipazione agli assetti patrimoniali esistenti. Riassetto che all'evidenza non si realizza attraverso la diretta cessione di partecipazioni o dei medesimi *assets* patrimoniali, ma solo quale riflessa conseguenza della redistribuzione delle azioni. Una redistribuzione dunque "organizzata" dalla delibera di aumento di capitale (o prefigurata dall'atto costitutivo) e destinata a lasciare in secondo piano il momento negoziale tradizionale della cessione. Un meccanismo che allora potrebbe essere avvicinato alla sistemazione che produce il *rapporto di cambio stabilito per la fusione e la scissione* di società: dal quale si distinguerebbe principalmente per il solo fatto che, nel caso delle operazioni straordinarie, esiste una *pluralità* di società, che si aggregano o si frazionano, e non una sola come avviene nel caso dell'assegnazione asimmetrica.

---

<sup>20</sup> Si tratterebbe di un prezzo tendenzialmente di favore, a svantaggio dei soli soci cedenti.

<sup>21</sup> In questa seconda evenienza, la "diminuzione economica", corrispondente al vantaggio riservato al socio entrante, sarebbe socializzata da tutti gli altri soci, in misura proporzionale alla partecipazione posseduta da ciascuno.

<sup>22</sup> V. *supra*, par. 4.

<sup>23</sup> Per motivi successori e fiscali in tema di liberalità indiretta; ovvero per giustificare le scelte gestionali degli amministratori ed escludere eventuali profili di loro responsabilità, nel caso di acquisto di partecipazioni strategiche ovvero di compensazione di vantaggi intragruppo.

Come la cessione di azioni e la cessione di azienda costituiscono specie diverse dall'assegnazione non proporzionale delle azioni, pur consentendo di ottenere risultati nella sostanza non dissimili, così la fusione e la scissione si distinguono dallo scorporo aziendale con attribuzione delle azioni ai soci della società conferente in luogo che alla conferente medesima, per effetto di clausola a favore di terzo che devia a favore dei soci l'attribuzione delle azioni in oggetto<sup>24</sup>. A conferma che pure qui la circolazione delle partecipazioni al capitale e al patrimonio della società segue un tragitto non negoziale, ma corporativo in quanto impresso nella delibera che sancisce (non l'aumento di capitale ma) l'operazione straordinaria. E a conferma – tra l'altro – che questo profilo (ri)organizzativo appare l'elemento peculiare e caratterizzante della stessa operazione straordinaria: non già l'estinzione delle società assorbite da quelle che sopravvivono, all'esito della stessa operazione<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Strumento alternativo all'operazione di fusione e scissione deliberata dai soci, proprio come nel caso della assegnazione a favore di terzo *ex art.* 1411 c.c. che si è esaminato all'inizio di questo lavoro. Sul tema v. CAVANNA, *Fusione delle società*, in *Comm. Cod. Civ. e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di DE NOVA, Bologna-Roma, 2018, 6.

<sup>25</sup> Come invece si legge nella recente (e discutibile) motivazione della sentenza di Cassazione, S.U., 30 luglio 2021, n. 21970, in *Società*, 2021, 11, 1193, con nota di CAGNASSO, *Le sezioni unite sugli effetti della fusione: un ritorno al passato?*, in *Notariato*, 2021, 5, 513, con nota di MAGLIULO, *Clamoroso revirement della Cassazione sulla natura giuridica della fusione*, e ancora in *Notariato*, 2021, 6, 604, con nota di RIZZI, *La sentenza delle Sezioni Unite n. 21970/2021: quali ricadute per gli atti di fusione in presenza di immobili?*

# STRUTTURE “DUAL CLASS” E DIRITTI DIVERSI “SOGGETTIVI” NELLE SOCIETÀ PER AZIONI (ALLA LUCE DELLA GIURISPRUDENZA DELLA CORTE DI GIUSTIZIA UE)

di *Andrea Vicari*

SOMMARIO: 1. Diritto societario nazionale e principi dei Trattati dell’Ue. – 2. La prevedibile espansione del sindacato della Corte di Giustizia Ue sulle norme nazionali “disincentivanti” per l’investimento da parte di cittadini e imprese di altri Stati membri. – 3. Azioni speciali e strutture “dual class” (azioni a voto plurimo e maggiorato ex artt. 2351, comma 3, c.c., 127-*quater* e 127-*quinquies* t.u.f.): interpretazioni critiche e clausole “sunset”. – 4. Diritti diversi “soggettivi” nelle società per azioni (secondo la massima n. 184 del Consiglio Notarile di Milano).

1. *Diritto societario nazionale e principi dei Trattati dell’Ue.* – L’interpretazione del diritto societario nazionale non può non considerare l’impatto fondamentale che la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea viene progressivamente ad esercitare sullo stesso.

Come noto, la Corte è già intervenuta nel tempo a sanzionare disposizioni domestiche non allineate ai principi dei Trattati e, in particolare, le leggi che concedevano poteri speciali nelle società agli Stati nazionali o ai governi locali (attraverso l’insieme delle sentenze sulle cosiddette “golden shares”: si ricordano, tra gli altri, i casi “Volkswagen” del 2007 e del 2012, C-112/05 e 95/12<sup>1</sup>) o che di fatto impedivano alle im-

---

<sup>1</sup> I casi sono commentati ad esempio da P. ZUMBANSEN-D. SAAM, *ECJ, Volkswagen and European corporate law: reshaping the European varieties of capitalism*, in *GLJ*, 2007, 1027; W.G. RINGE, *The Volkswagen case and the European Court of Justice*, in *CMLR*, 2008, 537; ID., *Domestic company law and free movement of capital: nothing escapes the European Court?*, su *ssrn.com*, 1; J. VAN BEKKUM, *Golden shares and European company law: the implications of Volkswagen*, in *ECL*, 2008, 6; J. VAN BEKKUM-J. KLOOSTERMAN-J. WINTER, *Golden shares and european company law: the implications of Volkswagen*, in *ECL*, 2008, 6; J. WINTER, *Ius audacibus. The future of EU company law*, in AA.VV., *Perspectives in company law and financial regulation. Essays in honour of Eddy Wymeersch*, a cura di M. TISON *et al.*, Cambridge, 2009, 43; J. RICKFORD, *Free movement of capital and protectionism after Volkswagen and Viking Line*, *ibidem*, 61; C. GERNER-BEUERLE, *Shareholders between the market and the state. The VW law and other interventions in the market economy*, in *CMLR*, 2012, 97.

In generale sulla giurisprudenza della Corte in tema di *golden shares* v. J. ADOLFF, *Turn of the tide?: the “golden share” judgements of the European Court of Justice and the liberalization of the European capital markets*, in *GLJ*, 2002, 20; L. ANDENAS-T. GÜTT-M. PANNIER, *Free movement of capital and national company law*, in *EBLR*, 2005, 757; G.J. VOSSNSTEIN, *The state of affairs of golden shares, general company law and European free movement of capital*, in *ECFR*, 2008, 115; N. GAYDARSKA-S. RAMMELOO, *The legality of the “golden share” under EC Law*, 2009, su *ssrn.com*; E. WERLAUFF, *Safeguards against takeovers after Volkswagen – On the lawfulness of such safeguards under company law after the Court’s decision in “Volkswagen”*, in *EBLR*, 2009, 1010; A. ARTÈS, *Advancing harmonization: should the ECJ apply golden shares’ standards to national company law?*, in *EBLR*, 2009, 457; T. PAPADOPOULOS, *Greek legislation on strategic investments; the next golden share case before the European Court of Justice?*, in *ECL*, 2009, 264; ID., *Privatizations of state-owned enterprises in Greece after the third economic*

prese straniere di acquisire partecipazioni in altre società (si veda, tra l'altro la recente decisione sul caso "Vivendi" del 2020, C-719/18)<sup>2</sup>.

Il contesto giuridico è fornito sia dall'art. 49 TFUE (sulla libertà di stabilimento) sia, soprattutto, dall'art. 63 TFUE, il quale stabilisce che «sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri».

Ciò significa che cittadini devono essere liberi di offrire e fornire i loro servizi in altri Stati membri anche su base temporanea pur rimanendo nel loro paese d'origine, e lo stesso vale per la sollecitazione dell'investimento in capitale di rischio da parte delle società, che non devono essere ostacolate nel fornire un facile accesso al loro capitale agli investitori stranieri.

Soprattutto da quest'ultimo punto di vista – annullamento da parte della Corte di disposizioni nazionali che non attribuivano poteri rafforzati, ma che più semplicemente possano rendere più difficili gli investimenti – la questione è attualmente molto delicata e ha il potenziale di diventare uno dei principali temi della giurisprudenza della Corte di Giustizia nei prossimi anni.

La Corte ha sviluppato la sua interpretazione – come noto – soprattutto nei casi "Commissione contro Italia [farmacie]" (C-531/06, deciso nel 2009), "Commissione contro Francia [laboratori bio-medici]" (C-89/09, deciso nel 2010), "Tipou contro Tipou" (C-81/09, deciso nel 2010) e – più recentemente – "Vivendi contro AGCM" (C-719/18, citato sopra).

In ognuno di essi, le leggi dei singoli Stati membri limitavano – anche solo di fatto – la possibilità per gli investitori di acquistare azioni di società nazionali.

Nel primo caso, le società che distribuivano prodotti medici non erano autorizzate dalla legge italiana ad acquisire partecipazioni di società che gestivano farmacie. Nel secondo caso, i biologi non erano autorizzati dalla legge francese ad acquisire partecipazioni di società che operavano laboratori di analisi biomediche. Nel terzo caso, gli investitori che volevano acquisire più di una certa quota in società televisive private erano esposti dalla legislazione greca al rischio di ricevere sanzioni in solido con la società. Nell'ultimo caso, le società con un volume di affari significativo nei settori delle telecomunicazioni e dei media non erano autorizzate dalla legislazione italiana ad acquisire più del 10% del capitale sociale di società televisive<sup>3</sup>.

*adjustment programme published*, in *ECL*, 2018, 205; J. VAN BEKKUM, *Golden shares: a new approach*, in *ECL*, 2010, 13; J. AGRANOVSKA, *Italian golden shares – A never-ending story?*, 2012, su *ssrn.com*; N. RUCCIA, *The new and shy approach of the Court of Justice concerning golden shares*, in *EBLR*, 2013, 275; J. MUKWIRI, *Free movement of capital and takeovers: a case-study of the tension between primary and secondary EU legislation*, 2014, at *ssrn.com*; T. SZABADOS, *Recent golden share cases in the jurisprudence of the court of justice of the European Union*, in *GLJ*, 2015, 1099.

Nella letteratura italiana v. spec. F. MUCCIARELLI, *La sentenza "Volkswagen" e il pericolo di una "convergenza" forzata tra gli ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 273; I. DEMURO, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 640; G. PATTI, *I diritti speciali dello stato tra libera circolazione dei capitali, golden shares e regole di diritto societario*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, 525; L. CALZOLARI, *Ancora una pronuncia in tema di poteri speciali nelle imprese privatizzate: anche la golden share ellenica non sfugge alla censura della Corte di Giustizia*, in *Dir. comm. int.*, 2013, 584; M. LAMANDINI, *Golden share e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 671.

<sup>2</sup> Cfr. A. GIANNACCARI, *La contesa Mediaset-Vivendi tra libertà di stabilimento e pluralismo informativo. Tanto tuonò che piovve*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, 599.

<sup>3</sup> I primi tre casi sono commentati ad esempio da J. VAN BEKKUM, *Cross border investments in undertakings and the future of EU company law*, in *EBLR*, 2014, 811.

In tutti i casi la Corte ha giudicato illegittime le leggi nazionali che determinavano l'effetto di impedire o dissuadere gli investitori dall'effettuare investimenti transfrontalieri nelle società e, quindi, il risultato di limitare la libertà di stabilimento e la libera circolazione dei capitali<sup>4</sup>.

La Corte ha effettivamente esteso il ragionamento già seguito in altri casi riguardanti le *golden shares*. In queste nuove fattispecie, tuttavia, le disposizioni nazionali annullate non favorivano la posizione di uno Stato membro nelle società in questione (attribuendo a quello Stato poteri "golden"), ma creavano meccanismi giuridici nella legislazione specifica di settore per regolare determinati mercati, con l'effetto di favorire alcune società e sfavorirne altre e, più in generale, di dissuadere gli investitori prospettici.

Il caso delle *golden shares* è più semplice da analizzare: le norme che riconoscono tale tipologia di azioni conferiscono agli Stati o alle autorità pubbliche diritti speciali, che – secondo la giurisprudenza della Corte – vanno considerati legittimi solo nella misura in cui riguardino strettamente le imprese che operano nei servizi nazionali "pubblici" o "strategici" e siano proporzionati all'effetto.

Al contrario, le disposizioni nazionali "settoriali" si rivolgono alle società private e hanno l'effetto pratico di disincentivare le altre imprese (o, più generalmente, gli investitori) ad acquisire partecipazioni nelle società di tale Stato membro.

La possibilità di sindacare queste disposizioni dipende, peraltro, anche dal diritto dei privati di trarre vantaggio "direttamente" da regole contenute nei Trattati, come il principio della libera circolazione dei capitali (è questo il c.d. "effetto orizzontale" della normativa dell'Ue).

Il caso "Vivendi" è un buon esempio.

Nel 2016, la società francese Vivendi s.a. – al vertice di un gruppo operante nel settore dei media e nella creazione e distribuzione di contenuti audiovisivi – aveva avviato una campagna ostile per acquisire quote di Mediaset Italia s.p.a. – società italiana operante nel medesimo settore, appartenente al gruppo Fininvest – acquisendo il 28,8% del capitale sociale, pari al 29,94% dei diritti di voto.

Mediaset aveva, quindi, denunciato Vivendi all'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni (AGCom), accusandola di aver violato la legge italiana che, a tutela del pluralismo dell'informazione, vietava ad una società di realizzare, direttamente o indirettamente, più del 20% dei ricavi totali del settore delle "comunicazioni integrate". Tale percentuale si riduceva al 10% se l'impresa realizzava contemporaneamente più del 40% dei ricavi totali del settore delle comunicazioni in Italia. Questa era la situazione di Vivendi, che già occupava una posizione importante nel settore delle comunicazioni in Italia, in virtù del controllo sulla società telefonica Telecom Italia s.p.a.

Nel 2017 l'AGCom aveva, dunque, accertato che l'acquisto da parte di Vivendi della suddetta partecipazione in Mediaset violava la normativa italiana e le aveva ordinato di desistere da tale violazione. Vivendi aveva poi, da un lato, ottemperato all'ordine dell'AGCom e trasferito la proprietà della sua quota del 19,19% in Mediaset e, dall'altro, impugnato la decisione dell'AGCom davanti alla Corte di Giustizia.

---

<sup>4</sup> L'affermazione per cui l'acquisizione di partecipazioni in una società da parte di un investitore residente in uno Stato dell'Ue è una forma di movimento di capitali era già contenuta, ad esempio, nel documento *Commission's Communication on certain legal aspects concerning intra-EU investment*, 1997 O.J. (C 220), 15.

Nel 2020 la Corte ha ritenuto che le varie disposizioni della legge italiana che limitano la possibilità per le imprese di altri Stati membri di entrare nel settore dei media italiani incidono sulle libertà di stabilimento e di circolazione. La tutela del pluralismo dell'informazione costituisce un motivo di interesse generale, la cui protezione può giustificare, in astratto, l'adozione di misure nazionali che limitano la libertà di stabilimento. Tuttavia, oltre ad essere in grado di realizzarlo, questa legislazione nazionale deve essere "proporzionata" all'obiettivo di protezione e non deve andare oltre quanto necessario per raggiungerlo.

Nel caso concreto, la Corte ha ritenuto la legge italiana fosse sproporzionata e inutilmente sfavorevole per gli investitori e ha, quindi, dato ragione a Vivendi.

*2. La prevedibile espansione del sindacato della Corte di Giustizia Ue sulle norme nazionali "disincentivanti" per l'investimento da parte di cittadini e imprese di altri Stati membri.* – Tra gli studiosi le citate sentenze della Corte sono state accolte con grande interesse, soprattutto per il loro potenziale espansivo ad aree del diritto societario nazionale.

Questa giurisprudenza affronta direttamente le legislazioni domestiche e si fonda principalmente sul principio della libera circolazione dei capitali (art. 63 TFUE), che è considerato capace di effetto diretto non solo quando una delle parti è lo Stato ("effetto diretto verticale"), ma anche quando sono coinvolte solo parti private ("effetto diretto orizzontale")<sup>5</sup>.

Il dibattito accademico si è avviato, mostrando una maggiore o minore inclinazione da parte degli studiosi verso l'estensione degli *standard* elaborati dalla Corte (nei casi relativi alle "golden shares" e nei casi "specifici del settore") più in generale alle disposizioni di diritto societario, come quelle, ad esempio, sui poteri di voto non proporzionali o sui diritti dei soci detentori di "azioni speciali"<sup>6</sup>.

Evidentemente ogni restrizione alla facilità dell'investimento determina anche una limitazione alla possibile creazione (oltre che, più generalmente, di un mercato più sviluppato) anche di un efficiente mercato per il controllo societario a livello di Unione Europea. Di conseguenza si è argomentato che la citata giurisprudenza della Corte «has also changed the discussion on whether rules of general company law can infringe the fundamental freedoms of the EC Treaty in a purely private situation. From now on the discussion will focus on whether these rules may restrict Art. 43 EC, instead Art. [63]

<sup>5</sup> La dottrina dell'"effetto diretto orizzontale" è stata sviluppata nel tempo dalla Corte e afferma che cittadini e imprese possono invocare l'effetto diretto delle disposizioni dei trattati che conferiscono diritti individuali per avanzare pretese contro altri privati davanti ai tribunali nazionali o alla Corte stessa (si veda in particolare il caso "Defrenna", C-43/75). Successivamente v. soprattutto la decisione "Viking" (C-438/05); sull'effetto orizzontale dell'art. 63 TFUE v. *inter alia* D. Chalmers-G. Davies-G. Monti, *European Union law*, IV ed., CUP, Cambridge, 2019, 747.

<sup>6</sup> Cfr. specialmente J. VAN BEKKUM, *Golden*, cit., 6 ss.; W.G. RINGE, *Domestic*, cit., 2008, 1; ID., *Company law and free movement of capital*, in *Cambr. l. j.*, 2010, 378; A. ARTÉS, *Advancing*, cit., 457; per un approccio più prudente v. ad es. C. GERNER-BEUERLE, *Shareholders*, cit., 97; T. SZABADOS, *Recent*, cit., 1099; anche L. ANDENAS-T. GÜTT-M. PANNIER, *Free*, cit., 759; L. ANDENAS-F. WOOLDRIDGE, *European comparative company law*, Cambridge, 2009, 20. Ma v., ad esempio, anche in tema di disciplina dei gruppi K.E. SØRENSEN, *Groups of companies in the case law of the Court of Justice of the European Union groups*, in *EBLR*, 2016, 393.

EC [...]. If so, and if certain rules of general company law will be judged to restrict the freedom of establishment, the ECJ could make a major contribution to a creation of a level playing field on the European market for corporate control»<sup>7</sup>.

Dove porterà questo processo è incerto.

Come è stato osservato, «national company laws and practice will be subject to gradual review through the case law, and the ECJ' jurisprudence on the free movement of capital will give new impetus to the harmonization effort in EU legislation. The basic foundation is now laid in the cases discussed above, but the actual impact and speed of this process is another matter»<sup>8</sup>.

Se è vero, d'altra parte, che si registrano voci meno orientate ad accettare interventi della Corte in merito alle singole norme di diritto societario nazionale (anche in una logica di "pura" competizione tra ordinamenti degli Stati comunitari<sup>9</sup>), è altrettanto vero che sono diffuse opinioni più favorevoli allo sviluppo di un processo di quantomeno minima "convergenza" tra le discipline domestiche e alla creazione di un vero mercato europeo (anche) del controllo societario, il quale non può che risultare agevolato dalla graduale eliminazione di normative troppo disomogenee e ispirate a principi nazionali nettamente diversi<sup>10</sup>.

3. *Azioni speciali e strutture "dual class" (azioni a voto plurimo e maggiorato ex art. 2351, comma 3, c.c., 127-quater e 127-quinquies t.u.f.): interpretazioni critiche e clausole "sunset".* – (I) La possibilità per le società di emettere diverse "classi" di azioni con diritti "speciali" non è regolata, come noto, a livello di disciplina dell'Unione.

È altrettanto risaputo che alcuni anni fa la Commissione Ue aveva preso in considerazione di abolire la possibilità per le società di creare classi e diritti speciali e di abbracciare il principio della piena uguaglianza delle azioni (sintetizzato dalla frase: "un'azione-un voto").

Per un periodo la Commissione aveva considerato di rendere questa regola obbligatoria almeno per le società quotate. Nel 2007, tuttavia, erano stati pubblicati una serie di studi sulla questione e, sulla base di questi e del *feedback* di varie parti interessate, la Commissione aveva deciso di abbandonare il suo progetto di legislazione in materia<sup>11</sup>.

Le posizioni dei vari Stati membri su questo argomento sono, quindi, rimaste molto diverse, con alcuni ordinamenti che hanno adottato un approccio liberale e altri uno più conservatore.

Consideriamo, anzitutto, il caso delle c.d. azioni a voto maggiorato (*loyalty shares*): esse conferiscono agli azionisti il diritto di ottenere azioni extra o voti extra – una sorta

<sup>7</sup> Così J. VAN BEKKUM, *Golden*, cit., 19.

<sup>8</sup> Così L. ANDENAS-F. WOOLDRIDGE, cit., 20.

<sup>9</sup> V. in proposito, nella letteratura italiana, F.M. MUCCIARELLI, *La sentenza*, cit., 273.

<sup>10</sup> V. per spunti in questa direzione ad esempio, nella dottrina italiana, M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491.

<sup>11</sup> Cfr. spec. G. FERRARINI, *One share – one vote: a European rule?* in *ECFR*, 2007, 147; G. PSARAKIS, *One share – one vote and the case for a harmonized capital structure*, in *EBLR*, 2008, 709; K. GEENS-C. CLOTTENS, *One share – one vote: fairness, efficiency and (the case for) EU harmonization revisited*, 2010, su *ssrn.com*.



di “premio” – se essi rimangono fedeli e conservano le azioni in portafoglio per un certo periodo di tempo (per esempio, un anno), come stabilito nello statuto<sup>12</sup>. Sono comuni in alcuni Paesi dell’Unione (comunque una minoranza) e anche l’*European Company Model Act (EMCA)* approva la possibilità di emettere questo tipo di partecipazioni (il modello è chiamato anche, come noto, “*tenure shares*” o “*tenure voting scheme*”).

Più frequentemente vengono ammesse le azioni c.d. a “voto plurimo” (esse attribuiscono il diritto di esprimere più di un voto). Nel corso degli anni questa possibilità è stata introdotta in alcuni Stati membri (non tutti). Le strutture di voto plurimo sono spesso utilizzate dalle società quotate per rafforzare il controllo (circa l’80% delle società svedesi quotate utilizza questo modello, seguito da circa il 55% di quelle francesi e da circa il 40% di quelle olandesi e finlandesi)<sup>13</sup>.

Altri ordinamenti, invece, vietano le azioni a voto plurimo, in modo espresso o implicito (l’esempio più importante è quello dell’ordinamento tedesco)<sup>14</sup>.

Per quanto le *loyalty shares* non costituiscano propriamente una “classe” di azioni, le strutture che esse e/o le azioni a voto plurimo generano vengono solitamente deno-

<sup>12</sup> Cfr. ad es. l’art. 225-123 del codice di commercio francese e (solo per le società quotate) l’art. 7.53 del codice delle società e associazioni belga e l’art. 127-*quinquies* t.u.f. (in tutti i casi le azioni possedute da almeno due anni danno diritto al doppio voto). Il diritto di voto è legato all’azionista “fedele”, non alle azioni. Quindi, i diritti di voto doppio si perdono al momento del trasferimento delle azioni, in modo che il beneficiario non può esercitare i diritti di controllo extra che tali azioni gli conferiscono.

L’esempio francese è interessante. Come illustrato da F. BELOT-E. GINGLINGER-L. STARKS, *Encouraging long term shareholders; the effects of loyalty shares with double voting rights*, 2019, su *ssrn.com*, la “legge Florange” adottata nel 2014 ha imposto alle società quotate di emettere azioni di fidelizzazione a meno che esse scelgano di non farlo attraverso una delibera degli azionisti assunta (con una maggioranza di due terzi dei voti) nell’assemblea generale. La legge ha, quindi, cambiato la precedente disposizione di “*opt-in*” per le *loyalty shares* (le società dovevano votare per quella struttura) con una soluzione di “*opt-out*” (la struttura *loyalty shares*/voto doppio è, dunque, diventata il modello predefinito). Prima del 2014 le *loyalty shares* erano già popolari, soprattutto tra le imprese familiari quotate di piccole dimensioni (esse sono state regolamentate nel 1966). Dopo la legge, delle 455 società quotate interessate, 300 (il 65,93%) avevano già statuti che permettevano le azioni a doppio voto e non dovevano, quindi, votare; le restanti 155 hanno convocato un’assemblea straordinaria per la decisione. La grande maggioranza (il 92,11%) non ha raggiunto la maggioranza dei due terzi richiesta per mantenere il sistema un’azione/un voto e, quindi, è passata alla struttura *loyalty shares*/voto doppio. Inoltre, le società con una struttura un’azione/un voto che sollecitavano un voto positivo per l’*opt-out* hanno registrato reazioni di mercato negative (questo suggerisce che gli investitori in quel Paese avevano una percezione positiva delle *loyalty shares*).

L’introduzione delle *loyalty shares* è stata proposta in Spagna nel 2019 con un progetto che – inizialmente molto criticato (v. A. GURREA MARTÍNEZ, *The case against the implementation of loyalty shares in Spain*, 9 luglio 2019, su *law.ox.ac.uk*) – è stato alla fine approvato per le società quotate con la legge 5 del 21 aprile 2021.

<sup>13</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat*, 2015, su *ssrn.com*. La percentuale è nettamente inferiore negli Stati Uniti (meno del 10%); v. in proposito L.A. BEBCHUCK-K. KASTIEL, *The untenable case for perpetual dual-class stock*, in *Virginia l. rev.*, 2017, 594. Per una recente operazione si veda la decisione della società italiana Mediaset s.p.a. di spostare la sede in Olanda anche per beneficiare di tale schema “*dual class*” (rapporto 1/10): la notizia è riportata, ad esempio, da Reuters: *As part of this strategy, Mediaset is proposing to introduce a dual class share structure, giving each B share a nominal value worth 10 times an A share, with a 10-to-1 ratio also for voting rights*, reperibile su <https://www.reuters.com/markets/europe/vivendi-vote-favour-mediaset-plans-dual-class-share-structure-2021-11-18/>.

<sup>14</sup> Da parte sua, l’approccio dell’*EMCA* è aperto: il modello stabilisce solamente che le azioni hanno diritti di voto e di profitto «proporzionali al loro valore nominale, a meno che lo statuto non disponga diversamente» (Sez. 5.07).

minate “*dual class*”, proprio ad evidenziare il doppio regime, che può giungere a consentire ad una minoranza di nominare gli amministratori<sup>15</sup>.

Le società possono poi disciplinare vere e proprie diverse “classi” di azioni nello statuto (anche tali categorie rientrano generalmente nella definizione di “*dual class scheme*”). Una struttura di *tenure voting* si può ottenere, ad esempio, prevedendo che le azioni di una categoria maturino il diritto di partecipare alla nomina degli amministratori solo al decorso di un certo periodo di tempo.

La maggiore o minore libertà di emettere particolari categorie di azioni dipende nuovamente dalle singole legislazioni nazionali. In ogni caso, poiché la libertà di emettere azioni speciali – e, più in generale, di creare strutture “*dual class*” – è in alcuni Stati dell’Ue particolarmente ampia, si pone il problema di come individuare i limiti per questo tipo di emissione. Essi devono essere notoriamente trovati (a causa del silenzio delle leggi) nei principi generali.

Per esempio, l’assegnazione di azioni con diritti amministrativi speciali – come il diritto di nominare amministratori – non dovrebbe arrivare al punto (anche se la questione è spesso discussa) di smembrare completamente il modello base di governo societario secondo il quale la parte preponderante degli amministratori va nominata dagli azionisti di maggioranza (o dal consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico). Il diritto della società di emettere azioni speciali non dovrebbe cioè privare gli azionisti ordinari dei loro diritti fondamentali, per come riconosciuti dal diritto societario.

Come si è anticipato, tuttavia, la grande libertà attualmente concessa a molte società europee nell’emettere classi di azioni e nel permettere poteri di voto sproporzionati (e, cioè, di creare strutture *dual class*) potrebbe giungere in futuro – almeno secondo una certa opinione – al vaglio della giurisprudenza della Corte di Giustizia Ue, poiché le leggi nazionali che permettono tali strutture (soprattutto se particolarmente elaborate) potrebbero essere considerate come un impedimento alla libertà degli investitori di perseguire investimenti transfrontalieri e, quindi, risultare in contrasto con l’art. 63 TFUE sulla libertà di movimento dei capitali.

Si è, infatti, osservato, che i casi decisi dalla Corte (come quelli, già citati, sulle farmacie, etc., e da ultimo “Vivendi”) «firmly support the development of a body of case law by the ECJ in which company law rules may result in investors being prevented or deterred from making cross-border investments in undertakings are judged to restrict the freedom of establishment and the free movement of capital, regardless of whether these rules favor the positions of Member States in certain companies»<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Cfr. già D.R. FISHEL, *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, in *U. Chi. l. rev.*, 1987, 119: «some of the possibilities include [...] cumulative voting, or multiple classes of common stock with unequal voting rights. [They] are commonly referred to as dual class common stock»; L.A. BEBCHUCK-K. KASTIEL, *The perils of small-minority controllers*, in *Georgetown l. j.*, 2019, 1453 sintetizzano come segue: «dual-class structures enable a shareholder to retain a lock on control with less than a majority ownership stake». Anche nel diritto italiano, per quanto si ritenga che le azioni a voto plurimo non possano superare l’ammontare dei voti spettanti alle azioni ordinarie, è evidente che, quantomeno in società ove non sussista una maggioranza predefinita, l’incremento del numero dei voti connesso alle azioni a voto multiplo può “spostare” la maggioranza (diverso è, invece, il caso delle azioni a voto maggiorato, in forza dell’art. 127-*quinquies*, comma 8, t.u.f., che permettono a quella che prima era una minoranza – più radicalmente – di ottenere la maggioranza).

<sup>16</sup> E potrebbero, dunque, influenzare molte altre norme di diritto societario nazionale, come appunto quelle sul voto multiplo e plurimo, o sui *quorum* di c.d. “supermaggioranza”, negli anni a venire: in questo

Altre opinioni sono più prudenti. È comunque chiaro che – come si è notato – «ultimately, the Court will have to draw the line – and thereby decisively design the future diversity or unity of the canon of European company law»<sup>17</sup>.

In ogni caso, al di là del più meno ampio futuro intervento della Corte sulle singole norme di diritto societario, appare evidente che il principio segnato dalle citate pronunce è orientato nel senso di disincentivare opzioni legislative (o interpretazioni) del diritto nazionale eccessivamente permissive verso schemi complessi e contrari ad una tendenzialmente “facile lettura” del singolo diritto nazionale da parte degli investitori di altri Stati membri.

Ciò vale, per il diritto italiano, soprattutto per le strutture *dual class* regolate dagli artt. 2351, comma 3, c.c., 127-*quater* e 127-*quinquies* t.u.f. (che, alla loro introduzione nel 2014, sono state salutate da riscontri – quasi esclusivamente – positivi nella dottrina italiana<sup>18</sup>, alla luce dell’asserito avvicinamento della disciplina del nostro Paese a quelle apparentemente “più evolute” di taluni altri Stati membri<sup>19</sup>).

E ciò senza considerare l’effetto di ostacolo alle offerte pubbliche di acquisto che le strutture *dual class* – quantomeno nella forma delle *loyalty shares* e delle azioni a voto

senso v. soprattutto J. VAN BEKKUM, *Cross-border*, cit., 811; A. ARTÉS, *Advancing*, cit., 457. La Commissione UE sembra consapevole della delicatezza del tema e ha elaborato nel 2016 un dettagliato documento dal titolo *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: external study commissioned by the European Commission* (Rif. Ares (2016)140624).

<sup>17</sup> Così W.G. RINGE, *Domestic*, cit., 39. Per opinioni più conservatrici (o, almeno, più articolate) si vedano ad esempio C. GERNER-BUEERLE, *Shareholders*, cit., 97; T. SZABADOS, *Recent*, cit., 1099; anche L. ANDENAS-T. GÜTT-M. PANNIER, *Free*, cit., 757.

<sup>18</sup> Per una rilevante eccezione v. però M. LAMANDINI, *Voto*, cit., 491, soprattutto con riferimento al voto plurimo, secondo cui il riconoscimento di questo meccanismo, «pur potendo favorire la propensione alla quotazione delle azioni da parte dei gruppi di comando e dunque aumentare il numero delle società quotate, costituisce verosimilmente (specie se non accompagnato da previsioni di “sunset” che facciano venir meno il voto plurimo dopo pochi anni dalla quotazione) un fattore di ritardo e di rallentamento dei processi di integrazione e consolidamento industriale europeo che a me sembra poter avere conseguenze perniciose specie in una fase di profonda ristrutturazione strutturale dell’industria quale è quella che, per la seconda volta nella storia del capitalismo industriale, la (seconda) globalizzazione ha indotto».

<sup>19</sup> In tema di azioni a voto maggiorato e plurimo nel diritto italiano v. spec. (oltre all’A. citato alla nota precedente) M. BIONE, *Il voto plurimo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663; M. SAGLIOLICA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921; E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 78; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779; P. ABADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in AA. VV., *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 2015, 3; M. VENTORUZZO, *Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 153; G. FERRI, *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 761; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134; A. MORINI, *Appunti sulle Loyalty Shares*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 690; P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in U. TOMBARI (a cura di), *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, 1; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, *ibidem*, 13; P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo: prime considerazioni*, *ibidem*, 29; ID., *“Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto” verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 303; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, *ibidem*, 133; F. FORNASARI, *Maggiorazione del voto o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 848; L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni di ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 319.

plurimo – puntualmente generano: come noto, lo speciale regime di voto “rinforzato” viene meno in caso di o.p.a. o di o.p.s. solo ove ciò sia previsto nello statuto della società (ai sensi – nel diritto italiano – dell’art. 104-*bis* t.u.f.)<sup>20</sup>. Non a caso, uno studioso particolarmente attento ha evidenziato – sulla falsariga degli argomenti illustrati nei precedenti paragrafi – che «il carattere solo opzionale del regime di neutralizzazione [...] esteso alle azioni a voto plurimo [...] potrebbe a ben vedere sollevare qualche dubbio di ammissibilità nella prospettiva di un’applicazione estensiva dei principi espressi dalla Corte di Giustizia nei casi C-81/09 [Tipou contro Tipou], in specie ai punti 47-59 della motivazione e C-89/09 [laboratori bio-medici], ove si potesse riscontrare in fatto un uso in concreto di essi finalizzato a limitare la libera circolazione dei capitali e il diritto di stabilimento ai sensi della giurisprudenza della Corte» Ue<sup>21</sup>.

(II) D’altra parte, il tema della legittimità delle strutture *dual class* (e della conseguente “difficile lettura” degli statuti da parte degli investitori prospettici) è attualmente molto dibattuto anche su una base – esclusivamente – teorica.

Strutture azionarie troppo complicate vengono ritenute contrarie all’interesse generale ad un mercato efficiente.

Importanti investitori istituzionali hanno osservato che «shareholder control-enhancing mechanisms such as differentiated voting rights (DVR) have been much discussed in the recent years as regulators and listed companies look for solutions to the perceived short-termism of corporate governance actors, including shareholders [...]. It is a fundamental principle of corporate governance that to reduce the principle-agent problem of potentially divergent or conflicting interests, shareholders must monitor companies. As regulators call on investors to further engage with issuers in a deeper and more responsible way, we believe they equally should protect the rights of shareholders, particularly those of minority shareholders, by promoting the proportionality principle. Permitting DVR can result in an over-concentration of power in the hands of a majority shareholder or group of shareholders, disenfranchising other shareholders. This amplifies the risk of majority shareholder(s) extracting private benefits [...]. Research and anecdotal evidence suggest that changing a company’s share structure by introducing enhanced voting rights, or dividends based on the duration of ownership, will not lead to a material change to the time-horizon of investment in that company. Rather, these measures are simply control mechanisms and may be counterproductive, entrenching a core group of shareholders to the detriment of minority shareholders. “Dual-class” companies usually have a lower proportion of institutional shareholders, and even fewer long-term investors, than other companies. This discrepancy disappears when these companies unify the different classes of shares. Companies with an entrenched, core group of shareholders tend to engage less frequently and with fewer shareholders, and be less attractive from an investment perspective, raising their cost of capital»<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> Enfatizza, dunque, la «possibilità di un loro utilizzo quale strumento antisalata» ad es. F. PERNAZZA, *La mobilità delle società in Europa da Daily Mail a Fiat Chrysler Automobiles*, in *Dir. comm. int.*, 2015, 439.

<sup>21</sup> Cfr. M. LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell’OPA (prime “spigolature” esegetiche)*, in U. TOMBARI (a cura di), *Governo*, cit., 122.

<sup>22</sup> Così il documento predisposto dalla società Blackrock, *Key considerations in the debate on differentiated voting rights*, 2019, reperibile su [www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf](http://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf), ove altri riferimenti. Il documento osserva che «a discount is usually applied to companies that do not offer proportionate voting rights, due to the dilution of certain

Anche l'*Investment Advisory Committee* della *Securities and Exchange Commission* statunitense (SEC) ha recentemente raccomandato all'autorità di vigilanza di rafforzare la richiesta di informazioni alle società quotate sui rischi associati a strutture "dual class", rilevando criticamente che «under such structures, insiders can control the company while owning a smaller number of shares than would be necessary in a traditional one-share, one-vote structure. As a result, insiders' voting power outstrips their ownership interest, which exacerbates the principal-agent problem and imposes additional risks on investors. The difference or "wedge" between the insiders' voting interests and their ownership interests can be quite large, and can increase over time without further approval or consent of other shareholders. As this "wedge" grows, the interests of the controlling shareholder and the other shareholders diverge further, and the risks that the controlling shareholder will cause the company to take actions that will harm non-controlling shareholders grows»<sup>23</sup>.

Il dibattito accademico in merito all'efficienza (o inefficienza) delle strutture *dual class* è, dunque, diventato di recente molto animato (soprattutto nella letteratura statunitense), anche alla luce della crescente preferenza dimostrata negli ultimi anni da varie società per l'adozione di strutture *dual class* in fase di IPO<sup>24</sup>.

Le tesi favorevoli sostengono che questi schemi impediscono l'eccessiva "short-term ownership" delle azioni e favoriscono politiche di lungo periodo (stimolando le visioni innovative di imprenditori spesso idiosincratichi e anticonformisti, che richiedono più tempo per risultare profittevoli)<sup>25</sup>.

---

shareholders' voting power, and the risk of controlling shareholders extracting private benefits. A survey of investors indicated that a discount of up to 30% is applied to companies displaying shareholder control-enhancing mechanisms. vi A firm's cost of capital may also be higher when deviations from the proportionality principle are possible, which may lead to inefficient levels of investment and capital misallocation». Più in generale v. le proposte del *Council of Institutional Investors* contenute nel documento *Dual class stock*, 2021, reperibili su [www.cii.org/dualclass\\_stock](http://www.cii.org/dualclass_stock).

<sup>23</sup> *Recommendation of the investor as owner subcommittee dual class and other entrenching governance structures in public companies*, 2018, reperibile su <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/iac030818-investor-as-owner-subcommittee-recommendation.pdf>.

<sup>24</sup> Cfr. spec. Z. GOSHEN-A. HAMDANI, *Corporate control and idiosyncratic vision*, in *Yale l. j.*, 2016, 563; EAD., *Corporate control, dual class, and the limits of judicial review*, in *Columbia l. rev.*, 2020, 941; L.A. BEBCHUCK-K. KASTIEL, *The untenable*, cit., 585; EAD., *The perils*, cit., 1453; D.J. BERGER-S. DAVIDOFF SALOMON-A.J. BENJAMIN, *Tenure voting and the U.S. public company*, in *Bus. law.*, 2017, 295; Y. ALLAIRE, *The case for dual-class of shares*, 2018, su [ssrn.com](http://ssrn.com); A.W. WINDEN, *Sunrise, sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures*, 2018, su [ssrn.com](http://ssrn.com); B.S. SHARFMAN, *A private ordering defense of a company's right to use dual class share structure in IPOs*, in *Villanova l. rev.*, 2018, 1; ID., *The undesirability of mandatory time-based sunsets in dual class share structures: a reply to Bebchuk and Kastiel*, in *South Cal. l. rev. post.*, 2019, 1; J. FISCH-S. DAVIDOFF SOLOMON, *The problem of sunsets*, in *Boston U. l. rev.*, 2019, 571; D.J. BERGER, *Why dual class stock? A response to CII's petition to Nasdaq for mandatory sunset provision*, 2019, su [ssrn.com](http://ssrn.com); A. GRINAPPELL, *Dual-class stock structure and firm innovation*, in *Stan. j. law, bus., fin.*, 2020, 40; Y. SUN, *A hybrid approach to sunseting dual-class shares*, 2021, su [ssrn.com](http://ssrn.com); D. AGGARWAL et al., *The rise of dual-class stock IPOs*, 2021, su [ssrn.com](http://ssrn.com); A. GURREA MARTÍNEZ, *Theory, evidence, and policy on dual-class shares: a country-specific response to a global debate*, in *EBOR*, 2021. Per un'interessante ricostruzione della disciplina svedese, anche in chiave comparativa rispetto ad alcune recenti proposte nel Regno Unito, v. E. LIDMAN-R. SKOG, *London allowing dual class premium listing: a Swedish commentary*, su [ecgi.org](http://ecgi.org), 2021.

<sup>25</sup> Cfr. ad es. A. W. WINDEN, *Sunrise*, cit., 3: «entrepreneurs are often creative visionaries who continue to develop new ideas and products as their companies grow. The dual-class structure allows them to pursue their vision for creating corporate value without the threat of their ideas being overruled or dismissed by investors who may have less patience for brilliance to manifest as profit. The ghost of Steve Jobs looms

Altri studiosi ritengono, all'opposto, che simili strutture si giustifichino al più nelle società di recente costituzione e, comunque, che le stesse dovrebbero venire assoggettate a precisi limiti temporali (mediante la previsione obbligatoria di clausole "sunset"), decorsi i quali le strutture *dual class* non dovrebbero essere più permesse<sup>26</sup>.

I problemi fondamentali che sorgono dall'utilizzo di strutture *dual class* (soprattutto se molto elaborate) sono, in ogni caso, noti: da un lato, esse permettono al socio di riferimento di isolarsi, almeno parzialmente, dalla forza disciplinare del mercato del controllo societario, che altrimenti potrebbe limitare la capacità di un socio "poorly performing" di continuare a guidare la società. Allo stesso tempo, i soci di riferimento con partecipazioni poco consistenti vengono a sopportare solo una piccola frazione degli effetti delle *performance* aziendali negative sulle loro azioni, mentre sono in condizione di catturare tutti i benefici privati che il controllo genera. Così gli incentivi dei soci di riferimento con riguardo alle principali questioni societarie possono diventare distorti e disallineati con le preferenze degli altri investitori<sup>27</sup>.

La conclusione è – in sintesi – la seguente: «over time, the potential benefits of dual-class structures can be expected to decline and the potential costs to increase. [...] Controllers have perverse incentives to retain dual-class structures even when those structures become substantially inefficient. Thus, as time passes from the IPO, there is a growing risk that a dual-class structure will become value decreasing and that public investors will find themselves subject to an inefficient structure with significant governance risks and costs [...]. Even those who believe that dual-class structures are often

---

large in Silicon Valley, in particular. Founder-entrepreneurs express concern that efforts to recruit and retain the most talented employees and invest in research and development for long-term gains may not be understood or appreciated by markets in the short term».

Una presa di posizione si registra anche nel *Final Report of the European High Level Forum on the Capital Markets Union*, pubblicato nel giugno 2020, in cui il gruppo raccomanda che «[a]ll companies, irrespective of their size, should be allowed to implement a dual class share system», since «[t]his will help companies avoid being taken over by larger companies, gives owners a vested interest in maintaining company growth, and helps foster a long-term outlook for the company, while keeping listing an attractive funding option» (v. [https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en)).

<sup>26</sup> Cfr. L.A. BEBCHUCK-K. KASTIEL, *The untenable*, cit., 585 («sunset provision with a time limitation is triggered at a predetermined date – say, ten years after the IPO. When the clause is activated, the shares with the superior voting rights automatically convert into ordinary shares, and the company's second class is eliminated»); v. anche 611 per la critica all'argomento per cui le strutture *dual class* permetterebbero un migliore allineamento della gestione a obiettivi di lungo periodo: «we note that this "long-termism" argument for dual-class structures lacks substantial empirical support» (per tale tesi v. ad es. D.J. BERGER-S. DAVIDOFF SALOMON-A.J. BENJAMIN, *Tenure*, cit. 295).

Quanto alle *sunset clauses*, esse possono contemplare «[1] the passage of a set number of years, typically measured by the anniversary of the listing (time-based (or "listing anniversary" sunsets), [2] the dilution of high vote shares or controller ownership of such shares down to a low percentage of the aggregate number of outstanding common stock shares ("dilution" sunsets), [3] a diminution in the number of high vote shares or the number of high vote shares held by the controller as a percentage of the controller's original ownership ("divestment" sunsets), [4] the death or incapacity of natural person holders ("death" or "incapacity" sunsets), [5] founder separation from employment with the company ("separation" sunsets), and [6] conversion upon transfers of the high vote shares to persons or entities other than permitted transferees ("transfer" sunsets)» (cfr. A.W. WINDEN, *Sunrise*, cit., 13).

<sup>27</sup> Per l'evidenza empirica v. ad es. P.A. GOMPERS *et al.*, *Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States*, in *Rev. fin. stud.*, 2010, 1051; M. CREMERS-B. LAUTERBACH-A. PAJUSTE, *The life-cycle of dual class firm valuation*, 2018, su *ssrn.com*; L. BARAN-A. FORST-T. VIA, *Dual class share structure and innovation*, 2018, *ibidem*; H. KIM-R. MICHAELY, *Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting*, 2019, *ibidem*; D. AGGARWAL *et al.*, *The rise of dual-class stock IPOs*, 2021, *ibidem*.

efficient at the time of the IPO, and the period following it, should have substantial concerns about dual-class structures that provide perpetual or lifetime control. All participants in the debate should accept taking such structures off the table [...]. The case for indefinite dual-class structures is untenable»<sup>28</sup>.

In ogni caso strutture *dual class* dovrebbero essere giudicate con particolare sfavore quantomeno nei Paesi con mercati azionari non particolarmente sviluppati (o, comunque, bisognosi di sviluppo)<sup>29</sup>.

Non è evidentemente possibile approfondire l'argomento in questa sede, per quanto esso sia di estremo interesse e attualità.

Ciò che mi limito a riportare è che – secondo le più recenti opinioni degli studiosi della materia – le strutture *dual class* generano evidenti problemi, anche di trasparenza, che meritano di essere affrontati sia alla luce della più recente giurisprudenza della Corte di Giustizia Ue, sia – su un piano più astratto – in base ad approfondimenti teorici dedicati; viceversa è necessario evitare di accettarle o supportarle acriticamente.

4. *Diritti diversi "soggettivi" nelle società per azioni (secondo la massima n. 184 del Consiglio Notarile di Milano)*. – In questo preciso contesto (da un lato, di attenzione da parte della giurisprudenza dell'Unione Europea per le strutture che possono fungere da complicazione e, quindi, da deterrente per gli investitori di altri Stati membri e, dall'altro, di approfondimento critico da parte della dottrina circa le strutture *dual class*) si inserisce nel nostro Paese la recente proposta della prassi notarile orientata a considerare legittime le clausole statutarie di società azionarie che permettano ad alcuni azionisti di ottenere particolari diritti a livello soggettivo.

La massima notarile n. 184 – recentemente approvata dal Consiglio Notarile di Milano – riconosce la legittimità di clausole statutarie di s.p.a. che attribuiscono c.d. "diritti diversi" in dipendenza di circostanze relative al singolo socio.

Secondo la massima, «anche al di fuori dei casi espressamente previsti dalla legge (ad es. art. 2351, comma 3, c.c., artt. 127-quater e 127-quinquies, t.u.f.), sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. mediante le quali, senza dar vita a una categoria di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c., vengono attribuiti diritti diversi in dipendenza di circostanze relative al singolo socio, astrattamente riferibili al socio non determinato, purché non diano luogo a condizioni meramente potestative o a differenziazioni illegittimamente discriminatorie».

Nella motivazione si spiega che «si ritiene in linea di principio che i medesimi diritti diversi che possono caratterizzare le categorie di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c. possano altresì essere attribuiti, non già a una parte predeterminata delle azioni, bensì agli azionisti che si trovino in determinate condizioni, anche con riferimento al possesso delle loro azioni o anche in dipendenza di ulteriori situazioni afferenti i soci stessi».

Ciò deriverebbe dall'«interpretazione del secondo e del quarto comma dell'art. 2351 c.c., là dove la norma consente la limitazione del diritto di voto (comma 2) o l'attri-

<sup>28</sup> Così L.A. BEBCHUCK-K. KASTIEL, *The untenable*, cit., 631. Secondo gli autori, «going forward, the debate should focus on the permissibility of finite-term dual-class structures that is, structures that sunset after a fixed period of time (such as ten or fifteen years) unless their extension is approved by shareholders unaffiliated with the controller».

<sup>29</sup> Per questa tesi v. spec. A. GURREA MARTÍNEZ, *Theory*, cit.

buzione di un voto plurimo (comma 4) «al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative».

Sempre nella motivazione della massima si legge che «se per un verso è pacifico che tali condizioni possano consistere in eventi di carattere “generale”, suscettibili di riflettersi nello stesso modo e nello stesso momento su tutte le azioni della categoria (e che in questo senso potremmo definire come condizioni “oggettive”), per altro verso potrebbe risultare meno scontato che esse possano consistere in eventi o situazioni che riguardano solo uno o più azionisti, e come tali suscettibili di riflettersi solo sui diritti delle azioni da essi possedute (e che in questo senso abbiamo definito come condizioni “soggettive”, sebbene l’evento dedotto in condizione possa comunque avere una connotazione di oggettività)».

Le situazioni e gli eventi dedotti in condizione possono essere diversi, oltre al numero di azioni possedute dal medesimo soggetto e al tempo di possesso delle azioni: «si può infatti trattare delle qualifiche professionali dell’azionista o di sue caratteristiche personali, quale ad esempio l’età, oppure ancora della qualifica giuridica del socio diverso dalle persone fisiche, ed in alcuni casi anche di dati più peculiari, come ad esempio il numero degli abitanti, qualora si tratti di azionisti enti pubblici territoriali».

Queste condizioni possono «a loro volta essere abbinare a diritti sociali di varia natura, anche diversi dal diritto di voto»<sup>30</sup>.

Ebbene, ove questa interpretazione dovesse risultare sottoposta al vaglio di legittimità della giurisprudenza della Corte di Giustizia, l’esito non sarebbe probabilmente scontato.

---

<sup>30</sup> «Così, può darsi il caso in cui il diritto di prelazione previsto da uno statuto di s.p.a. o di s.r.l. spetti unicamente ai soci che abbiano una determinata qualificazione professionale, plausibilmente connessa all’oggetto sociale o alla collocazione della società in un determinato gruppo, oppure si applichi solo qualora il socio alienante o il terzo acquirente non posseggano detta qualificazione professionale. Similmente, sono assai frequenti – e rientrano a ben vedere proprio nella nozione di diritti dipendenti da condizioni “soggettive” – le clausole limitative della circolazione delle azioni che attribuiscono diritti o negano diritti agli azionisti o agli aventi causa degli azionisti, in dipendenza delle loro caratteristiche personali e in particolare dei loro rapporti di parentela o di affinità con altri soci. È questo il caso, ad esempio, della clausola in base alla quale un socio ha il diritto di alienare senza limitazioni le proprie azioni in dipendenza delle condizioni soggettive in cui versa, in quel determinato caso, il soggetto acquirente.

Anche sul versante dei diritti patrimoniali possono configurarsi situazioni nelle quali lo statuto differenzia i diritti spettanti agli azionisti in base a mutevoli condizioni ad essi riferite. Si pensi alla maggioranza o diminuzione del diritto agli utili a seconda dell’età o della qualifica professionale del socio – lo si riscontra talvolta in società di consulenza o comunque aventi ad oggetto attività in qualche modo connesse alla posizione dei soci – oppure alla diversificazione dell’ammontare del diritto di liquidazione delle azioni o delle quote (pur nel rispetto dei limiti minimi previsti dagli artt. 2437-ter e 2473 c.c.) per i casi di recesso o di riscatto derivanti dalla cessazione di condizioni personali dei soci, che diano luogo, per usare la terminologia anglosassone frequente nella prassi, alle diverse situazioni di *bad leaver*, *medium leaver* o *good leaver*. Così pure si può dare il caso, in ipotesi di società pubbliche per le quali l’assunzione delle partecipazioni sia limitata ai soli enti pubblici territoriali di una determinata zona (ad esempio per l’esercizio di servizi pubblici o di pubblica utilità), di diritti di voto e/o diritti patrimoniali che siano commisurati (e quindi anche condizionati) al numero di abitanti di ciascun socio ente pubblico territoriale (ovviamente nei limiti quantitativi in cui ciò può ritenersi consentito, specie nelle s.p.a.)». Per un commento alla massima v. R. ANTONINI, *L’evoluzione delle s.p.a.: dalle società sacchi di denaro alle categorie di azionisti*, in AA.VV., *Categorie di partecipazioni e condizioni soggettive del socio. Tecniche di diversificazione dei diritti sociali e durata dell’investimento*, a cura di G. A. RESCIO, Milano, 2021, 3, il quale riporta la seguente clausola a titolo di esempio: «Diritto di voto maggiorato. Ciascuna azione ordinaria dà diritto a voto doppio (pertanto a due voti per ciascuna azione) ove sia soddisfatta la seguente condizione: il diritto di voto relativo a una medesima azione sia appartenuto al medesimo soggetto in virtù di un diritto reale legittimante, quale piena proprietà con diritto di voto o usufrutto con diritto di voto dell’azione per un periodo continuativo di almeno ... (indicazione)».



È evidente, infatti, che – come anticipato nelle pagine precedenti – più gli schemi sono articolati (e senz'altro quelli autorizzati dalla massima potrebbero divenirli in misura significativa), più le strutture assumono contorni scarsamente leggibili e inevitabilmente critici.

Interessante è, ad esempio, l'opinione che propone di valutare la singola norma nazionale o la clausola statutaria permessa dalla stessa (e, più in generale, le singole opzioni ermeneutiche) alla luce di un *test* “basato sugli effetti”: «from a policy perspective» – si è affermato – «the Court should apply an “effects-based” test, namely, the decisive test should be the “detering effect” of the measure at stake on potential investors from other EU Member States. This criterion will yield appropriate results, both for private and for public market participants or regulators. It offers a flexible tool to create a scale of different “impediments” to cross-border capital flows: the existence of golden-shares type special rights for the State constitutes one extreme which is surely caught by EU law, while the existence of purely private shareholder arrangements within the articles of association, is the other extreme»<sup>31</sup>.

Anche le interpretazioni come quelle fornite con la massima in questione dovrebbero, dunque, confrontarsi con questo genere di *test*, così come, più ampiamente, venire esaminate alla luce degli argomenti – cui si è fatto cenno in precedenza – elaborati dagli studiosi di “*dual class schemes*” (i quali risultano, come detto, spesso tendenzialmente critici rispetto a costruzioni piegate a logiche “individualiste”, puramente attagliate al caso specifico e, comunque, specificamente derogatorie rispetto al principio di proporzionalità).

Confido, dunque, che le future valutazioni in ordine alla legittimità e all'efficienza delle strutture *dual class* e – a maggior ragione – di quelle che autorizzano “diritti soggettivi” attribuiti statutariamente nelle società per azioni possano confrontarsi con i problemi identificati in questo articolo ed al quadro di analisi che è stato qui presentato<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Così W.G. RINGE, *Domestic*, cit., 39; ID., *Company*, cit., 379, 403 s.: «the decisive test should be whether the measure at stake has a “detering effect” on potential investors from other Member States»; «it seems wrong to distinguish between “golden shares” (special rights) on the one side and general company law on the other as to whether the scope of applicability of the free movement of capital is triggered. A more flexible and appropriate test would be to include both situations in the scope of applicability, but to scrutinise whether the effect of the measure at stake will deter potential investors»; «[t]he Court may apply different levels of scrutiny, depending on the actor and/or seriousness of the impediment to the free capital movement, and on the force and validity of competing claims of market actors».

<sup>32</sup> D'altra parte, il dibattito è vivo a livello dei singoli ordinamenti nazionali: per fare un esempio riferito al diritto tedesco, con riferimento alle clausole statutarie di c.d. “supermaggioranza”, che attribuiscono nella s.p.a. diritti di veto (sia pure non “soggettivi”) a taluni azionisti, con effetto “disincentivante”, v. recentemente S. GRUNDMANN, in H. HIRTE (a cura di), *Aktiengesetz: Großkommentar*, V ed., München, 2017, *sub* § 133, 352: «auch bei der Einführung höheren Mehreiten – trotz der generellen Zulassung in § 133 Abs. 1, 2 Halbsatz Ausnahmen denkbar sind: Es ist jeweils die fragliche Einzelnormen zu befragen, ob sie nicht der Einführung eines weiteren Erfordernisses in dieser Frage doch entgegensteht: beispielsweise § 12 oder auch § 63 AEUV der Einführung eines Vetorechts für einzelnen Aktionär» (v. anche 311 ss.).

# IL FINANZIAMENTO DEI SOCI MEDIANTE APPORTI FUORI CAPITALE SENZA OBBLIGO DI RIMBORSO E LE RISERVE TARGATE

di *Marco Saverio Spolidoro*

1. Il trasferimento di risorse pecuniarie dal socio alla società può avvenire per diversi titoli, cioè in diverse situazioni di fatto, ciascuna delle quali pone specifiche questioni.

Ai fini che qui interessano, si possono accantonare tutte le fattispecie nelle quali il socio esegua un trasferimento di denaro alla società nel quadro di un contratto di scambio, come per esempio la compravendita, la locazione, l'appalto, eccetera. In tali operazioni possono sorgere (anche gravi) questioni di conflitto d'interessi, di disciplina di operazioni con parti correlate, o altre ancora. Può anche accadere che il contratto di scambio sia simulato e dissimuli un finanziamento del socio alla società; può darsi che si pongano problemi di sovrapproduzione o sottoproduzione di operazioni esistenti o di fatturazione di operazioni inesistenti; non è escluso che sorgano questioni di corretta gestione imprenditoriale nell'ambito dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento nell'ambito dei gruppi societari.

Tutte le questioni sopra indicate non interessano in questa sede perché il piano su cui si collocano è quello della gestione dell'attività dell'impresa, rappresentata nel conto economico dell'esercizio. Qui invece si discute della struttura degli investimenti e delle relative fonti di finanziamento: mezzi c.d. "propri" e debiti, che trovano espressione contabile nella situazione patrimoniale dell'impresa.

I fenomeni che vengono qui in rilievo sono i versamenti di denaro che i soci fanno alla società e che trovano titolo o in mutuo (o in altro contratto di finanziamento, tipico o atipico) ovvero nel contratto di sottoscrizione del capitale oppure in un'altra causa, atipica o socialmente tipizzata, non riconducibile allo schema del prestito rimborsabile a una scadenza che, per quanto futura e incerta, può sempre essere fissata da un terzo o dal giudice (art. 1183, comma 2, c.c.; art. 1817, comma 2, c.c.).

2. Oggetto del presente studio sono specificamente i finanziamenti dei soci senza obbligo di rimborso. Il sostantivo "finanziamento" è utilizzato nel suo significato più ampio, ma è qualificato in modo da escludere la sinonimia con mutuo o prestito: "finanziamento" in senso lato è, nel contesto, la messa a disposizione di somme che la società investe o investirà (o che sostituiscono somme già investite, di cui la società è debitrice). Le somme messe a disposizione della società possono provenire dai soci o da terzi; e possono essere oggetto di un obbligo della società, il cui contenuto è il rimborso del denaro ricevuto (e di un corrispondente diritto del finanziamento al rimborso), sia pure sottoposto a termine o a condizione, oppure possono essere messe a disposizione della società senza alcun vincolo o obbligo di rimborso.

In questo secondo caso, dal punto di vista contabile, vi è un incremento del patrimonio netto della società (incremento che, ovviamente, può consistere anche in una riduzione di perdite, cioè del *deficit* eventualmente rilevabile dalla situazione patrimoniale). Per chiarezza terminologica, di qui in avanti si distingueranno le *perdite d'esercizio* (rilevabili dal conto economico) dalle *perdite di bilancio* (che corrispondono all'insieme delle perdite indicate nella situazione patrimoniale), nonché dalle *perdite di capitale* (che consistono nel *deficit* di copertura del capitale sociale fissato nello statuto e sottoscritto dai soci, secondo le risultanze della situazione patrimoniale di bilancio).

I finanziamenti rimborsabili, ancorché il rimborso sia sottoposto a termine o a condizione, incrementano invece nella stessa misura l'attivo e il passivo della società, lasciando invariato il patrimonio netto. L'invarianza del patrimonio netto nel caso dei prestiti è del tutto ovvia, perché all'incremento del passivo derivante dall'iscrizione del debito corrisponde un aumento dell'attivo (se del caso della cassa o delle disponibilità di moneta bancaria), che pareggia il debito. Altrettanto ovvio è che se l'aumento dell'attivo non corrisponde a un aumento del passivo, necessariamente cresce il patrimonio netto.

Un caso particolare è quello in cui i soci paghino, per conto della società, delle obbligazioni pecuniarie sociali. In tal caso, non vi è incremento dell'attivo, perché il denaro non è messo a disposizione degli organi sociali, ma trasferito direttamente al creditore sociale. Se i soci subentrano nella posizione dei creditori da loro soddisfatti, vi è al passivo una semplice sostituzione dell'avente diritto al rimborso; lo stesso accade in pratica, ma con una diversa concatenazione di operazioni, se, senza surrogazione, i soci comunque si sono riservati il regresso o hanno comunque titolo al rimborso da parte della società, delle somme versate al creditore sociale. Diversamente, qualora i soci rinuncino a subentrare (in senso lato) ai creditori da loro soddisfatti, diminuirà il passivo e aumenterà nella stessa misura il patrimonio netto (mentre a restare invariato sarà l'attivo).

Altro caso particolare è quello della rinuncia da parte dei soci (e per la verità anche dei terzi) a crediti finanziari o commerciali vantati nei confronti della società. A prescindere dagli effetti che tali rinunce possono avere ai fini della loro rappresentazione contabile nel conto economico (tendenzialmente da escludere per i debiti finanziari), esse riducono il passivo, lasciano invariato l'attivo e necessariamente incrementano il patrimonio netto, eventualmente riducendo le perdite di bilancio o di capitale.

3. Ai fini del discorso svolto fino a questo punto, è assolutamente indifferente che i versamenti siano fatti da soci o da terzi. Infatti, come i soci possono prestare denaro alla società con vincolo di rimborso, così i terzi possono effettuare alla società versamenti a fondo perduto, a titolo di contributo, ovvero rimettere i propri crediti.

I limiti di legittimità di tali operazioni, le discipline particolari che ad esse si applicano, le conseguenze fiscali delle medesime, sono ovviamente importantissimi. Tuttavia, si tratta di questioni su cui non occorre soffermarsi dal punto di vista qui adottato che, come è evidente, è quello della tutela del capitale sociale.

Un'altra considerazione va fatta riguardo all'ambiguità della terminologia, che si è già messa in rilievo nella parte iniziale del precedente paragrafo. Per ridurre tale ambiguità, propongo nel seguito di battezzare *prestiti* i finanziamenti rimborsabili e *apporti* quelli non rimborsabili, cioè a fondo perduto. Tra gli apporti rientrano i *conferimenti*, cioè la parte degli apporti che corrisponde a un incremento del capitale sociale o alla sua

iniziale copertura. La restante parte degli apporti o incrementa il patrimonio netto, o riduce le perdite di bilancio, o quelle di capitale. In sede di sottoscrizione del capitale iniziale o di un aumento di capitale, gli apporti possono essere in parte (cioè per la parte che, convenzionalmente, ho qui chiamato “conferimento”) imputati al capitale sociale e in parte essere bilanciati da un incremento del patrimonio netto (eventualmente sotto forma di una riduzione delle perdite di bilancio o di capitale). La parte non imputata al capitale è in tal caso denominata *sopraprezzo*. Va notato che il prezzo di emissione delle azioni viene denominato (anche dalla legge) “conferimento” anche quando comprende il sopraprezzo: secondo la terminologia qui proposta, invece, conferimento è solo la parte del conferimento che copre il valore nominale delle azioni o delle quote emesse, mentre il sopraprezzo è classificato come “apporto”: il vantaggio dell’impiego della terminologia che ritengo preferibile sta nel fatto che essa riflette meglio dell’altra il fatto che la discipline del sopraprezzo è diversa da quella che riguarda la parte del prezzo di emissione che eccede il valore nominale delle azioni e o delle quote sottoscritte.

Nella misura in cui un apporto incrementa il patrimonio netto, ma non il capitale sociale, all’incremento corrisponde la costituzione o l’incremento di una *riserva*. Poiché la formazione o l’incremento di tale riserva non corrisponde ad un impiego di utili dell’esercizio, ad essa si può attribuire il nome di *riserva da capitale o da patrimonio*. Tale denominazione è forse imprecisa, ma è utile per contrapporre tale tipologia di riserva a quelle che si formano accantonando o non altrimenti utilizzando gli utili di esercizio: a queste riserve, le c.d. *riserve da utili*, appartengono la riserva legale, le riserve statutarie e facoltative, gli utili portati a nuovo.

Diverse ancora sono le riserve negative (per es. la riserva azioni proprie) e le riserve da *fair value* e simili, la cui logica obbedisce a particolari esigenze di tutela del capitale. Si tratta peraltro di questioni alquanto distanti da quelle che interessano in questa sede, non essendo in alcun modo collegabili a finanziamenti, prestiti, conferimenti o apporti.

4. La distinzione fra versamenti soggetti e non soggetti all’obbligo del rimborso non è agevole e la dottrina, la giurisprudenza e la prassi contabile non sono ancora giunte a un punto fermo.

Empiricamente è facile qualificare le fattispecie più semplici, nelle quali vengono utilizzate figure contrattuali tipiche: per esempio il mutuo, che è l’archetipo del prestito, ovvero il conferimento a capitale. Le cose si confondono se si prendono in considerazione figure ibride, alcune delle quali sono di recente introduzione, mentre altre sono più “tradizionali”.

L’obbligo di rimborsare il finanziamento può per esempio essere annullato (cioè ridursi a zero) se il finanziatore ha accettato di partecipare alle perdite della società, che si riflettono in tutto o in parte sul valore del capitale da rimborsare, riducendolo. Un esempio di tale partecipazione del finanziatore può caratterizzare il contratto di associazione in partecipazione e certi prestiti atipici (i c.d. finanziamenti partecipativi), che spesso sono anche subordinati (o come pure si dice, postergati) rispetto ai crediti chirografari. Si noti che, concettualmente, l’esposizione del finanziamento al rischio di partecipazione alle perdite e la subordinazione del rimborso alla restituzione dei finanziamenti di rango superiore, compresi i chirografi, sono caratteristiche tra loro distinte (anche se il legislatore, per es. nell’art. 2411 c.c., non sembra aver chiara la differenza). Infatti, la partecipazione alle perdite si riflette in una riduzione (e potenzialmente anche

nell'azzeramento) del valore di rimborso del capitale, mentre la postergazione è una degradazione del rango del credito nella liquidazione del patrimonio oppure, nella sua versione "sostanzialistica", una condizione d'inesigibilità del credito. Tuttavia, sia la potenziale esposizione alle perdite sia la postergazione non sono incompatibili con la caratterizzazione del finanziamento come vero credito, cioè come messa a disposizione della società di un importo di denaro rimborsabile al finanziatore, il cui diritto di credito qualitativamente permane anche quando si riduca oggettivamente nell'importo per effetto di una clausola di partecipazione alle perdite, oppure quando sia retrocesso nell'ordine della liquidazione, ovvero qualora sia soggetto a una condizione di inesigibilità assolutamente non potestativa e non dipendente dall'adozione di una deliberazione di alcun organo della società dallo svolgersi o di una particolare procedura organizzativa.

Viceversa, per fare un esempio in senso opposto, anche i conferimenti possono essere rimborsati (o, il che è lo stesso, è possibile che la società rinunci al credito per la parte dei conferimenti in denaro ancora dovuti). In questi casi, tuttavia, il rimborso evidentemente non è oggetto di un diritto di credito del titolare della partecipazione sociale, perché il diritto al rimborso sorge solo in conseguenza di una procedura organizzativa di carattere sociale e non esiste fino a che non sia stata adottata dall'organo competente una deliberazione di riduzione del capitale o di annullamento delle azioni.

Giova aggiungere che, anche quando la società abbia il dovere di adottare una simile deliberazione (si pensi al caso del recesso), il socio non è ancora creditore e non dispone dell'azione esecutiva, poiché solo la società, mediante i suoi organi e i suoi statuti, può disporre del proprio patrimonio netto.

Dai due esempi che sono stati sopra illustrati, si potrebbe forse estrarre una regola, che permetterebbe di distinguere finanziamenti rimborsabili e non (quindi apporti) sulla base di una verifica circa la necessità o meno di una procedura organizzativa societaria per la costituzione del diritto al rimborso del denaro messo a disposizione della società.

Un simile criterio porterebbe a svalutare il rilievo, ai fini della classificazione, della partecipazione alle perdite che, come si è visto, entra in crisi di fronte alla fattispecie dei prestiti partecipativi e dei prestiti subordinati. Esso tuttavia incontra una difficoltà quando si considerino fattispecie particolari, quali i versamenti in conto futuro aumento di capitale (rimborsabili automaticamente, secondo la giurisprudenza della Suprema Corte, qualora l'aumento di capitale non abbia luogo entro un termine conveniente) oppure, per fare un esempio più originale, le azioni o partecipazioni sociali a tempo determinato, destinate cioè a cessare di far parte del capitale a determinate scadenze e da rimborsare a semplice richiesta del titolare, nella misura in cui non siano nel frattempo state "consumate" dalla riduzione del capitale per perdite.

Nelle fattispecie qui considerate, il rimborso del versamento ovvero l'annullamento delle azioni o delle quote e la riduzione del capitale sono previsti *ex ante* e, nel caso delle partecipazioni a tempo determinato, la pubblicità dello statuto garantisce la buona fede del pubblico e gli interessi dei creditori. Tuttavia, secondo la prassi contabile americana e internazionale, tali strumenti finanziari sarebbero classificati tra gli strumenti di debito, mentre negli ordinamenti che prevedono il *legal capital*, la loro forma e la loro rappresentazione contabile è quella della partecipazione azionaria o sociale, dunque di *equity*.

Non è possibile in questa sede soffermarsi ulteriormente su tale questione, se non per affermare in modo del tutto apodittico che tali prodotti d'ingegneria finanziaria potrebbero avere uno sviluppo nel quadro del rafforzamento patrimoniale delle imprese e

nell'ambito dei piani governativi volti a tali finalità, per esempio come mezzo di reazione alla pandemia COVID 19. In questa congiuntura, la classificazione tra i debiti degli investimenti per esempio di Patrimonio Rilancio o di simili finanziatori avrebbe effetti negativi sul raggiungimento degli scopi dell'intervento. Di qui la necessità o di escogitare soluzioni che in qualche modo aggirino la questione ovvero di ammettere che, nell'ipotesi in cui la società venga dotata di un capitale *temporaneo* (ché di questo sostanzialmente si tratta), prevalga il dato formale dell'inclusione delle somme ricevute nel capitale sociale, sia pure destinato successivamente a ridursi per il sopraggiungere del termine di scadenza.

5. È stato in precedenza rilevato che non solo i soci, ma anche i terzi, possono eseguire apporti, vale a dire possono incrementare il patrimonio netto, o ridurre o coprire le perdite di bilancio o di capitale della società. Si pensi a certi interventi pubblici, ma anche a contributi di privati, più o meno interessati al successo o al salvataggio della società.

Con tali espressioni (incrementare il patrimonio netto, ridurre o coprire le perdite) è chiaro che si descrive l'effetto che talune operazioni (in concreto: versamenti o rinunce a crediti) possono determinare in pratica. Occorre tuttavia qualificare giuridicamente le operazioni di cui si tratta in modo più preciso.

In linea di principio gli apporti possono aver luogo:

a. nel caso del pagamento di un sopraprezzo, cioè di un prezzo di sottoscrizione o di emissione superiore al capitale sottoscritto (si noti che la sottoscrizione dell'aumento di capitale non è riservata ai soci, essendo possibile che il diritto di opzione o di sottoscrizione non spetti o sia escluso o limitato o che il socio lo ceda a un terzo);

b. per effetto di un contratto tra soci, o tra soci e terzi, a favore della società, ai sensi dell'art. 1411 c.c., con il quale il promittente (socio o terzo) si obbliga con lo stipulante a eseguire l'apporto;

c. per effetto di un accordo tra la società e il socio o il terzo, in conseguenza del quale il socio o il terzo si obbligano a eseguire l'apporto alla società;

d. per effetto di un'iniziativa spontanea di chi effettua l'apporto, tollerata o accettata di fatto da chi ha la rappresentanza della società e ne gestisce l'attività.

Il caso *sub a.* è quello del sopraprezzo: esso è regolato dalla legge e non pone alcuna questione di legittimità o validità, essendo invece prevista una disciplina speciale, relativa in particolare alla distribuzione e all'utilizzazione della riserva costituita dal pagamento del sopraprezzo: pagamento che, per legge, deve essere contestuale alla sottoscrizione (non essendo tollerata la dilazione consentita per l'attuazione dei conferimenti in danaro destinati alla liberazione del capitale sociale statutario e ad esso imputati).

Occorre esaminare con maggior dettaglio gli altri casi.

6. Diversamente da quel che si afferma talvolta, la fattispecie sopra evocata *sub b.* non rientra nella nozione di "patto parasociale". Essa non integra gli estremi dell'art. 2341-bis c.c. (di cui non condivide alcun presupposto) o dell'art. 122 D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (e ciò a prescindere dal fatto che il fenomeno degli apporti fuori capitale non ha quasi alcuna importanza pratica per il finanziamento delle società emittenti titoli quotati in mercati regolamentati).

La fattispecie è inquadrabile nella figura del contratto a favore di terzi ed è soggetta solo al vaglio di meritevolezza: peraltro, nella misura in cui, in linea di massima, con-

tribuisce al rafforzamento delle imprese, la promessa di eseguire degli apporti è valida e non dà luogo a liberalità, essendo sufficiente, ai fini della validità, che gli stipulanti abbiano un interesse (sostanzialmente *in re ipsa* se gli stipulanti siano soci e invece da accertare se siano terzi). Da notare che anche i promittenti, se soci, hanno di regola un interesse patrimoniale apprezzabile ad eseguire l'apporto. Né è da escludere che un simile interesse sorga in capo a promettenti diversi dai soci (per es. clienti o fornitori della società).

Naturalmente, è possibile che la causa concreta sia illecita o che sussistano altre ragioni d'invalidità: ma in linea di massima non si può negare (e la giurisprudenza non nega) che la fattispecie della promessa di effettuare un apporto a favore di una società possa trovare accoglimento nel nostro ordinamento.

7. La figura esaminata nel punto precedente ha un certo tasso di atipicità. Il caso considerato *sub c.* del paragrafo 5 può essere tipico o atipico.

Tipica è, per esempio, la fattispecie dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi in cambio di apporti non rimborsabili o di rinunce a crediti. Atipiche sono invece le fattispecie in cui la società e i soci si accordino perché i secondi eseguano apporti "fuori capitale"; rispetto a tali fattispecie, il controllo di meritevolezza dovrebbe di regola dar esito positivo, stante il beneficio collettivo che ne deriva, cui si contrappone il sacrificio (volontario) del singolo.

Più rari sono i casi, sempre atipici, in cui il terzo, al di fuori di un contratto di sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, si impegni contrattualmente a eseguire un apporto o a rinunciare a propri finanziamenti o crediti. Anche questi casi, tuttavia, sembrano in linea di principio ascrivibili all'area delle pattuizioni atipiche meritevoli di tutela, per le stesse ragioni viste in precedenza riguardo ai soci.

In questa classe di fattispecie rientrano i casi che, di solito, si qualificano come "versamenti in conto futuro aumento di capitale". Quando tale denominazione è usata in modo appropriato, essa designa una fattispecie nella quale, in considerazione di un'operazione di aumento del capitale "a pagamento" determinata (nell'ammontare, nei tempi, nei modi), quanto meno nelle sue linee fondamentali e/o all'interno di intervalli prestabiliti, la società e i soci (o alcuni di essi) si accordano affinché i soci contraenti eseguano il loro conferimento prima della sottoscrizione delle nuove azioni o dell'aumento del capitale, e talvolta prima ancora che l'aumento sia deliberato. Questa operazione è ormai socialmente tipizzata ed è regolata almeno dalla legge fiscale, che la riconosce e non la penalizza.

Rispetto alle fattispecie esaminate nel presente paragrafo, si pone la questione della competenza e delle procedure societarie necessarie affinché la società possa sottoscrivere il contratto con i soci o con i terzi in base al quale saranno eseguiti gli apporti, eventualmente sotto forma di rinuncia a crediti o altrimenti.

La disciplina degli strumenti finanziari partecipativi si risolve in un rinvio allo statuto ed è perciò da giudicare "primitiva", nel senso di "arretrata" e "inadeguata" alle esigenze degli affari. Non vi è invece alcuna regola per i casi atipici che rientrano nel quadro della fattispecie. Nel silenzio della legge, non può che farsi riferimento alle regole generali in materia di contratti.

8. Nei casi di versamento spontaneo a copertura di perdite o a fondo perduto, che corrispondono alla fattispecie *sub d.* del paragrafo 5, ci si trova nuovamente di fronte a un negozio atipico, ma ormai penetrato stabilmente nella prassi, e riconosciuto dalla norma fiscale.

Pur non essendo previsto un corrispettivo del trasferimento di denaro dal socio alla società, non si tratta di una liberalità, poiché il disponente persegue un proprio (se si vuole, egoistico) interesse economico, quello di riequilibrare o incrementare il patrimonio della società cui egli partecipa e/o dal cui successo può trarre beneficio. Non è poi necessario configurare questi apporti come aventi a oggetto il godimento del denaro, come è stato suggerito da una dottrina rimasta isolata.

D'altro lato, con particolare riferimento al caso del versamento a copertura delle perdite, sono ormai da tempo superate le obiezioni di coloro che, in tale operazione, sospettavano l'elusione delle norme sulla riduzione del capitale per perdite. In effetti, la disciplina della riduzione del capitale per perdite è solo parzialmente imperativa e mira, complessivamente, alla copertura delle perdite di bilancio che superino un determinato livello o alla liquidazione delle società che non vi provvedano, quando le perdite superiori alla soglia prevista riducano il capitale al di sotto del capitale minimo.

9. Si è già detto che, fuori dai casi in cui il versamento di apporti sia destinato alla copertura di perdite di bilancio o di capitale, esso produce immediatamente un incremento della parte di patrimonio netto non corrispondente al capitale: quindi un incremento delle riserve esistenti o la creazione di una riserva che in precedenza non esisteva.

La legge regola con una disciplina particolare la distribuzione (e quindi la "disponibilità") della riserva da sopraprezzo, la cui fonte è, come si è visto, un apporto, cioè, secondo la definizione convenzionale qui adottata, un finanziamento non rimborsabile "fuori capitale", versato dal sottoscrittore dell'aumento di capitale in più rispetto al conferimento imputato a capitale.

Secondo un'opinione sostanzialmente pacifica, la riserva da sopraprezzo è l'archetipo delle riserve create con apporti: anch'esse sono quindi distribuibili e disponibili, secondo le stesse regole valide per la riserva da sopraprezzo. Non vale la pena d'indugiare su tali regole, notissime, se non per sottolineare che la seppur limitata distribuibilità della riserva da sopraprezzo e delle riserve ad essa riconducibili comporta che esse siano disponibili sia per la copertura di perdite di esercizio (o di bilancio e financo di capitale) sia per l'aumento gratuito del capitale stesso.

10. Al di là dell'estensione a tutte le riserve derivanti da apporti delle regole che si applicano alla riserva da sopraprezzo, è da osservare che ogni riserva appartiene alla società (e per questo è giusto, ancorché si tratti di una metafora per altri aspetti pericolosa) affermare che le riserve fanno parte di mezzi propri della società.

La disciplina della riserva da sopraprezzo riguarda tuttavia soltanto il divieto di distribuzione degli importi in essa accantonati ai soci. Una volta superato il divieto, ciascun socio avrà diritto alla distribuzione, se sarà deliberata dall'organo competente, in proporzione della sua partecipazione al capitale. In effetti, in caso di utilizzazione delle riserve (per la distribuzione di dividendi non tratti dall'utile dell'esercizio, per l'aumento di capitale c.d. gratuito, eccetera) ciascun socio ha, in linea di principio, lo stesso diritto che spetta agli altri soci, in misura corrispondente alla quota del capitale so-



ziale rappresentata dalla sua partecipazione. Tale regola è enunciata esplicitamente nell'art. 2442 c.c. e nell'art. 2481-ter, comma 2, c.c., in tema di aumento del capitale con passaggio al medesimo di riserve disponibili per tale finalità. Essa peraltro non è una regola logica, ma solo una disposizione giuridica, quindi non è imposta dalla natura delle cose, ma da una norma di diritto. La norma cristallizza una regola di esperienza, non priva di deroghe facilmente ricavabili dalla stessa legge (per esempio, dalla disciplina delle azioni proprie si ricava un esempio in cui gli utili netti e le riserve disponibili possono essere impiegati per acquistare le azioni di un socio e non quelle di un altro). Occorre ricordare che la nozione di *distribution* è più ampia di quella di dividendo e comprende ogni trasferimento di ricchezza (e specialmente di denaro) dalla società ai soci che abbia causa nel rapporto sociale o in una procedura organizzativa della società (come una deliberazione assembleare, la pubblicazione del bilancio di liquidazione, eccetera).

Non si può quindi assumere per dato che tutti i soci abbiano diritto di partecipazione alle riserve in misura proporzionale alla loro quota di capitale: intanto, di regola, è improprio parlare di un diritto alla distribuzione di esse, posto che il diritto normalmente non può sorgere se non in base a una deliberazione della società o in base comunque a un titolo organizzativo specifico (per esempio lo statuto o il regolamento che disciplina i particolari strumenti finanziari emessi dalla società); in secondo luogo la regola non è imperativa, e perfino riguardo alla posta più intensamente regolata fra tutte le voci del patrimonio netto, vale a dire il capitale, la legge consente che il principio di proporzionalità tra partecipazione e diritto o prestazione dei soci sia derogato. Si pensi alla possibilità che le azioni o partecipazioni siano sottoscritte a prezzi di emissione (inclusivi di sopraprezzo) differenziati o a all'assegnazione di azioni o quote non proporzionale al conferimento.

11. L'applicazione della regola della proporzionalità dei diritti dei soci al conferimento (imputato a capitale) da essi effettuato comporterebbe, se applicato alle riserve costituite con apporti, una grave ingiustizia ogni volta che l'apporto sia stato effettuato dai soci in misura non proporzionale. Si pensi al caso in cui la società ha bisogno di un apporto di cento, ma solo un socio, magari con il 60% del capitale, sia disponibile al versamento. È evidente che dei cento versati, si avvantaggerebbero senza alcun "merito" i soci che detengono il 40% del capitale sociale.

Un metodo per evitare questo risultato è la "targatura" delle riserve. Riguardo a tale tecnica e alle discussioni dottrinali cui ha dato luogo, va detto che la previsione di destinazioni *oggettive* delle riserve di patrimonio netto è prevista talvolta direttamente dalla legge: si pensi alla costituzione di una riserva per il futuro acquisto di azioni proprie, che è una riserva da cui gli amministratori potranno direttamente attingere per l'acquisto di azioni proprie al quale siano stati autorizzati ai sensi dell'art. 2357, comma 2, c.c. (e che deve essere tenuta ben distinta dalla riserva negativa per le azioni proprie in portafoglio). Ma anche lasciando da parte tale esempio, la possibilità di riconoscere destinazioni oggettive alle riserve è pacificamente riconosciuta dalla prassi: si pensi alle riserve (talvolta denominate impropriamente "fondi") per conguaglio dividendi, per (autofinanziamento del) rinnovo dei macchinari e degli impianti, per futuri investimenti, eccetera. Tali esempi di "riserve vincolate" (per opposizione alle quali si usa parlare anche di "riserve libere" con riferimento alle quote di patrimonio netto libe-

ramente distribuibili) sono noti da secoli, sono citati dall'OIC 28 ("Patrimonio netto") come esempi di "altre riserve" del patrimonio netto e non pongono particolari problemi, una volta che si riconosca che il vincolo oggettivo di cui si tratta sussiste nei limiti di una volontà che assume rilievo diverso se apposto alla riserva dall'assemblea ordinaria o straordinaria, tramite una previsione dello statuto: mentre nel secondo caso lo scioglimento di tali riserve dalla loro destinazione non è possibile se non con le procedure previste nella clausola dello statuto che ne stabilisce la formazione, nel caso in cui il vincolo sia dato da una deliberazione dell'assemblea ordinaria è ovvio che esso potrà essere rimosso da una deliberazione dell'assemblea ordinaria: il che equivale a dire che o il vincolo ha un effetto solo declamatorio, oppure che esso deve essere rivolto all'organo amministrativo ed essere pertanto concepito in modo da poter vincolarne l'attività di gestione.

Va chiarito che l'utilizzo di somme accantonate in una riserva destinata a certi scopi può avvenire in differenti modi, seconda la natura e la concreta disciplina della riserva. Per esempio, una riserva per futuri investimenti, se costituita dall'assemblea ordinaria senza alcuna disciplina particolare è solo un modo di rinviare la distribuzione di una parte degli utili (in tal caso, la destinazione a futuri investimenti è una semplice giustificazione della proposta di non distribuzione); ma le cose cambierebbero se fosse previsto l'investimento futuro da effettuare e si stabilisse che la riserva sarebbe destinata a sciogliersi (ridiventando pienamente disponibile anche per la distribuzione) decorso un certo lasso di tempo senza che abbia avuto luogo l'investimento previsto; ovvero che, una volta avuto luogo l'investimento, essa si riduca (alimentando in misura pari alla riduzione le "riserve libere") in proporzione dell'ammortamento dell'investimento effettuato, eccetera. Inoltre, in taluni casi, con riguardo in particolare alla riserva per "conguaglio dividendi", è perfettamente concepibile che il prelievo da essa sia soggetto a deliberazione dell'assemblea, ma potrebbe essere anche rimesso, nella delibera che preveda la creazione di tale riserva, a un'autonoma decisione dell'organo amministrativo.

In tutto ciò, non gioca alcun ruolo la posizione dei creditori, che sono protetti dalla salvaguardia del capitale e della riserva legale, ma non hanno alcun modo di opporsi all'utilizzazione del patrimonio netto e a particolari modalità di impiego delle riserve, perfino allorché il loro interesse economico possa esserne pregiudicato: quest'ultimo interesse non è infatti difeso da un'interdizione assoluta o da un diritto di opposizione (artt. 2445 e 2482 c.c.), bensì dall'art. 2394 c.c. e dalla corrispondente disciplina della s.r.l., nonché dai generali doveri di corretta amministrazione, ora enfaticamente proclamati nel comma 2 dell'art. 2086 c.c., dalla disciplina del conflitto di interessi, delle operazioni con parti correlate, dell'attività di direzione e coordinamento.

12. Se è possibile imprimere alle riserve una destinazione e un vincolo oggettivi, è possibile imprimere anche una destinazione o un vincolo soggettivi? Chiariamo innanzitutto che i vincoli soggettivi di cui si tratta devono essere compatibili con l'appartenenza delle riserve al patrimonio netto: la compatibilità non è data solo dall'esposizione alle perdite, che è necessaria, ma non sufficiente, poiché anche voci del passivo c.d. reale, come i finanziamenti, possono essere esposte all'incidenza delle perdite, come si è dimostrato sopra; né è qualificante, di per sé, il fatto che la *formazione* di tali riserve derivi da una deliberazione assembleare o dipenda dallo statuto o avvenga in base a un procedimento corporativo (sia esso costituito da una deliberazione assem-

bleare o dell'organo amministrativo), poiché l'appartenenza al netto e la disciplina del netto deve anzitutto desumersi dalle caratteristiche intrinseche dell'operazione che precede l'iscrizione contabile, la quale per sua natura è in linea di principio ricognitiva. In caso di dubbio, l'elemento decisivo per l'appartenenza di una certa voce al patrimonio netto è dato dalla disciplina del suo impiego: fanno parte del patrimonio netto le voci dello stato patrimoniale per la cui utilizzazione ad uno degli scopi consentiti (imputazione a capitale per le riserve, copertura delle perdite allorché siano presenti voci del patrimonio netto "pari in grado", tra cui si possa scegliere quale impiegare per coprire la perdita, acquisto di azioni proprie, rimborso o distribuzione ai soci) sia necessaria una procedura organizzativa (deliberazione di aumento o riduzione del capitale, liquidazione totale o parziale della società, deliberazione di distribuzione degli utili, autorizzazione dell'assemblea ordinaria all'acquisto di azioni proprie e deliberazione dell'organo amministrativo di procedere a tale acquisto, eccetera). Si noti che perfino nel caso in cui un socio abbia diritto alla liquidazione della sua quota, l'utilizzo delle riserve e degli utili distribuibili, e a maggior ragione la riduzione del capitale, richiedono una deliberazione degli organi competenti.

Destinazione soggettiva o "targatura" della riserva sono espressioni che dunque significano null'altro che prevedere che la riserva possa essere impiegata per uno o più dei suddetti scopi solo con riferimento a un determinato socio o gruppo di soci o di terzi. Per esempio, la riserva targata al socio Tizio, potrà essere distribuita (nella misura in cui sia ancora esistente al momento della distribuzione) al socio Tizio, e non anche ai soci Caio e Sempronio in proporzione dei loro diritti alla distribuzione degli utili e/o delle riserve. Se imputata a capitale, le azioni gratuite emesse a fronte della capitalizzazione della stessa riserva dovranno essere assegnate al solo socio Tizio, in deroga all'art. 2442 c.c.; se Tizio recederà, la riserva a lui targata dovrà essergli rimborsata, eccetera.

È legittima la targatura? La Suprema Corte lo ha ammesso senza molte discussioni con la sentenza della Prima Sezione civile del 24 luglio 2007, n. 169393, con riferimento agli apporti fuori capitale: la decisione sembra comunque del tutto convincente, anche dal punto di vista dell'opportunità, per dare un possibile rimedio al fenomeno per cui i soci che si astengono dal partecipare al rafforzamento del patrimonio netto profittono interamente, sebbene in proporzione, dei versamenti effettuati da chi apporta nuove risorse aumentando il proprio rischio.

D'altra parte, la targatura è implicita nella (sicura) legittimità dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi tramite "apporti" fuori capitale (non rimborsabili a scadenza): infatti, tali apporti contribuiscono alla formazione di riserve di patrimonio netto, le quali a loro volta possono essere utilizzate per coprire le perdite secondo l'ordine di gradazione previsto nel regolamento di emissione, o altrimenti *pari passu* con le "altre riserve" e possono essere altrimenti impiegate. È pacificamente possibile stabilire che, in caso di distribuzione, tali riserve debbano essere rimborsate ai possessori degli strumenti finanziari partecipativi, con esclusione di soci (che altrimenti parteciperebbero essi solo alla distribuzione, in ragione delle rispettive partecipazioni al capitale), salvo che nel frattempo siano state erose dalle perdite; ed è possibile, se gli strumenti finanziari partecipativi siano convertibili in azioni, che alla copertura del capitale rappresentato dalle azioni da assegnare in sede di conversione si provveda utilizzando riserve "targate" con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi.

13. Ciò premesso circa la generale legittimità della destinazione soggettiva delle riserve, giova aggiungere che restano da risolvere numerose altre questioni. Ne tratto due a titolo di esempio.

La prima è la seguente: se si imputa a capitale una riserva targata, l'aumento di capitale è a pagamento o gratuito? Da un certo punto di vista, l'aumento è gratuito, perché si imputano riserve disponibili al capitale; tuttavia, l'operazione si presterebbe all'elusione della regola per cui le partecipazioni, in sede di aumento del capitale, non possono essere diluite se non per effetto del mancato esercizio del diritto di opzione o di sottoscrizione da parte di coloro che tale diluizione subiscono; oppure, se il diritto di opzione non spetti, o sia limitato o escluso, la diluizione economica deve essere compensata dall'emissione delle azioni a un prezzo idoneo ad avvicinare il valore effettivo delle medesime, col meccanismo del sopra-prezzo.

Il principio di non diluizione economica coattiva delle partecipazioni è evidentemente un principio di diritto "materiale", che deve essere applicato estesamente. Nel caso delle riserve targate, se la loro destinazione all'aumento del capitale con imputazione della riserva a favore dei costituenti è stata prevista e la partecipazione alla loro formazione è stata resa possibile a tutti i soci *pari passu*, e allora chi non ha effettuato l'apporto si è volontariamente assoggettato a una potenziale diluizione; altrimenti, l'applicazione di correttivi che garantiscano gli interessi dei soci cui non si riferiscono le riserve targate appare necessaria: per esempio, dovrà essere data loro la possibilità di sottoscrivere a pagamento azioni o quote di nuova emissione, in concomitanza con l'assegnazione delle azioni o quote agli aventi diritto secondo la targatura, in modo tale da poter evitare la diluizione.

Il secondo esempio riguarda gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti, imputati a patrimonio netto in una riserva, targata o meno. Come si è detto, la riserva così costituita partecipa alla copertura delle perdite. Si può discutere quale sia il suo "grado" rispetto ad altre riserve, se cioè sia l'ultima o la penultima a subire l'erosione, ovvero se in mancanza di diversa previsione, sia da trattare alla stregua degli utili portati a nuovo e delle riserve facoltative: certamente, essa sarà erosa dalle perdite di bilancio prima del capitale, che è l'ultima posta che è incisa dalle perdite.

Si può dare il caso in cui gli apporti a patrimonio netto degli strumenti finanziari partecipativi siano dunque azzerati dalle perdite: in tal caso gli strumenti finanziari partecipativi non sono automaticamente azzerati, se non si è stato previsto nel regolamento di emissione, e potrebbero continuare a godere delle partecipazioni agli utili e dei diritti amministrativi loro spettanti, come se fossero una versione finanziaria degli *zombie voodoo*.

14. Dalle poche considerazioni svolte fino a qui, emerge che non esiste una nozione concettuale di "riserva targata" che preesiste alle concrete fattispecie che, secondo una definizione tipologica, possano ricondursi alla sfera semantica di tale espressione lessicale.

I pilastri sono, da un lato, l'indifferenza della prospettiva dei creditori riguardo alla destinazione della parte del patrimonio netto non rappresentata dal capitale, dall'altro l'esistenza di ampi spazi per l'esercizio dell'autonomia privata. Esistono norme che, dettate avendo di mira *id quod plerumque accidit*, tutelano l'interesse: tale interesse è in linea di massima disponibile, e lo è anche ad operare di deliberazioni degli organi competenti della società, nei limiti in cui essi siano competenti. Gli interpreti non devono, in questa prospettiva, attribuire alle norme finalità o funzioni che vadano oltre

quelle che emergono direttamente dalla legge, e costruire principi generali dove la legge interviene stocasticamente con interventi correttivi non sistematizzabili.

Evidentemente, in un sistema come quello che si è sopra delineato, si suppone una forte capacità progettuale di chi assiste le parti nella redazione degli atti in cui esse esprimono la loro autonomia; e una capacità altrettanto spiccata dei soggetti implicati nei contenziosi (avvocati, consulenti e giudici) di cogliere le particolarità dei casi e di ricorrere, ove necessario, a strumenti di diritto sostanziale (come l'abuso del diritto, il risarcimento dei danni anche in forma specifica, l'inibitoria, il *disgorgement* e altre misure correttive) nonché di diritto processuale (presunzioni, inversione dell'onere della prova, ordini di esibizione, ispezioni e consulenze acquisitive) che rendano effettiva la tutela degli interessi meritevoli, cioè non meramente "formale".

### Bibliografia

La bibliografia sui finanziamenti dei soci non imputati a capitale è talmente estesa da non consentirne una completa indicazione. Si vedano comunque: P. ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 497; N. ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo, M. Cera e S. Patriarca, Torino, 2011, 317 ss.; M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, sub art 2467, 238 ss.; ID., *La disciplina dei finanziamenti dei soci postergati dopo il correttivo al codice della crisi*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2021, I, 171 ss.; T. DI MARCELLO, *La postergazione «societaria» dei finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 639 ss.; ID., *Effetti della liquidazione giudiziale sul rimborso dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 125 ss.; E. FAZZUTTI, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Artt. 2462-2510 cod. civ., Torino, 2003, sub art. 2467, 47 ss.; G. FERRI jr, *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 969 ss., e in *Studi offerti ad Antonio Venditti*, Vol. I, Napoli, 2009, 519 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 133 ss.; ID., *Finanziamenti «anomali» dei soci e riorganizzazione dell'impresa nel codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 129 ss., e in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*. Studi in onore di Oreste Cagnasso, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 408 ss.; F. PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Milano, 2017; ID., *La concezione «sostanziale» dei finanziamenti «anomali» dei soci nella giurisprudenza recente e nella riforma del diritto della crisi d'impresa*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 727 ss.; M. ROSSI, *Postergazione e concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 1 ss.; G. TERRANOVA, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. III, Artt. 2449-2510, Napoli, 2004, sub art. 2467, 1459 ss.; F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione delle società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 263 ss.; D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012. Da ultimo, M. PALMIERI, *I finanziamenti alle società sottocapitalizzate. Linee evolutive della disciplina*, Milano, 2022.

Sulle riserve destinate a scopi particolari, v. le esemplificazioni di M. CARATOZZOLO, *Il bilancio di esercizio*<sup>2</sup>, Milano, 2006, 331 ss.

L'OIC 28 ("Patrimonio netto") risale, nella versione corrente, al 2016, ma dalle edizioni del 2005 e del 2014 non evidenziano differenze sostanziali rispetto al tema del presente contributo.

Delle riserve targate ha trattato per primo G.B. PORTALE, *Appunti in tema di “versamenti” in conto futuri aumento di capitale eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, 93 ss. (che riporta un ampio stralcio di uno scritto, rimasto inedito, di P. MARCHETTI). La tesi favorevole all’ammissibilità delle riserve targate è stata seguita da G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio e consolidato*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, vol. VII, Torino, 1994, 511, nota 8, e 517, nota 101; L. PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000, 152 ss.; A. NIUTTA, *Il finanziamento infragruppo*, Milano, 2000, 205 ss.; M. RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 776 ss.; G. TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, Torino, 2004, vol. I\*\*\*, 781; M. MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 150, nota 172; P. BENAZZO, *Società di gestione di reti per il servizio idrico integrato, conferimenti in natura e riserve “targate” (parere pro veritate)*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 205 ss.; S. FERRI, *Versamenti in conto capitale, riserve targate e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 294 ss.; M. BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, Torino, 2011, 45 ss.; (G. MUCCIARELLI)-G. STRAMPELLI, *Art. 2442*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA e G.B. PORTALE, Milano, 2016, 2658-2660. Uno studio approfondito delle riserve targate è quello di L. TRONCI, *Le riserve “targate” tra diritto e ragioneria*, in *Riv. soc.*, 2012, 1124 ss. Io stesso ho dedicato due scritti al tema delle riserve targate: M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, vol. II, Torino, 2014, 1323 ss.; ID., *Apologia delle riserve targate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 1 ss.

In giurisprudenza la figura delle riserve personalizzate è stata espressamente ritenuta legittima da Cass. civ., I sez., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Società*, 2009, 453, con nota di LEONE, *Contributi in conto capitale: generalità della fattispecie e invalidità della delibera di restituzione ai soci*; in *Giur. comm.*, 2009, I, 42, con nota di A. NIEDDU ARRICA, *La svolta sostanzialistica della Cassazione in tema di identificazione dei soci e di preventivo deposito di azioni*; in *Riv. notar.*, 2009, II, 1059, con nota di A. FERRUCCI-C. FERRENTINO, *Sull’analiticità o sinteticità del verbale, sugli effetti del mancato deposito dei titoli azionari, sulla natura dei versamenti in conto capitale e sull’art. 2467 c.c.*

Sulle riserve targate a fronte di apporti in sede di emissione di strumenti finanziari partecipativi, v. Trib. Napoli (ord.), 24 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 268, con nota di G. D’ATTORRE, *Perdita della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nonché in *Società*, 2016, 976 ss., con note di M. LAMANDINI e di M. PALMIERI, pubblicate sotto il titolo comune *Un commento a due voci in tema di partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi*; la decisione è anche di prossima pubblicazione in questa *Rivista*, con nota di G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva, non puoi fare il capita...le*. L’ordinanza fa riferimento ai pareri *pro veritate* di Sabrina Bruno e Francesco Fimmanò, che ho avuto la possibilità di leggere. V. inoltre, M.S. SPOLIDORO, *Apologia*, cit., e soprattutto G. RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2018, 1232 ss.

Sempre sulle riserve targate e sugli apporti, si vedano anche App. Trento, 19 novembre 1999, in *Nuovo dir.*, 2000, 973 e, da ultimo, Cass. civ., I sez., 20 aprile 2020, n. 7919, di prossima pubblicazione in *Riv. dir. soc.*, con nota di D. DEL CORRAL, la cui massima recita: *“L’erogazione di somme che a vario titolo i soci effettuano alle società da loro partecipate*

può avvenire a titolo di mutuo, con il conseguente obbligo per la società di restituire la somma ricevuta ad una determinata scadenza, oppure di versamento, destinato ad essere iscritto non tra i debiti, ma a confluire in apposita riserva 'in conto capitale' (o altre simili denominazioni). Tale ultimo contributo non dà luogo ad un credito esigibile, se non per effetto dello scioglimento della società e nei limiti dell'eventuale attivo del bilancio di liquidazione, ed è più simile al capitale di rischio che a quello di credito, connotandosi proprio per la postergazione della sua restituzione al soddisfacimento dei creditori sociali e per la posizione del socio quale residual claimant. La qualificazione, nell'uno o nell'altro senso, dipende dall'esame della volontà negoziale delle parti, dovendo trarsi la relativa prova, di cui è onerato il socio attore in restituzione, non tanto dalla denominazione dell'erogazione contenuta nelle scritture contabili della società, quanto dal modo in cui il rapporto è stato attuato in concreto, dalle finalità pratiche cui esso appare essere diretto e dagli interessi che vi sono sottesi. Solo ove manchi una chiara manifestazione di volontà, la qualificazione dell'erogazione può essere desunta dalla terminologia adottata nel bilancio". V. anche Trib. Bologna, 1 ottobre 2020, di prossima pubblicazione in Riv. dir. soc., con nota di E. SABINO, la cui massima recita "Gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'articolo 2346, comma 6, c.c. sarebbero neutri sotto il profilo della causa e, per tale ragione, competerebbe alle parti determinare volta per volta tanto il contenuto dello strumento quanto la causa dell'operazione di emissione. Da ciò consegue che, a seconda di come l'autonomia statutaria ne avrà concretamente delineato il contenuto (id est il complesso di posizioni attive e passive a questo associate), un dato strumento finanziario sarà riconducibile alla categoria degli strumenti di debito (debt) ovvero a quella degli strumenti di capitale (equity). Nel caso in esame, il regolamento che disciplinava l'emissione dello strumento finanziario partecipativo disponeva che la restituzione dell'apporto fosse limitata a due ipotesi specifiche: a seguito dell'esercizio del diritto di recesso del sottoscrittore ovvero di una richiesta di rimborso anticipato della società emittente. Più precisamente, il recesso era disciplinato come un diritto potestativo che poteva essere esercitato dal sottoscrittore senza addurre alcuna specifica motivazione, fermo restando la preclusione per quest'ultimo ad avvalersene prima che fossero decorsi cinque anni dalla data di sottoscrizione dello strumento. Detta circostanza, secondo il Tribunale di Bologna, era indicativa del fatto che la volontà della società emittente fosse quella di rendere il sottoscrittore, nell'arco dei primi cinque anni successivi all'emissione, partecipe del rischio di impresa e di attribuirgli la qualità di mero finanziatore per il periodo successivo (ove non avesse voluto esercitare il diritto alla restituzione). Su tali basi, il Tribunale è giunto alla conclusione che lo strumento finanziario partecipativo era stato emesso a fronte di un apporto acquisito dalla società come capitale di rischio e senza obbligo di rimborso e, conseguentemente, lo ha escluso dallo stato passivo, considerando dunque il relativo apporto come facente parte della massa attiva della procedura di fallimento".

La «possibilità stessa di configurare riserve c.d. targate» è invece esclusa da J. SODI, *I versamenti in conto capitale nella prassi: differenti caratteristiche ed atteggiamento della giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 52; M. RUBINO DE RITIS, *Gli apporti spontanei in società di capitali*, Torino, 2001, 134 ss.; G. FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 33; L. SALAMONE, *Funzione del capitale e funzionamento del netto della società a responsabilità limitata, oggi*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni*, Atti del convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014, "Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito" in ricordo di Giulio Partesotti, a cura di L. DE ANGELIS-G. MARTINA-A. URBANI, Padova, 2015, 123 ss. e in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 14 ss. (specie 30, nota 27). V. anche L. DE ANGELIS, *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio di esercizio. Il criterio del costo*, Milano, 2007, 150.

# CONTRATTO DI «FINANZIAMENTO PARTECIPATIVO», OPZIONE DI CESSIONE DI PARTECIPAZIONI A PREZZO PREDEFINITO E DISCIPLINA USURARIA

di Antonella Sciarrone Alibrandi

SOMMARIO: 1. Accordo di investimento e opzione *put* a prezzo fisso predeterminato: un differente inquadramento giuridico. – 2. Struttura causale e funzione dei negozi con *causa credendi*. – 3. Alcune considerazioni preliminari. – 4. L'attribuzione pecuniaria in favore del sovvenuto: sulla destinazione delle somme investite nell'esecuzione di un aumento di capitale della *target*. – 5. La funzione di garanzia dell'acquisto della proprietà delle partecipazioni. – 6. Il diritto restitutorio incondizionato e il carattere discrezionale dell'esercizio dell'opzione. – 7. Il differimento temporale e l'obbligazione accessoria di pagamento degli interessi. – 8. La conseguente applicabilità della disciplina anti-usura e l'individuazione delle pattuizioni del contratto da includersi nel calcolo del T.E.G. – 9. Sulla struttura rimediale conseguente al riscontro dell'usurarietà del finanziamento.

1. *Accordo di investimento e opzione put a prezzo fisso predeterminato: un differente inquadramento giuridico.* – Nella prassi delle operazioni straordinarie di acquisizione societaria è frequente che l'ingresso nel capitale della società *target* da parte del nuovo socio finanziatore – in particolare allorché si tratti di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) specializzato negli investimenti in partecipazioni sociali (come i fondi di *private equity* o di *venture capital*) – si realizzi mediante la sottoscrizione di due distinti ma collegati contratti: *i*) un contratto di investimento, che stabilisce le condizioni e le modalità di ingresso del fondo nella compagine sociale, di regola attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, avente ad oggetto l'emissione di azioni di categoria speciale attributive di particolari diritti patrimoniali e/o amministrativi, eventualmente accompagnata dall'acquisto di ulteriori partecipazioni dai soci e *ii*) un patto parasociale, che definisce i rapporti tra gli azionisti nella *governance* della società nonché le modalità e i limiti al disinvestimento del socio finanziatore.

Con specifico riferimento alle modalità di *exit* dell'investitore, altrettanto frequente è la stipula di un patto di opzione di vendita della partecipazione a favore di quest'ultimo (c.d. *put option*), esercitabile entro una precisa finestra temporale, ad un prezzo fisso predeterminato, che di regola comprende l'intero importo investito, maggiorato di un dato rendimento atteso, che di fatto consente al finanziatore di recuperare l'intero investimento operato (ancorché eventualmente eroso dalle perdite *medio tempore* registrate) e incamerare altresì l'utile che, in base alle previsioni originarie, avrebbe dovuto essere prodotto.

Proprio riguardo a questa specifica pattuizione (*i.e.* l'opzione di vendita della partecipazione a prezzo fisso predeterminato), si è sviluppato un intenso dibattito in dottrina



e in giurisprudenza circa la riconducibilità di tale accordo alla fattispecie del patto leonino, di cui l'art. 2265 c.c. dichiara testualmente la nullità.

Sebbene non manchi chi circoscrive l'applicabilità della citata disposizione alle società di persone<sup>1</sup>, è largamente maggioritaria in letteratura l'opinione di coloro che sostengono la possibilità di applicare in analogia l'art. 2265 c.c. anche alle società di capitali, quale norma di carattere trans-tipico, che, pur sistematicamente collocata nella disciplina delle società di persone, costituisce espressione di un principio generale dell'ordinamento<sup>2</sup>, ancorché sulla base di argomentazioni differenti e in alcuni casi accompagnate da qualche riserva<sup>3</sup>.

Il confronto – anche all'interno della stessa giurisprudenza – si è invece principalmente articolato sulla legittimità di tali accordi: tra le tesi che ne sostengono la nullità per violazione del divieto di patto leonino<sup>4</sup> e quelle che invece ne affermano la meritevolezza di tutela *ex art.* 1322, comma 2, c.c. e la conseguente validità<sup>5</sup>.

Preso atto delle autorevoli opinioni e dei persuasivi argomenti sui quali si fondano ambo le tesi che animano questo acceso e quanto mai attuale dibattito, s'intende qui inquadrare la fattispecie da una prospettiva diversa, che consenta di pervenire ad una sua differente qualificazione giuridica.

Partendo dal collegamento negoziale che intercorre tra il c.d. accordo di investimento e il patto di opzione *put* a prezzo predefinito, una valutazione globale dell'effettivo assetto di interessi di regola perseguito dalle parti con tale operazione – *i.e.* della sua c.d. «causa concreta», intesa come la funzione obiettiva realizzata dal negozio<sup>6</sup> al netto

<sup>1</sup> M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1285 e ss.; M.S. SPOLIDORO, *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto dei patti leonini*, in *Giur. It.*, 2021, 632 e ss.

<sup>2</sup> In giurisprudenza v. Tribunale di Milano, sez. XV civile del 27 marzo 2020, con nota adesiva di M.L. PASSADOR, *Sulla natura trans tipica del divieto di patto leonino. Nota a Trib. Milano, 27 marzo 2020*, in *Giur. It.*, 2020, 1412 e ss.

<sup>3</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario Schlesinger*, Milano, 1992, 107 e 124 ss.

<sup>4</sup> Cfr. Tribunale di Milano, sez. XV civile, n. 4628 del 23 luglio 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Corte d'Appello di Milano, sez. I civile del 13 febbraio 2020, con nota di M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Soc.*, 2020, 1360 e ss.

<sup>5</sup> Da ultimo Cass. Civ. n. 27227 del 7 ottobre 2021, con nota di M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la riaffermata liceità dei patti parasociali con opzione put*, in *Giur. It.*, 2022, 662 e ss., riaffermando quanto già statuito dalle note Cass. Civ. nn. 17498 e 17500, entrambe del 4 luglio 2018: la prima con note di N. DE LUCA, *Il socio "leone": il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *BBTC*, 2019, 81 e ss.; A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, in *Giur. It.*, 2019, 13 e ss.; A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*, in *Giur. It.*, 2019, 366 e ss.; E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*, in *Not.*, 2018, 635 e ss.; S. SCORDO, *Partecipazioni sociali, clausole di opzione put e interessi dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2020, 300 e ss.; M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti di finanziamento partecipativo*, in *Giur. Comm.*, 2019, 285 e ss.; F. PRENESTINI, *Clausola put a prezzo preconcordato e divieto di patto leonino: la Cassazione si pronuncia a favore della legittimità dell'accordo*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2020, 441 e ss.; B. DE PAOLA, *L'opzione put tra meritevolezza dell'interesse realizzato e analisi della causa concreta*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2020, 317 e ss.; M. GIULIANO, *L'opzione put a prezzo concordato e patto leonino: la validità del patto parasociale alla luce degli interessi concretamente perseguiti*, in *Foro Pad.*, 2018, 497 e ss.; B. CARUSO, *Opzioni put a prezzo predefinito nelle pattuizioni parasociali: la Cassazione esclude il divieto di patto leonino*, in *IlSocietario.it*; E. COSSU, *Opzione put e patto leonino. Commento a Cassazione Civile, Sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498 – Pres. Schirò, Rel. Nazzicone*, in *dirittobancario.it*.

<sup>6</sup> S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della causa in concreto e la c.d. interpretazione abusiva del contratto:*

di tutti i suoi elementi accessori e inessenziali alla qualificazione tipologica – disvela uno schema essenziale connotato dalla compresenza di tutti gli elementi qualificanti i negozi connotati da *causa credendi*.

Dalla qualificazione quale contratto di credito e dalla conseguente riconduzione delle utilità monetarie contrattualmente spettanti al finanziatore alla categoria degli «interessi» deriva poi la sua soggezione alla disciplina usuraria e, pertanto, la necessità di valutare la relativa contrarietà all'art. 644 c.p. mediante l'applicazione del meccanismo dei cc.dd. tassi soglia.

2. *Struttura causale e funzione dei negozi con causa credendi*. – L'illustrazione delle ragioni alla base di un simile convincimento esige che vengano fissati alcuni paradigmi di ordine ricostruttivo e dogmatico in merito alla nozione di negozio con causa creditizia.

A tal riguardo, occorre richiamarsi alla dottrina che ha partitamente elaborato i profili di struttura causale del negozio con *causa credendi*, per rilevare come, secondo gli insegnamenti più autorevoli, essi si articolino secondo un duplice e correlato profilo.

In primo luogo, il contratto di credito esprime necessariamente una «struttura fondamentale»<sup>7</sup> che si compone del trasferimento della proprietà di una somma di denaro a favore del sovvenuto (ma non necessariamente al sovvenuto<sup>8</sup>: su questo profilo *amplius infra*), con l'obbligo per quest'ultimo di restituire, decorso un dato periodo di tempo, la medesima quantità di denaro nonché, trattandosi di contratto a titolo oneroso, gli interessi come convenzionalmente determinati. Mediante tale meccanismo si realizza la sequenza denaro – tempo – denaro, che definisce la funzione creditizia<sup>9</sup>. Pertanto, nello schema causale si postula come elemento essenziale l'esistenza di un differimen-

---

notarelle critiche su regole e principi (del diritto dei contratti), in *Contratti*, 2016, 604 e ss.; C.M. BIANCA, *Causa concreta e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 258; ma cfr. già G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, 1974, 140 e ss.; A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, Milano, 1966, 344; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, 1966, 71; nel formante giurisprudenziale, cfr., tra gli altri provvedimenti, Cass., 12 novembre 2009, n. 23941, con nota di C. DI LEO, *Contratto di assicurazione e causa concreta*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 448.

<sup>7</sup> E.M. LEO, *L'essenza del credito e il leasing finanziario*, in *Riv. Soc.*, 1978, I, 82.

<sup>8</sup> E.M. LEO, *op. cit.*, 82, nota 49, ove ulteriori riferimenti dottrinali. In particolare, cfr. FRAGALI, *sub Art. 1813 – 1822. Mutuo*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1966, 73, 103, 157 162.

<sup>9</sup> Così, per esempio, nel caso di operazioni creditizie realizzate mediante cessione del credito, la concessione di una misura di differimento temporale si esprime nella prospettiva dell'*anticipazione*, cioè nell'esistenza di una *distantia temporis* tra il momento dell'attribuzione pecuniaria (nel caso, il pagamento del corrispettivo di cessione) e il momento della scadenza del credito ceduto; di tal che si verifica un fenomeno di «scambio» tra moneta presente e moneta futura: P. FERRO-LUZZI, *Lo sconto bancario (tra moneta futura e moneta presente)*, in *Lezioni di diritto bancario, II. Parte speciale. I singoli contratti*, a cura di P. FERRO-LUZZI, Torino, 2004, 64.

Di fronte a un simile schema operativo si riscontra, propriamente, un fenomeno di differimento, integrato dall'esistenza di un dato lasso temporale in cui il sovventore *non ha il diritto attuale* di ottenere la restituzione della prestazione pecuniaria erogata. Tale assunto sembra dare ragione al contenuto dell'art. 2, comma 2, d.m. MEF 53/2015, il quale dispone che non costituisce attività di concessione di finanziamenti: «a) l'acquisto dei crediti di imposta sul valore aggiunto relativi a cessioni di beni e servizi nei casi previsti dalla normativa vigente», nonché «l'acquisto, a titolo definitivo, di crediti da parte di società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale» di crediti in «sofferenza». E infatti, trattandosi in entrambi i casi di crediti già esigibili (in relazione ai crediti IVA, si tratta di crediti di cui è già stato chiesto il rimborso) la funzione dell'atto traslativo è quella gestoria o, per meglio dire, «recuperatoria», e non di anticipazione in senso tecnico.

to del momento della restituzione rispetto a quello della consegna<sup>10</sup>, periodo in cui si esprime e a cui si commisura l'utilità del sovvenuto<sup>11</sup> (*i.e.* il godimento del capitale altrui: cfr. art. 820, comma 3, c.c.)<sup>12</sup> e che conferisce al rapporto una natura programmaticamente restitutoria<sup>13</sup>: nel senso che l'assetto di interessi divisato dalle parti è tale per cui la fisiologica attuazione del rapporto prevede la restituzione del capitale dato a prestito<sup>14</sup>, una volta verificatosi il presupposto della relativa esigibilità.

Col che, tale dinamica effettuale postula, al contempo, il diritto incondizionato del finanziatore a vedersi restituito il capitale erogato insieme al pagamento degli interessi e il diritto del debitore di adempiere l'obbligazione ottenendo anche la liberazione delle garanzie eventualmente prestate in qualsiasi forma.

E infatti, gli effetti di ogni eventuale attribuzione accessoria connotata di una funzione di garanzia dell'adempimento dipenderanno necessariamente dall'esistenza del credito del cui titolare rafforzano la posizione (c.d. principio di accessorietà delle garanzie).

In secondo luogo, il contratto con *causa credendi* si differenzia da altri tipi contrattuali che manifestano la medesima dinamica effettuale (trasferimento della proprietà di denaro o di un altro bene fungibile con obbligo di restituzione del *tantundem*: ad es., deposito irregolare e pegno irregolare) in ragione della funzione che il contratto obiettivamente persegue.

Così, altro è la funzione di garanzia del creditore tipica del pegno irregolare, altro è la funzione di custodia tipica del deposito irregolare, altro è la funzione di assicurare ad altri la temporanea disponibilità di una somma di denaro, propria dei negozi di credito<sup>15</sup>.

In questa prospettiva, infatti, si apprezza l'essenzialità tipologica, all'interno dei soli contratti di credito, del fenomeno del differimento (*i.e.* della *distantia temporis*), in cui si esprime la facilitazione finanziaria concessa. Al tempo stesso, è lo specifico atteggiarsi del bisogno di credito soddisfatto dal negozio che viene a realizzare, sul piano del regolamento, un arricchimento della struttura restitutoria (dazione traslativa e obbligazione di restituzione del *tantundem*): e infatti, se il contratto di mutuo costituisce «il prototipo dei contratti di credito», esso «si arricchisce di ulteriori elementi specificanti, in relazione al vario conformarsi del bisogno di credito, negli altri contratti: tutti di credito, in quanto tutti aventi in comune l'anzidetta struttura fondamentale e perciò la funzione creditizia che si realizza per il suo tramite; e differenziati fra di loro dagli accennati ulteriori elementi specificanti, diversi per i singoli contratti»<sup>16</sup>.

In definitiva, è corretto sintetizzare le superiori osservazioni riferendo alla categoria

<sup>10</sup> Sul contratto di credito come connotato dagli elementi del differimento e della sostituzione, cfr. E. SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1953, 99 e ss.

<sup>11</sup> G. GIAMPICCOLO, *Comodato e mutuo*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da GROSSO-SANTORO PASARELLI, Milano 1972, 85.

<sup>12</sup> Cfr. A. GALASSO, *Contratti di credito e titoli bancari*, Padova, 1971, 62; F. ALCARO, "Soggetto" e "Contratto" nell'attività bancaria, Milano, 1981, 25.

<sup>13</sup> Sulla natura essenzialmente restitutoria dei contratti di credito, cfr. già ART. DALMARTELLO, *Appunti in tema di contratti reali, contratti restitutori e contratti sinallagmatici*, in *Riv. dir. civ.*, 1955, II, 61 e ss.

<sup>14</sup> Da cui, infatti, l'idea di frutto civile quale corrispettivo del godimento di una cosa altrui, secondo l'art. 820, comma 3, c.c., giacché, sebbene la proprietà del denaro passa al sovvenuto al momento della *traditio*, il *tantundem* dovrà comunque tornare nella sfera patrimoniale del finanziatore.

<sup>15</sup> Cfr. A. LUMINOSO, 671 e s.

<sup>16</sup> Così E.M. LEO, *op. cit.*, 82, nota 47.

del negozio con causa creditizia i seguenti connotati tipologici: *i)* in primo luogo, l'esistenza di un'attribuzione pecuniaria in favore del sovvenuto, intesa come trasferimento attuale di una disponibilità monetaria; *ii)* in secondo luogo, la natura restitutoria del rapporto, esprimendosi nell'attribuzione al sovventore del diritto incondizionato alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi, come pure nel diritto del debitore di estinguere – a scadenza – l'obbligazione, altresì ottenendo la liberazione delle garanzie eventualmente prestate; *iii)* ancora, la concessione di una misura di differimento temporale (*distantia temporis*); *iv)* infine, la remunerazione del differimento temporale sul capitale da restituirsi (trattandosi di un atto a titolo oneroso) mediante la corresponsione di interessi.

3. *Alcune considerazioni preliminari.* – Prima di affrontare *ex professo* l'argomentazione degli indici alla stregua dei quali il collegamento negoziale tra l'accordo di investimento e il patto di opzione *put* a prezzo fisso predeterminato deve essere concepito e qualificato in termini di contratto con causa creditizia, alla luce degli elementi connotanti la categoria tipologica appena enucleati, conviene subito svolgere alcune considerazioni preliminari di ordine generale.

La prima attiene alla scarsa significatività, sul piano tecnico-giuridico, dell'espressione «contratto di investimento» e, comunque, alla sua neutralità rispetto alla soluzione del problema in questione. Si tratta, in effetti, dalla prospettiva del linguaggio del diritto, di una terminologia di significato appena descrittivo: di per sé inidoneo alla definizione di una specifica funzione negoziale. D'altra parte, nei termini del linguaggio economico, ogni forma di finanziamento di per sé costituisce un «investimento».

La seconda – più complessa – concerne la pretesa di far dipendere la dimensione causale di un determinato contratto dalla qualifica soggettiva di uno dei contraenti o comunque dallo svolgimento, da parte loro, di una determinata attività: pretesa che, nella specie, si traduce nell'affermazione per cui solo le imprese esercenti attività bancaria (art. 10 t.u.b.) o di intermediazione nel mercato creditizio (art. 106 t.u.b.) possono stipulare contratti di credito<sup>17</sup>.

L'assunto non convince sul piano metodologico, posto che la natura creditizia di un contratto non è necessariamente correlata all'esercizio di un'attività di intermediazione da parte del soggetto sovventore né tantomeno alla sua qualifica quale impresa bancaria.

Un'obiezione di tal genere si risolve perciò in una mera petizione di principio. Di là dal rilievo per cui, a ben vedere, anche i fondi comuni d'investimento svolgono un'attività di intermediazione finanziaria (diversa da quella dell'esercizio congiunto di cui all'art. 10 t.u.b. ma pur sempre di intermediazione tra «investitori» e «finanziati»), e pure di là della constatazione per cui è la stessa disciplina di legge ad ammettere l'esercizio dell'attività creditizia da parte dei fondi comuni d'investimento, purché a ciò autorizzati (cfr. art. 46-ter t.u.f.), non è possibile desumere la qualificazione causale di un negozio (nel caso, come contratto di credito o meno) dalla natura del soggetto che lo pone in essere, giacché si tratta di profili che restano del tutto autonomi.

---

<sup>17</sup> L'affermazione è di F. CAPRIGLIONE, *Causa negoziale dei contratti d'investimento*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2021, III, 681 e ss. Nello scritto, l'autore fa esplicito riferimento ad un mio parere, inedito, le cui essenziali linee argomentative sono riprese e sviluppate in queste pagine.

È davvero troppo agevole, in questa prospettiva, osservare che il mutuo concesso da un soggetto che non è un imprenditore bancario resta un mutuo, e soggiace – dal punto di vista dell'atto – alla relativa disciplina; come pure che l'art. 644 c.p. non configura il delitto di usura come reato proprio di chi esercita un'attività di intermediazione creditizia.

Ancora lungo questa linea e in termini anche più generali, va altresì rilevato che, portando il ragionamento alle sue conseguenze ultime, verrebbe da domandarsi se esista, allora, un reale spazio applicativo per la vigente disciplina in tema di abusivismo finanziario: se fosse vero che non si può qualificare come negozio di credito un contratto che non veda come parte finanziatrice una banca, non si darebbe nemmeno la possibilità logica di violare l'art. 132 t.u.b., e non si porrebbe mai il problema dell'esercizio, «in fatto» e non autorizzato, dell'attività creditizia.

Il vero è, piuttosto, che la qualificazione di un negozio, ai fini dell'identificazione della disciplina a esso applicabile e prim'ancora della formulazione del giudizio di meritevolezza *ex art* 1322 c.c., non può dipendere da profili soggettivi che ineriscono ai contraenti, ma deve fondarsi sulla comprensione degli interessi che il concreto assetto negoziale viene a proporre, a prescindere dalla qualificazione attribuita dalle parti e da altri elementi estrinseci.

È interessante notare come tale approccio analitico sia stato nei fatti applicato anche dalla giurisprudenza di legittimità<sup>18</sup>. Nel dettaglio, la Corte ha dichiarato la nullità/inefficacia per immeritevolezza *ex art.* 1322 c.c. di un prodotto finanziario (c.d. *MyWay*), che si presentava come l'aggiunta di un contratto di mutuo, di un pegno su titoli e di un contratto di gestione patrimoniale, evidenziando che – a dispetto dell'apparente tipicità delle sue singole componenti – l'interagire degli effetti essenziali dell'operazione ne delineava una funzione diversa da quella propria dei tipi impiegati, e da valutarsi come tale ai fini della formulazione del giudizio di meritevolezza.

Nella medesima prospettiva e con riferimento al giudizio di nullità del negozio o di sue clausole – giudizio che evidentemente dipenderà dalla ricostruzione della funzione negoziale dell'operazione effettuata di volta in volta dal giudice – non assume rilievo neppure l'esistenza di trattative più o meno articolate tra le parti, al momento del confezionamento dell'operazione<sup>19</sup>. Del resto, trattandosi dell'applicazione di norme di ordine pubblico o comunque imperative, fare riferimento all'esistenza di un accordo tra le parti circa i contenuti dell'operazione, come pure su un'eventuale reciproca convenienza della medesima, condurrebbe nella sostanza a degradare il rimedio della nullità a vicenda rimessa al potere dispositivo delle parti.

Tanto fermato sul piano generale, è possibile ora indagare l'esistenza dei profili strutturali e funzionali appena sopra delineati.

4. *L'attribuzione pecuniaria in favore del sovvenuto: sulla destinazione delle somme investite nell'esecuzione di un aumento di capitale della target.* – Muovendo dal profilo dell'esistenza dell'erogazione di un capitale a favore del sovvenuto, è sufficiente richiamare l'esistenza di un accordo tra il socio imprenditore e il finanziatore, in for-

<sup>18</sup> Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900.

<sup>19</sup> Contrariamente a quanto sostiene F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, parr. 2 e 6.

za del quale quest'ultimo si è impegnato ad apportare risorse monetarie alla società *target*.

La circostanza in base alla quale l'intera somma erogata (o comunque una parte di essa) non vada a diretto beneficio del socio sovvenuto, ma venga destinata alla sottoscrizione di un aumento di capitale della partecipata – che è soggetto giuridico diverso dal mutuatario – non osta alla qualificazione dell'apporto monetario del socio finanziatore in termini di capitale di prestito e, dunque, non consente di negare la causa creditizia dell'operazione.

Una tale obiezione<sup>20</sup>, nei fatti, si esaurisce nella pretesa natura assorbente dell'assunzione, da parte del finanziatore, di una partecipazione tipicamente rappresentativa del capitale di rischio, come è quella azionaria.

Nondimeno, la nuda circostanza che un'attribuzione patrimoniale sia stata materialmente effettuata nei confronti di un terzo, diverso dalla controparte contrattuale, costituisce di per sé stessa una circostanza muta rispetto all'individuazione del rapporto causale che sorregge quella determinata attribuzione e, pertanto, non è di per sé idonea ad escludere la rispondenza dell'erogazione ad un interesse che resta proprio esclusivamente del sovvenuto.

Nel sistema vigente, infatti, è naturalmente possibile che le parti convengano tra loro che l'una debba far conseguire, per conto dell'altra, un'attribuzione patrimoniale ad un determinato beneficiario terzo. Non è il caso di indugiare, in questa sede, sull'osservazione secondo cui un simile schema di attribuzione è previsto, a livello generale, dalla disciplina della delegazione passiva (artt. 1268 e ss. c.c.), in cui il rapporto fra delegante e delegato (il rapporto di provvista) resta distinto rispetto a quello corrente fra delegante e delegatario (il rapporto di valuta), come anche a quello fra delegato e delegatario<sup>21</sup>. È sufficiente tale richiamo a dimostrare che, sul piano del diritto delle obbligazioni, altro è la destinazione materiale di un'attribuzione, altro è la sua imputazione giuridica.

E, infatti, come è già stato accennato *supra*, nella sequenza (i) consegna traslativa – (ii) differimento – (iii) restituzione del *tantundem*, che designa e definisce gli effetti programmatici essenziali del contratto di credito, l'attribuzione *sub* (i) deve avvenire a favore del sovvenuto, ma non necessariamente al sovvenuto; fermo restando che è il sovvenuto (e non già il soggetto materialmente accipiente il denaro) a soggiacere alle obbligazioni di restituzione del capitale e di pagamento degli interessi.

In questa prospettiva, va chiarito che altro è l'accordo tra finanziatore e sovvenuto relativo alla messa a disposizione, nelle forme convenzionalmente definite, di un capitale a prestito, altro sono le forme e le modalità di erogazione della somma promessa a titolo di mutuo. Queste ultime attengono al profilo meramente esecutivo dell'obbligazione assunta dal finanziatore e non interferiscono con la natura del rapporto che lega il finanziatore al sovvenuto.

Da quest'angolo visuale, pertanto, non osta alla conclusione della natura creditizia del rapporto tra soci la circostanza per cui tutto o parte del capitale dato a prestito abbia

---

<sup>20</sup> Che si rinvia in F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, par. 7.

<sup>21</sup> Per la tesi, ormai del tutto prevalente, della «autonomia» della delegazione, oltre che per la evidenziazione della sua astratta capacità di rispondere a distinti assetti di interessi sul piano funzionale cfr., *ex multis*, P. RESCIGNO, voce «Delegazione (dir. civ.)», in *Enc. Dir.*, XI, Milano, 1962, 960 e s.; GRASSO, *Delegazione, Espromissione Accollo*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2011, 11 e ss.

assunto le forme dell'aumento di capitale della società partecipata, giacché tale rapporto viene a costituire solo la modalità di erogazione della somma a favore del sovvenuto.

A sostegno dell'assunto – a livello esemplificativo e svolgendo un riferimento specificamente inerente ai rapporti con causa creditizia – è utile richiamarsi alla fattispecie del *leasing* traslativo, dove la medesima prestazione (*i.e.* la prestazione monetaria effettuata dal finanziatore) trova una diversa giustificazione causale in considerazione del soggetto nei cui confronti la stessa viene effettuata: nei rapporti con l'alienante, assume la veste di prezzo di acquisto del bene, che il finanziatore fa sì a nome proprio, ma in esecuzione dell'accordo di finanziamento raggiunto con l'utilizzatore, nel quale quella stessa attribuzione rileva quale capitale dato a prestito – sul quale si calcolerà il TEG del finanziamento<sup>22</sup> – che il sovvenuto sarà tenuto a restituire al finanziatore, come maggiorato degli interessi che remunerano l'anticipazione finanziaria effettuata.

Fermati questi elementi, risulta evidente come la circostanza per cui l'attribuzione patrimoniale sia stata erogata a favore di un soggetto diverso dal sovvenuto non possa incidere sulla qualificazione, in termini creditizi, del rapporto intercorrente fra quest'ultimo e il finanziatore: si tratta, in effetti, semplicemente di una modalità di esecuzione della prestazione che risponde ad uno specifico interesse del sovvenuto e che, proprio in funzione della realizzazione di tale interesse, è stata così sin dall'origine conformata nel contratto stipulato fra le parti coinvolte.

È evidente che tale meccanismo soddisfa l'interesse del socio imprenditore quale soggetto che, per un verso, al momento della stipula dell'accordo di investimento, partecipava al capitale sociale della *target* e, per un altro, nelle previsioni delle parti – in virtù dell'opzione contenuta nel patto parasociale – potrà riottenere, al termine del finanziamento, l'integrale partecipazione, a seguito della restituzione del *tantundem* e della corresponsione degli interessi maturati.

In definitiva, quanto precede evidenzia che, spesso, la specifica funzione obiettiva dell'operazione economica sottesa al c.d. finanziamento partecipativo si risolve in un'anticipazione, in favore dei soci imprenditori, dell'apporto di risorse di cui questi necessitano al fine di realizzare il proprio progetto imprenditoriale, esercitato per il tramite della società *target*.

5. *La funzione di garanzia dell'acquisto della proprietà delle partecipazioni.* – L'ingresso del socio finanziatore nel capitale della *target* a fronte della sottoscrizione delle partecipazioni emesse in sede di aumento di capitale e/o dell'acquisto delle partecipazioni dagli altri soci non conduce l'intero assetto negoziale al di fuori dell'area dei contratti di credito, non esprimendo alcuna indicazione nel senso della qualificazione commutativa dell'operazione.

Al contrario, laddove si riscontri la sussistenza di tutti gli elementi qualificanti la *causa credendi*, il conseguimento da parte del finanziatore della titolarità di tutto o parte del capitale sociale viene a confermare, e non già a smentire, la natura creditizia dell'operazione, nella misura in cui evidenzia che la proprietà delle participa-

---

<sup>22</sup> Cfr. punto B4 delle «Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura», luglio 2016.

zioni realizza una funzione di garanzia/soddisfacimento del tutto coerente con la causa creditizia del negozio, mirando ad assicurare l'interesse del creditore al rientro dell'esposizione, per il caso di inadempimento dell'obbligazione restitutoria gravante sul sovvenuto (c.d. soddisfazione secondaria del credito).

Può dirsi infatti un'acquisizione ormai consolidata – non solo in dottrina<sup>23</sup>, ma anche presso il formante giurisprudenziale – la constatazione per cui la concessione di credito può avvenire anche sotto forma di trasferimento al finanziatore di un determinato bene di proprietà del debitore sovvenuto (o di terzi), con annesso meccanismo di retrocessione del bene stesso a favore del primo entro un determinato termine. In questo caso, l'attribuzione pecuniaria operata in favore del sovvenuto-alienante costituisce, in realtà e a dispetto dell'etichettatura eventualmente attribuita al negozio in termini di «vendita», la modalità di erogazione della prestazione di denaro connotante la causa creditizia, cioè la dazione al mutuo del capitale; il «corrispettivo» convenuto per il rientro del bene nel patrimonio del debitore costituisce, invece, la prestazione di restituzione del *tantundem*, come maggiorato degli interessi.

Sul piano della caratterizzazione materiale, si tratta di una fattispecie concretizzata, nel contesto del diritto vivente, attraverso varie e diverse strutture negoziali, tutte comportanti l'utilizzo del trasferimento della proprietà di un bene in via strumentale alla soddisfazione dell'interesse del finanziatore a ottenere un bene su cui senz'altro potersi soddisfare, per il caso dell'inadempimento dell'obbligazione restitutoria.

La natura intrinsecamente creditizia di strutture negoziali siffatte (cioè implicanti il trasferimento del diritto di proprietà strumentale alla garanzia/soddisfazione del credito) è adesso riconosciuta dalla Corte di Cassazione in tema di contratto di *sale and lease back*, là dove la non contrarietà dell'operazione al divieto del patto commissorio *ex art. 2744 c.c.* (che a propria volta postula la natura creditizia dell'operazione nel cui ambito si verifica il trasferimento della proprietà ed esclude che ci si trovi di fronte a un contratto in cui prezzo e proprietà stanno in sinallagma) è subordinata al fatto «*che, sin dalla conclusione del contratto di lease back, siano stati previsti meccanismi oggettivi e proceduralizzati che ... permettano la verifica di congruenza tra valore del bene oggetto della garanzia, che viene definitivamente acquisito al creditore, ed entità del credito*»<sup>24</sup>. È evidente che tale requisito postula, al contempo, che ci si trovi di fronte a un contratto dotato di *causa credendi* e che il credito del finanziatore per capitale e interessi sia garantito dall'alienazione in garanzia (solo apparentemente, allora, una «vendita») del bene.

In questa prospettiva, si può fare altresì cenno ai finanziamenti bancari garantiti da cessione del credito in garanzia, nonché alla ricostruzione – unanimemente accettata – della figura del pegno irregolare (art. 1851 c.c.) come fattispecie di alienazione in funzione di garanzia.

---

<sup>23</sup> Per tutti v. F. ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996, *passim*. Il tema è stato poi ripreso, anche recentemente, da molti, tra i quali è possibile consultare: CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marcano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000, 61 e ss.; A.A. DOLMETTA, *Lease-back e patto commissorio: un rapporto complesso*, in *Giur. Comm.*, I, 2002, 306 e ss.; D'AMICO, *Alienazioni a scopo di garanzia*, in GITTI-NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, I, Bologna, 2012, 585 ss.

<sup>24</sup> In *Foro it.*, 2016, I, 685, con nota di BROGI; cfr. anche Cass., 21 gennaio 2005, n. 1273 e Cass., 9 maggio 2013, n. 10986.



In tutti questi casi (e altri ancora ve ne sarebbero da menzionare), vengono in rilievo strutture negoziali che la giurisprudenza è venuta progressivamente a comprendere nella propria funzione di negozi di credito con adietta alienazione in garanzia. E ciò nella segnata prospettiva della valutazione del divieto del patto commissorio (art. 2744 c.c.), dapprima sulla base di un argomentare costruito intorno alla nozione di frode alla legge *ex art. 1344 c.c.* (cioè dell'utilizzo fraudolento dell'istituto della vendita), poi sulla base della teorica della «causa in concreto»<sup>25</sup>.

In quest'ultima prospettiva, si viene a dare risalto all'effettiva funzione economico-individuale del contratto, a prescindere dalla conformazione formale dello stesso e alla *causa cavendi* connotante il trasferimento della proprietà su beni: venendo così conseguito il risultato di concepire il trasferimento della proprietà non più in termini di una (illegittima, di regola) vendita a scopo di garanzia, bensì quali vere e proprie alienazioni con funzione di garanzia (o garanzie dominicali, che dir si voglia).

In operazioni negoziali di questo genere, l'immediato o successivo (perché rimandato al momento dell'inadempimento) trasferimento della proprietà di un bene del debitore a favore del creditore non trova la propria giustificazione funzionale nella prospettiva sinallagmatica dello scambio: non avendo, del resto, il creditore nessun interesse primario e diretto a conseguire in via definitiva la proprietà del bene strumentalmente a lui trasferito.

Diversamente, il detto trasferimento risulta sorretto da una causa di garanzia/soddisfazione, per come inteso nello specifico a rafforzare la pretesa del creditore in chiave recuperatoria della realizzazione del proprio interesse per il caso in cui il debitore non adempia al principale obbligo restitutorio. Tant'è che, in questa prospettiva, è principio acquisito in dottrina quello per cui la causa di garanzia conformi l'attribuzione reale, a partire dalla sua provvisorietà.

Nella specie, tale causa di garanzia si realizza, appunto, in ragione della descritta opzione *put*.

La prova del fatto che l'acquisto delle partecipazioni della *target* sia connotato esclusivamente da una causa di garanzia è comprovato dalla mancanza di una qualsiasi assunzione del rischio d'impresa da parte del finanziatore. Nonostante l'immediato acquisto della titolarità delle partecipazioni sociali, è infatti resa possibile per quest'ultimo, per effetto dell'esercizio dell'opzione, la dismissione di tali partecipazioni, per un prezzo che di regola è pari alla sommatoria del capitale investito e del rendimento che si attendeva dall'investimento.

Come si vede, in questo modo il rischio di deprezzamento delle partecipazioni risulta, a conti fatti, unilateralmente ribaltato sul socio sovvenuto: e questo financo nelle ipotesi estreme in cui il valore venale delle partecipazioni stesse fosse ormai considerevolmente diminuito.

Del resto, non è forse inopportuno rimarcare ulteriormente che costituisce dinamica di fisiologica attuazione del rapporto che, al momento della conclusione del rapporto di investimento mediante la restituzione del *tantundem* con maggiorazione degli interessi per effetto dell'esercizio dell'opzione *put*, i soci sovvenuti tornino ad essere unici titolari di tutte le partecipazioni al capitale della *target*, così come era in origine.

---

<sup>25</sup> Sulla quale si rimanda ai contributi citati alla nota 6.

Da ultimo, non ha all'evidenza nessuna valenza indicativa e nemmeno orientativa la considerazione per cui il finanziatore, divenendo socio, possa incidere sulle modalità di svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa, non essendo da ciò possibile dedurre l'assunzione di una dimensione di rischio non compatibile con quella del finanziatore a titolo di capitale di debito.

In termini più generali, deve infatti essere chiarito che l'attribuzione di una qualsiasi prerogativa a favore del nuovo socio relativa all'attività di impresa svolta dalla *target* – sia essa costituita dall'attribuzione di seggi in consiglio o da altri presidi – si spiega nell'ottica di un potere di controllo e monitoraggio dell'impiego delle proprie risorse, del resto secondo una dinamica nota e diffusa nell'operatività corrente: basta pensare, in proposito, ai c.d. *covenants* annessi ai finanziamenti bancari.

6. *Il diritto restitutorio incondizionato e il carattere discrezionale dell'esercizio dell'opzione.* – Il requisito della natura restitutoria del rapporto (*i.e.* della sussistenza di un diritto incondizionato del creditore alla restituzione del capitale dato a prestito, come pure di un diritto del debitore di rimborsare il capitale e corrispondere gli interessi per vedersi liberate le garanzie prestate) si rinviene proprio nell'opzione di vendita contenuta nel patto parasociale, che, sul piano dell'assetto di interessi complessivamente considerato, viene a disciplinare la fase della restituzione del *tantundem* erogato a titolo di prestito al momento della conclusione e dell'esecuzione del contratto di investimento.

Un rilievo decisivo in tal senso assume il prezzo d'esercizio dell'opzione, laddove quantificato sin da subito in misura pari all'intero capitale investito, sotto qualsiasi forma (*e.g.* aumento di capitale, acquisto di azioni o di strumenti finanziari partecipativi, altri apporti di capitale in qualunque forma e a qualunque titolo effettuati, finanziamenti soci fruttiferi o infruttiferi, prestazione di garanzie a favore di terzi nell'interesse della società), eventualmente maggiorato del rendimento atteso.

Il quadro appena delineato resta immutato a fronte dell'eventuale attribuzione, in favore del socio sovvenuto, di una speculare opzione di acquisto dell'intera partecipazione posseduta dal socio finanziatore.

Di fatti, se il prezzo di esercizio dell'opzione *call* è comunque commisurato al capitale dato a prestito, eventualmente maggiorato di un interesse percentuale originariamente determinato in maniera fissa, ed è dovuto a prescindere dagli esiti economici della società partecipata, l'eventuale previsione congiunta dell'opzione di acquisto in favore del socio sovvenuto viene, sul piano dell'assetto di interessi complessivamente considerato, a realizzare il medesimo risultato, disciplinando la fase della restituzione del *tantundem* erogato a titolo di prestito, non ponendo le (ri)attribuzioni patrimoniali relative alle partecipazioni in termini di scambio o di reciprocità, ma al contrario mettendo in chiara evidenza la concreta prevalenza dell'interesse del socio finanziatore a conseguire la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi.

In effetti, la sostanziale assenza di un qualsiasi interesse definitivo di rango "partecipativo-di investimento" al capitale della *target* emerge con chiarezza se si considera che entrambe le opzioni sono intese propriamente alla dismissione della partecipazione del socio finanziatore e non già all'acquisto, da parte di quest'ultimo, delle azioni dei soci sovvenuti, presentando, per dire, un vettore unilaterale, che non fonda alcuna prospettiva «corrispettiva».

Alla luce di alcune affermazioni che si rinvencono in letteratura, si rende necessaria un'ulteriore considerazione, sempre riguardo al profilo restitutorio dell'operazione creditizia.

Il fatto che l'opzione *put* implichi l'attribuzione di un diritto potestativo, il cui esercizio è per definizione rimesso alla discrezionalità dell'oblato, ha infatti indotto taluni ad escludere la possibilità di riscontrare un diritto incondizionato alla restituzione del capitale – elemento che, in linea con l'impostazione proposta, assume valenza tipologica dei negozi con causa di credito – nel senso che il non essere giuridicamente vincolato a dismettere le partecipazioni acquistate in garanzia implicherebbe la potenziale irrealizzabilità della concreta funzione creditizia, potendo in astratto mancare l'elemento della restituzione<sup>26</sup>.

In questo senso, basta rilevare che, al fine di configurare un diritto incondizionato del finanziatore alla restituzione del capitale, non occorre certo che tale esercizio sia automatico o addirittura obbligatorio. Piuttosto, è vero il contrario, e cioè che l'attribuzione, a favore del finanziatore, della discrezionalità in ordine alla retrocessione o meno delle partecipazioni ai soci originari costituisce una conferma della causa di garanzia/soddisfazione del trasferimento delle partecipazioni della *target*.

Si consideri, infatti, che al soggetto creditore spetterà di decidere, sulla base di una propria valutazione di convenienza, se agire per l'adempimento monetario della prestazione restitutoria (mediante l'esercizio dell'opzione, per come concretamente inteso al recupero della prestazione erogata a favore del sovvenuto) ovvero se soddisfarsi «per equivalente» sulle partecipazioni già precedentemente acquistate in garanzia (il mancato esercizio della *put* determinando il consolidamento dell'attribuzione delle partecipazioni nel patrimonio del finanziatore).

Da questo angolo visuale, risulta quindi evidente che la natura meramente discrezionale dell'esercizio dell'opzione *put* costituisce, in realtà, uno strumento di autoprotezione e di rafforzamento della posizione del creditore.

Pertanto, la discrezionalità connotante l'esercizio della *put* ad un prezzo predeterminato non solo non vale a escludere la natura creditizia dell'operazione, ma, anzi, la conferma, venendo specificamente a evidenziare la funzione satisfattiva del credito, propria dell'eventuale consolidamento in capo al socio finanziatore della titolarità delle partecipazioni della *target*.

Ciò che, tra l'altro, viene in considerazione particolare nell'ottica del divieto del patto commissorio.

A tal riguardo, non è forse inutile osservare che il detto meccanismo propone, per la propria concreta strutturazione, un ulteriore e non trascurabile profilo di criticità. In effetti, la pura discrezionalità del creditore rispetto alla possibilità di trattenere definitivamente le partecipazioni trasferite in garanzia, congiuntamente all'assenza di presidi negoziali correttivi (in specie ispirati al c.d. patto marciano), volti ad assicurare che il valore della prestazione offerta in garanzia non sia superiore al valore del credito restitutorio garantito, grazie ad una valutazione formulata da un terzo esperto e indipendente, al fine di riequilibrare economicamente il rapporto fra le prestazioni, anche mediante la previsione di un obbligo di restituzione al debitore dell'eventuale eccedenza, sono

---

<sup>26</sup> Il riferimento è ancora una volta a F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, par. 7.

tutti elementi che potrebbero condurre al riscontro della nullità della pattuizione per violazione del divieto di patto commissorio (art. 2744 c.c.)<sup>27</sup>.

7. *Il differimento temporale e l'obbligazione accessoria di pagamento degli interessi.* – Risulta intuitivamente più agevole l'indagine circa la sussistenza degli ultimi due profili strutturali, che consentono di qualificare il contratto di finanziamento partecipativo come negozio avente causa creditizia.

Il profilo del differimento temporale (*distantia temporis*) tra l'attribuzione pecuniaria e l'esigibilità del diritto alla restituzione del *tantundem* è facilmente rinvenibile nella previsione della possibilità per il finanziatore di esercitare l'opzione (e così di pretendere la restituzione delle somme erogate e la corresponsione degli interessi) solo a partire da un dato momento, nel concreto assetto di interessi delineato dalle parti al fine di consentire la maturazione del rendimento dell'investimento.

Allo stesso modo, l'esistenza di un'obbligazione di prestazione degli interessi, intesi quale forma tecnica del corrispettivo del differimento, è agevolmente desumibile dall'inclusione, nel prezzo di (ri)vendita delle partecipazioni, del rendimento atteso, che il socio sovvenuto ha l'obbligo di restituire al socio finanziatore unitamente al capitale investito, ancorché tale rendimento non si sia effettivamente realizzato.

8. *La conseguente applicabilità della disciplina anti-usura e l'individuazione delle pattuizioni del contratto da includersi nel calcolo del T.E.G.* – L'argomentata natura creditizia della fattispecie esaminata comporta che le prestazioni pecuniarie effettuate dal finanziatore soggiacciono alla vigente disciplina usuraria.

Al riguardo, la prima notazione da svolgere è quella intesa a evidenziare come la formulazione dell'art. 644 c.p., che definisce la nozione dell'illecito usurario rilevante a qualsiasi fine (ivi inclusi quelli di ordine civilistico: v. Cass., SS.UU., n. 24675/2017), è atta a sottoporre al proprio perimetro applicativo tutte le forme di estrinsecazione dell'autonomia privata, a prescindere dal concreto atteggiarsi del relativo assetto di interessi (e cioè, dal profilo causale dell'operazione considerata) e che la fattispecie usuraria diverge sensibilmente, quanto alla relativa struttura e alle relative modalità di accertamento, in ragione della circostanza che il beneficio usurario sia conseguito da (o promesso a) l'autore dell'illecito nell'ambito di un rapporto dotato di causa creditizia ovvero di altra causa (sinallagmatica così come associativa).

Con riferimento agli interessi, quale nozione che designa il corrispettivo di una «prestazione di denaro» e cioè una prestazione di natura creditizia (arg. ex artt. 1815 e 1858 c.c.), il terzo comma dell'art. 644 c.p. prevede che «la legge stabilisce il limite

---

<sup>27</sup> Secondo l'orientamento ormai stabile della Cassazione, infatti, per evitare la nullità derivante dal divieto di patto commissorio occorre: 1) che il creditore sia tenuto a restituire l'eventuale eccedenza di valore del bene trasmesso in garanzia rispetto al montante del credito garantito; 2) che la determinazione dell'eccedenza del valore del bene dato in garanzia rispetto al credito garantito sia rimessa alla valutazione di un perito «indipendente ed esperto»; 3) che il confronto fra i due valori (quello del bene e quello del credito) sia compiuto al momento dell'inadempimento. Recentemente su questi profili v. A.A. DOLMETTA, *La ricerca del «marciano utile»*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2017, 811 e ss.; cui si rinvia pure per i riferimenti giurisprudenziali (nota 8).

oltre il quale gli interessi sono sempre usurari», con ciò rimandando al meccanismo dei cc.dd. tassi soglia definito dall'art. 2 della L. n. 108/1996, in contrapposizione ai vantaggi usurari originati da contratti con differente profilo causale, per i quali trova invece applicazione la regola del comma 4, che fa dipendere l'integrazione della fattispecie usuraria dal riscontro, da un lato, della sproporzione tra le prestazioni e, dall'altro, dello stato di difficoltà economica di chi l'illecito subisce<sup>28</sup>.

Stante la natura creditizia dell'operazione, trova applicazione il sistema dei cc.dd. tassi soglia, rispetto al quale è preliminare l'individuazione della categoria di operazione sotto la quale il c.d. finanziamento partecipativo deve essere sussunto.

A tal merito, è da ritenersi che, in ragione delle caratteristiche concrete del rapporto, sia corretto ricondurlo alla categoria *sub* n. 10 («altri finanziamenti») dell'elenco contenuto nei pertinenti decreti del Ministro dell'Economia e delle Finanze. Secondo le Istruzioni antiusura della Banca d'Italia, 7, si tratta di categoria dotata di «carattere residuale; vi rientrano tutte le forme di finanziamento non riconducibili ad una delle categorie precedenti». A tale esito conclude l'applicazione dei criteri forniti, sul punto, da un recente provvedimento della Suprema Corte. Il riferimento corre, precisamente, a Cass., 6 giugno 2019, n. 22380, in cui risulta affermato il seguente principio di diritto: «*In tema di interessi usurari, in caso di dubbio circa la riconducibilità dell'operazione all'una o all'altra delle categorie, identificate con decreto ministeriale, cui si riferisce la rilevazione dei tassi effettivi globali medi, si devono individuare i profili di omogeneità che l'operazione stessa presenti rispetto alle diverse tipologie prese in considerazione dai detti decreti, attribuendo rilievo ai parametri normativi individuati dall'art. 2, comma 2, l. n. 108/1996 e apprezzando, in particolare, quelli, tra essi, che, sul piano logico, meglio connotino il finanziamento preso in esame ai fini della sua inclusione nell'una o nell'altra classe di operazioni; in conseguenza, tenuto conto dei rischi e della garanzia prestata, deve ritenersi che il tasso soglia fissato per il finanziamento a stato di avanzamento assistito da ipoteca sia quello previsto ratione temporis per i mutui con garanzia reale*».

Il passaggio successivo è quello di individuare le voci di costo da includersi nel calcolo del tasso rilevante ai fini usurari.

In ragione di quanto si trova affermato nella decisione delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione n. 19597/2020, un simile vaglio dovrà essere operato con riferimento a due differenti ipotesi.

In primo luogo, si tratta di identificare il tasso effettivo globale del finanziamento (TEG) applicabile in assenza di inadempimenti del sovvenuto. In termini di definizione dei criteri giuridici sottesi all'impostazione dell'analisi, va peraltro precisato che la definizione normativa della fattispecie usuraria chiarisce che «per la determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo

<sup>28</sup> Ferma restando, comunque, la rilevanza anche in tale ambito della oggettiva sproporzione tra le prestazioni: tanto maggiore la quale, tanto minore l'esigenza di una indagine sulla effettiva situazione di difficoltà economica del promittente: cfr. A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 147; R. LANZILLO, *La proporzione fra le prestazioni contrattuali*, Padova, 2003, 217. Sull'usura reale, cfr. P. PERLINGIERI, *Sui contratti iniqui*, in *Rassegna di diritto civile*, 2013, fasc. 2, 480; G.E. NAPOLI, *Usura reale e rescissione per lesione*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 401; F. REALMONTE, *Stato di bisogno e condizioni ambientali: nuove disposizioni in tema di usura e tutela civilistica della vittima del reato*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 773; E. QUADRI, *Usura e legislazione civile*, in *Corr. giur.*, 1999, 893; G. OPPO, *Lo "squilibrio" contrattuale tra diritto civile e diritto penale*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 535.

e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito».

In quest'ottica, occorre in particolare richiamarsi all'insegnamento della Suprema Corte in materia, la quale discorre costantemente di «onnicomprensività» della fattispecie usuraria (*inter alia*, Cass. n. 5160/2018), al fine di includere nella composizione del tasso di interesse tutte le spese da reputarsi collegate alla erogazione del credito, giacché sopportate dal finanziato al fine di poter accedere al finanziamento (nesso da presumersi in caso di contestualità tra spesa ed erogazione del prestito<sup>29</sup>), indipendentemente dalla loro natura causale e dalla prestazione che vadano a remunerare, anche là dove il beneficio di cui all'onere non sia direttamente percepito dal finanziatore (così, ad esempio, è pacifico che rientrino le spese di assicurazione sostenute contestualmente all'erogazione del credito anche quando il finanziatore non collochi il prodotto né incassi il relativo premio o eventuali commissioni).

L'assunto è fatto proprio, in sede applicativa del disposto normativo di fonte primaria, dalle pertinenti Istruzioni della Banca d'Italia (C. 14, 15).

In secondo luogo, nella sola ipotesi in cui la verifica che precede restituisca un esito negativo, diverrà necessario interrogarsi sull'usurarietà del finanziamento nell'ipotesi di inadempimento del sovenuto agli obblighi di restituzione del capitale e di pagamento degli interessi (obblighi resi esigibili dall'esercizio, da parte del finanziatore, dell'opzione di vendita della partecipazione).

In questa ipotesi, è peraltro richiesta dalle Sezioni Unite una correzione del tasso soglia rilevante *ratione temporis*, in ragione della necessità di tenere conto della miglioramento media del costo del credito che si verifica ordinariamente in caso di ritardo nel pagamento.

Quanto sopra implica la necessità di includere all'interno del calcolo del costo del credito tutte le voci di costo, in qualsiasi forma e a qualsiasi titolo previste *ex contractu*; e così, ad esempio: *i*) i costi effettivi sopportati dal socio sovenuto in esecuzione degli obblighi assunti con il contratto di investimento; *ii*) i costi effettivi derivanti dalla rinuncia ad un credito dallo stesso vantato nei confronti della società partecipata; *iii*) ai soli fini della verifica dell'usurarietà relativa all'ipotesi dell'inadempimento del debitore, tutti i costi effettivi sopportati dal socio sovenuto in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi di restituzione del capitale e di pagamento degli interessi maturati, derivanti dall'esercizio dell'opzione *put* da parte del socio finanziatore (si pensi alla prestazione dovuta a titolo di penale eventualmente pattuita a carico del sovenuto per il caso di inadempimento delle sopraccitate obbligazioni restitutorie).

9. *Sulla struttura rimediale conseguente al riscontro dell'usurarietà del finanziamento.* – Al fine di identificare le conseguenze rimediali derivanti dal positivo riscontro dell'usurarietà del finanziamento, occorre distinguere in ragione della duplice tipologia di vaglio che si è prospettata *supra*.

---

<sup>29</sup> Cfr. Cass. n. 8806/2017, che ha affermato il seguente principio di diritto: «*in relazione alla ricomprendimento di una spesa di assicurazione nell'ambito delle voci economiche rilevanti per il riscontro dell'eventuale usurarietà di un contratto di credito, è necessario e sufficiente che la detta spesa risulti collegata all'operazione di credito. La sussistenza del collegamento, se può essere dimostrata con qualunque mezzo di prova, risulta presunta nel caso di contestualità tra la spesa e l'erogazione*».

Muovendo dall'ipotesi del superamento del tasso soglia applicabile al rapporto in assenza di inadempimento del sovvenuto, troverà senz'altro applicazione la norma dell'art. 1815, comma 2, c.c., ai sensi della quale «se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi», applicandosi peraltro i termini di rimborso contrattualmente previsti.

Il concreto impatto di tale disposizione si comprende alla luce del richiamo all'art. 644, comma 4, c.p., il quale statuisce che al fine di determinare il tasso si tiene conto «delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito».

Secondo l'interpretazione fornita dall'Arbitro Bancario Finanziario, Coll. Coord. n. 12830/18, «una volta verificato il superamento del tasso soglia rilevante ai fini dell'usura genetica, in virtù della corretta interpretazione del secondo comma dell'art. 1815 cod. civ. – letto in connessione con il quarto comma dell'art. 644 cod. pen. – che sancisce la nullità della clausola, restano colpiti non solo gli interessi propriamente intesi, ma tutti gli oneri e le spese inclusi nel calcolo del TEG, compresi i premi assicurativi, escluse imposte e tasse, che, pertanto, debbono essere restituiti al mutuatario».

In altri termini, la sanzione di *gratuità* del finanziamento si estende anche alle voci di costo accessorie che abbiano concorso a formare il TEG, con la conseguenza della non debenza, dal lato del sovvenuto, dei relativi corrispettivi, in diretta applicazione di quanto prevede l'art. 1815, comma 2, c.c. (il quale non dispone la nullità del contratto di credito bensì una nullità parziale con regime sostitutivo *ex art.* 1419, comma 2, c.c.).

Al riguardo, va precisato che, a stretto rigore, la nullità dei corrispettivi dei contratti, i cui oneri compongono il TEG, attribuirebbe una *actio indebiti* nei confronti della controparte del relativo contratto. Senonché, è pure evidente che in tal caso il terzo contraente maturerebbe una ragione di credito nei confronti del finanziatore, responsabile per la conclusione di un contratto usurario e, come tale, soggetto a sostenere il peso economico della sanzione di cui all'art. 1815, comma 2, c.c.

Col che, dal punto di vista pratico, è ipotizzabile che i costi accessori corrisposti a terzi vadano in via diretta a ridurre corrispondentemente l'obbligazione di restituzione del capitale ricevuto a prestito.

Nel secondo caso (cioè quando il superamento del tasso soglia si dà per l'ipotesi dell'inadempimento del sovvenuto), occorre invece fare riferimento a quanto affermato al riguardo nel più sopra richiamato provvedimento delle SS.UU. n. 19597/2020, in particolare nella parte in cui il Supremo Collegio afferma, da un lato, «la piana applicazione dell'art. 1815 c.c., comma 2» e, dall'altro che «ove l'interesse corrispettivo sia lecito, e solo il calcolo degli interessi moratori applicati comporti il superamento della predetta soglia usuraria, ne deriva che solo questi ultimi sono illeciti e preclusi; ma resta l'applicazione dell'art. 1224 c.c., comma 1, con la conseguente applicazione degli interessi nella misura dei corrispettivi lecitamente pattuiti».

Dunque, quanto affermato dal richiamato arresto implica che tutte le voci di costo andranno eliminate e sostituite con una prestazione a titolo di interessi, calcolata secondo il tasso degli interessi corrispettivi o, nell'ipotesi in cui si dia usura anche in assenza di inadempimenti del sovvenuto, con nessuna prestazione di interessi, in applicazione dell'art. 1815, comma 2, c.c.<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> Salva, forse, la spettanza di un indennizzo *ex art.* 2041 c.c. o, – ma meno probabilmente – degli inte-

In proposito, va osservato che la difficile conciliabilità, tra loro, delle due asserzioni del Supremo Collegio appena riferite<sup>31</sup>, in una con la giovinezza del precedente, non consente allo stato di indicare soluzioni affidanti circa il corretto metodo di «sostituzione» del tasso moratorio usurario con quello quantificato *ex art.* 1224 c.c.<sup>32</sup>.

Si prospetta infatti, in quest'ambito, un'alternativa duplice: o considerare non dovute tutte le voci di costo da includersi nel calcolo del tasso effettivo o considerare nulle esclusivamente le pattuizioni relative alla regolamentazione della mora.

A mio avviso, è fondato aderire alla prima soluzione, sia in coerenza con il principio di natura sistematica che vuole il giudizio di usurarietà (e la conseguente struttura rimediabile dell'art. 1815, comma 2, c.c.) riferito all'operazione creditizia nel suo complesso (arg. *ex art.* 644, comma 4, c.p.)<sup>33</sup>, sia per la natura manifestamente sanzionatoria della norma dell'art. 1815, comma 2, c.c.<sup>34</sup>, sia, infine, in ragione dell'espresso rifiuto – operato dalle Sezioni Unite – di identificare il rimedio per l'usura dei moratori nella mera riduzione degli stessi a una misura adeguata in applicazione dell'art. 1384 c.c. (che è ciò che accadrebbe ove si operasse nella seconda alternativa).

In quest'ottica, il richiamo all'art. 1224, comma 1, c.c. operato dalle Sezioni Unite deve allora essere inteso come criterio di riferimento per identificare un regime sostitutivo post-declaratoria integrale di nullità di tutte le clausole volte a regolamentare il costo del credito.

Resta peraltro inteso, al riguardo, che, ove anche il calcolo dell'usura «originaria» (*i.e.* in assenza di inadempimenti del sovvenuto) restituisca l'esito di un superamento del tasso soglia, non si darà luogo alla maturazione degli interessi nella misura dei corrispettivi *ex art.* 1224 c.c., giacché in tale ipotesi opererà pienamente il regime ablatorio dell'art. 1815, comma 2, c.c., che statuisce la non debenza di alcuna somma promessa nell'ambito del rapporto creditizio (al creditore o a terzi), a titolo di interessi ovvero a qualsiasi altro titolo.

---

ressi legali maturandi a decorrere dal momento dell'inadempimento all'obbligo di restituzione del capitale secondo le scadenze contrattualmente previste.

<sup>31</sup> Cfr. anche A. GENTILI, *Usura e interessi moratori dal punto di vista della ratio legis*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, II, 104,

<sup>32</sup> Invero, le Sezioni Unite sottolineano l'esigenza di verificare l'interesse *concretamente praticato* dopo l'inadempimento (su cui cfr. le considerazioni critiche di G. GUIZZI, *Usura e interessi di mora: e quindi uscimmo a riveder le stelle?*, in *Corr. giur.*, 2020, 1311).

<sup>33</sup> Cfr. F. PIRAINO, *Le Sezioni Unite su usura e interessi moratori: il fine non giustifica i mezzi*, in *Contr.*, 2021, 14: «dato che gli interessi moratori concorrono con tutte le altre voci al superamento del tasso-soglia, ne consegue che gli interessi corrispettivi e le altre remunerazioni di fonte negoziale sono punto non dovuti e, se già prestati, sono ripetibili».

<sup>34</sup> Rileva A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'«usura degli interessi moratori». Spunti critici*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, II, 117 l'incoerenza tra la funzione della norma repressiva dell'usura e la soluzione di prevedere un regime risarcitorio del ritardo nell'adempimento in cui gli interessi si trovano commisurati al tasso di quelli corrispettivi.



# CONFLITTO SOCIETARIO E CURATORE SPECIALE

di *Matteo De Poli*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Cenni sull’istituto della curatela speciale. – 2.1. Sulla sussidiarietà del rimedio. – 3. Conflitto societario e mancanza del rappresentante legale della società. – 4. Curatore speciale e conflitto di interessi. – 4.1. Continua. – 5. Sui poteri del curatore speciale. – 6. Sintesi dei risultati raggiunti e conclusioni.

1. *Premessa.* – A dispetto di quanti hanno sostenuto che l’istituto del curatore speciale processuale, disciplinato dagli artt. 78 c.p.c. ss., abbia scarsa applicazione, o di chi, perfino, ha affermato che tale disposizione non fosse applicabile alle società «perché queste hanno sempre la possibilità di provvedere con mezzi interni alla tutela dei propri interessi»<sup>1</sup>, il conflitto societario che si traduce in una lite giudiziaria – o, più frequentemente, in una serie di liti giudiziarie – pone spesso il tema della rappresentanza della società e del conflitto di interessi del suo rappresentante legale<sup>2</sup>. Accade frequentemente, invero, che il socio che impugna una delibera assembleare tenti di ottenere la nomina di un curatore speciale della società, ossia provi a far sostituire il soggetto cui è attribuita la rappresentanza della società *nel processo* con un terzo, temendo che il naturale rappresentante legale della società tenga una strategia processuale di difesa preconcepita della condotta della società stessa, pure se in contrasto con il suo vero interesse<sup>3</sup>. Tentativo che spesso non va a buon fine perché plateale espressione di strumentalizzazione, figlia dell’agonismo che si ripone in tali controversie.

Con questo scritto si vuole dunque cercare di comprendere quale sia l’appropriata regola di applicazione dell’art. 78 c.p.c. nell’ambito del conflitto societario. In gioco è l’individuazione del più corretto bilanciamento tra la tutela dell’effettività del contradd-

---

<sup>1</sup> S. SATTÀ, *Diritto processuale civile*, 8ª ed., Padova, 1973, 85.

<sup>2</sup> È bene qui precisare che, ai fini che ora ci occupano, rileva solo il conflitto di interessi del legale rappresentante della società, non quello di altri componenti dello stesso organo amministrativo privi di tale potere. In quest’ultimo caso, non l’art. 78 c.p.c. – che è un rimedio processuale – ma altri istituti di natura sostanziale dovranno eventualmente entrare in gioco. Si v. Trib. Milano, 17 maggio 2017, in *giurisprudenza delle imprese.it*, che ricorda che «il problema del conflitto di interessi si pone non già rispetto a tutti gli amministratori indistintamente e genericamente, ma, come emerge dal testo dell’art. 78 c.p.c., solo nei confronti di quello che abbia anche poteri di rappresentanza»; si v. altresì Trib. Roma, 27 luglio 2004, in *dejure.it*, secondo cui «la norma contenuta nell’art. 78, comma 2, c.p.c., ha la esclusiva finalità di garantire la rappresentanza processuale al rappresentato, qualora il rappresentante versi in una situazione di conflitto di interessi, e non già quella di “sterilizzare” l’amministrazione della società dalla presenza di portatori di interessi contrastanti con quelli della controparte processuale, qualora questi ultimi soggetti non abbiano la [legale rappresentanza] della società».

<sup>3</sup> E, comunque, nella controparte vi è sovente il sospetto che così sia, come ha rilevato L. DITTRICH, *Il curatore speciale processuale*, in *Riv. dir. proc.*, 2013, 832, il quale bene descrive i margini di discrezionalità concessi al titolare del diritto di azione o di difesa.

dittorio, da un lato (che mira a governare il rischio che il giudizio sia inutile per il difetto di rappresentanza della società convenuta), e del diritto di difesa dall'altra.

2. *Cenni sull'istituto della curatela speciale.* – Ciò detto in via preliminare, dispone l'art. 78 c.p.c.<sup>4</sup> che vada nominato un curatore alla all'incapace, alla persona giuridica o all'associazione non riconosciuta quando manchi la persona che lo rappresenti (art. 78, comma 1) o quando vi sia conflitto d'interessi tra rappresentante e rappresentato (comma 2)<sup>5</sup>. Terreno elettivo, seppure non esclusivo, della previsione contenuta nel primo comma dell'art. 78 (mancanza della persona fisica che funga da rappresentante) è il diritto di famiglia, mentre quello proprio del secondo comma è il contenzioso societario tra maggioranza e minoranza, specie in società a ristretta base sociale e tanto più in quelle ove l'amministrazione è affidata ad un solo amministratore.

Mentre nel caso di assenza della persona che rappresenti l'ente la nomina è resa necessaria dalla sussistenza di una condizione che impedisce in modo assoluto l'attuarsi, nell'ambito di uno specifico giudizio civile, del meccanismo della rappresentanza, in quello di conflitto di interessi l'esercizio del potere rappresentativo non è materialmente impedito né è certo che esso venga, in concreto, esercitato sviandolo dalla finalità di cura dell'interesse del rappresentato che gli è propria. La mera sussistenza di un rischio che tale sviamento si verifichi – ossia, la mera potenzialità del conflitto di interessi del rappresentante – è però ritenuta dall'ordinamento condizione sufficiente per operare la sostituzione, per via giudiziaria, del naturale rappresentante legale con un terzo – appunto il curatore speciale – ovviamente quando la sostituzione non sia stata effettuata in modo spontaneo. La possibilità di concreto abuso del potere rappresentativo viene in tal modo prevenuta, anziché solo sanzionata *ex post*, e a nulla serve dare dimostrazione che al conflitto d'interessi non seguirebbe alcun abuso e, dunque, alcun pregiudizio per la società<sup>6</sup>. Obiettivo del legislatore è, così, garantire la regolarità effettiva del contraddittorio ed il diritto di difesa del soggetto rappresentato assicurando la coincidenza tra chi ha i poteri processuali di una parte e chi è interessato a tutelare effettivamente gli interessi della stessa<sup>7</sup>. Se è vero che in tal modo si deroga alla regola secondo cui le persone giuridiche stanno in giudizio per mezzo di chi le rappresenta in forza di legge o di statuto (arg. *ex art.* 75, comma 3, c.p.c.), tale eccezione si giustifica per quanto già detto in precedenza, ossia che è necessario prevenire la possibilità che il rappresentante in conflitto di interessi non tuteli adeguatamente gli interessi della società, ledendone il diritto di difesa. Ed è per tale ragione che non vi è dubbio che l'interesse tutelato dall'art. 78, comma 2, c.p.c. sia quello dell'ente di non essere rappresentato da soggetto

<sup>4</sup> Tale disposto affonda le sue ragioni nell'abrogato art. 136, ult. cpv., c.p.c., con il quale si prevedeva che, se la persona che doveva rappresentare il convenuto aveva interesse opposto a quello del rappresentato, il presidente della corte o del tribunale, o il pretore, o il conciliatore, potevano nominare su istanza dell'attore un curatore speciale al convenuto.

<sup>5</sup> Trib. Milano, 17 maggio 2017, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, cit.

<sup>6</sup> Il tema della mera potenzialità del conflitto di interessi "sostanziale" e delle soluzioni efficienti riguardo a tale situazione è stato intensamente indagato dalla dottrina commercialistica, specie nordamericana. A riguardo si v., tra i vari, R. COOTER-B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in *New York University Law Rev.*, 1991, 1045 ss. e 1049 ss.

<sup>7</sup> A. BRIGUGLIO, *Interessi in conflitto e conflitto di interessi nel processo civile*, in *Il Processo*, 2019, 505.

in conflitto di interessi, con la conseguenza che solo esso, e non la propria controparte processuale, potrà dolersi dell'invalidità della costituzione del rappresentante<sup>8</sup>, fermo il fatto che detta invalidità può (e deve) essere rilevata dal giudice d'ufficio in qualsiasi stato e grado del giudizio, anche in Cassazione, se sulla questione non si è formato il giudicato interno<sup>9</sup>. Appare evidente, poi, che la scelta di inibire radicalmente al legale rappresentante in conflitto di interessi di svolgere – in genere ma non sempre, per il tramite del difensore – atti processuali in un determinato giudizio a favore dell'ente rappresentato avvicina la disciplina processuale al regime dell'obbligo di astensione dal compimento di un'operazione in capo all'amministratore delegato di società per azioni in conflitto di interessi di cui all'art. 2391, comma 2, c.c. Le similitudini, però, qui finiscono e l'interprete deve lavorare con un materiale – quello consegnatogli dal legislatore con gli artt. 78-80 c.p.c. – povero e non sempre coerente.

Il curatore speciale di cui parliamo è, dunque, il soggetto che, in un determinato giudizio, prende il posto di colui il quale, secondo la legge o lo statuto, ha il potere di agire nel processo in nome della società medesima (*ex art. 75, comma 3, c.p.c.*)<sup>10</sup>. Di "rappresentanza sostanziale nel processo" si deve parlare, non di "rappresentanza processuale", quale è quella conferita all'istitutore o, eventualmente, al procuratore della parte; né di "rappresentanza tecnica", che è quella del difensore. Il curatore speciale rimarrà il rappresentante sostanziale della società nel processo anche nei casi in cui egli, se avvocato, difenderà in proprio la società, come consentito dall'art. 86 c.p.c.<sup>11</sup>. Di conseguenza, egli non subirà i limiti operativi che soffre invece il mero difensore (*infra*, par. 5).

Di figura squisitamente "processuale" si tratta<sup>12</sup>, come si ricava non solo dalla collocazione delle disposizioni in esame (artt. 78 ss.) all'interno del codice di procedura civile, ma anche dal frammento dell'art. 79, comma 2, c.p.c., ove si menziona un'«altra

<sup>8</sup> In tal senso, Cass., 4 novembre 2015, n. 22566, così massimata in *Guida al dir.*, 4, 2016, 65. Già prima, negli stessi termini, Cass., 29 marzo 1979, n. 1808, in *Riv. notariato*, 1979, 926 ss. e Cass., 11 settembre 2014, n. 19149, in *dejure.it*, e, tra le decisioni di merito, Trib. Biella, 29 luglio 1994, in *Giur. it.*, 1995, I-2, 257 ss.

<sup>9</sup> Che il vizio di costituzione del rapporto processuale possa e debba essere rilevato d'ufficio dal giudice, in ogni stato e grado del giudizio, non è discusso, come da ultimo rilevato da Cass., 20 settembre 2021, n. 25317, in *dejure.it* e con commento di M. GABOARDI, *Azione di responsabilità, conflitto di interessi e nomina del curatore speciale*, in *Riv. soc.*, 2022, 272 ss. La sentenza della Cassazione da ultimo citata affronta il tema della sostituzione del legale rappresentante della società in conflitto di interessi con altro legale rappresentante che non si trovi in quella stessa condizione: una volta verificatasi tale sostituzione, portata all'attenzione del giudicante, questi deve statuire il venir meno della nomina del curatore speciale e dare termine alla società ai sensi dell'art. 182 c.p.c. per costituirsi a mezzo del suo legale rappresentante.

<sup>10</sup> Il concetto di "rappresentanza" di cui all'art. 75 c.p.c. comprende sia la rappresentanza volontaria, sia quella c.d. "organica", avente l'effetto che il titolare dell'organo realizza direttamente l'attività dell'ente. Così, *ex multis* e riassuntivamente, C. MANDRIOLI, *Diritto processuale civile*, vol. I, 27<sup>a</sup> ed., Torino, 2019, 339 ss.

<sup>11</sup> Ai sensi del quale la parte o la persona che la rappresenta o assiste, quando ha la qualità necessaria per esercitare l'ufficio di difensore con procura presso il giudice adito, può stare in giudizio senza il ministero di altro difensore. In sostanza, il curatore speciale rappresenta la parte, e non – quando riveste anche la carica di difensore nel giudizio – la rappresenta solo tecnicamente nel processo. Sulla differenza tra rappresentante legale e rappresentante tecnico, quando il primo è un legale: Cass., 19 maggio 2010, n. 12290, massimata in *Guida al dir.*, 29, 2010, 60 s.

<sup>12</sup> Invero, come sostenuto a partire dalla più autorevole dottrina processualciviltistica del secolo scorso, l'art. 78 c.p.c. è «norma schiettamente processuale, che ha la sua giustificazione soltanto nella urgenza di provvedere alle esigenze del processo»: così S. SATTA, *Commentario al codice di procedura civile*, vol. I, Milano, 1966, 269.

parte in causa», o quello, ancor più esplicito, del successivo art. 80, comma 1, che parla di «ufficio giudiziario davanti al quale si intende proporre la causa». Muovendosi l'art. 78 c.p.c. solo all'interno della dimensione processuale, esso né regola casi di conflitto "sostanziale" di interessi<sup>13</sup>, né – almeno *prima facie* – attribuisce al curatore speciale poteri diversi da quelli esercitabili nel processo dal rappresentante legale della società (*infra*, par. 5). La disciplina di tali ipotesi andrà dunque ricercata all'interno di altre disposizioni, contenute questa volta nel codice civile<sup>14</sup>, ossia, quanto meno, l'art. 1394 *Conflitto di interessi*, e l'art. 1395 *Contratto con sé stesso* per quanto riguarda fattispecie caratterizzate da confusione tra potere deliberativo e potere rappresentativo<sup>15</sup>; o gli artt. 2391 *Interessi degli amministratori*, 2391-bis *Operazioni con parti correlate*, 2475-bis *Conflitto di interessi*, 2497-ter *Motivazione delle decisioni*, ove vi è, invece, separazione tra i due poteri ed è in gioco il corretto esercizio del potere deliberativo<sup>16</sup>.

La disciplina di questo istituto si concentra in tre articoli: (i) il citato art. 78, che confina la regolamentazione del caso di conflitto di interessi alla scarna previsione contenuta nel secondo comma («Si procede altresì alla nomina di un curatore speciale al rappresentato, quando vi è conflitto d'interessi col rappresentante»), spingendo così l'interprete a gestire le inevitabili lacune mediante l'applicazione analogica a questa fattispecie della più ricca disciplina prevista per il caso di mancanza della persona che rappresenta o assiste l'incapace, la persona giuridica o l'associazione non riconosciuta di cui al primo comma: «Se manca la persona a cui spetta la rappresentanza o l'assistenza, e vi sono ragioni di urgenza, può essere nominato all'incapace, alla persona giuridica o all'associazione non riconosciuta un curatore speciale che li rappresenti o assista finché subentri colui al quale spetta la rappresentanza o l'assistenza» (l'enfasi è di chi scrive)<sup>17</sup>; (ii) l'art. 79 *Istanza di nomina del curatore speciale*, che attribuisce

<sup>13</sup> Sul concetto di conflitto di interessi endosocietario si v. quanto scritto da P. MONTALENTI, *Conflitto di interessi e funzioni di controllo: collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, revisori*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 555 s.: l'A., dopo aver osservato come «il conflitto di interessi è una disciplina senza fattispecie», e ciò dal momento che «la nozione stessa di interesse non è univoca; univoco non è il concetto di interesse sociale, termine relazionale a cui si rapporta l'interesse altro», nondimeno cerca – a detta di chi scrive, riuscendoci – di definirla quale «perseguitamento di uno specifico vantaggio proprio (o per conto altrui) a scapito dell'interesse altro (l'interesse sociale)». Su conflitto di interessi e amministratori di società di capitali, si v. anche ID., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 141 ss.

<sup>14</sup> O in leggi speciali. Tra le varie, va qui ricordata la disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di banche contenuta nell'art. 53, comma 4, t.u.b.

<sup>15</sup> Come quelle in cui vi è un organo gestionale monocratico o un amministratore delegato.

<sup>16</sup> Per questo distinguo si v. Cass., 26 settembre 2005, n. 18792, in *dejure.it*.

<sup>17</sup> Si osservi fin d'ora che il secondo comma dell'art. 78 c.p.c. non fa alcun riferimento all'"urgenza" di provvedere che, invece, il primo comma pone a condizione della nomina. Ciononostante, deve ritenersi che detta previsione sia applicabile analogicamente anche al caso disciplinato dal secondo comma e che, pertanto, l'urgenza si ponga come condizione per ottenere la nomina del curatore speciale anche in questo caso. Peraltro, se è vero che, salvo casi eccezionali, l'avvio di una lite ad opera dell'ente rappresentato da soggetto in conflitto di interessi non integra, di per sé, la condizione dell'urgenza, consentendo pertanto – meglio: imponendo – l'attivazione dell'eventuale meccanismo statutario di sostituzione – salvi, lo si ripete, i casi di difficoltà ad attivare tali meccanismi e di concomitante urgenza di agire –, altrettanto non può dirsi nel caso classico di iniziativa intrapresa dalla controparte processuale della società. In questo caso, invero, il soggetto che avvia tale lite corre il rischio di subire la nullità dell'atto di citazione quando la propria controparte, al momento della notifica, sia rappresentata da soggetto in conflitto di interessi. La richiesta di nomina del curatore speciale, pertanto, è necessaria sia per garantire alla società convenenda la possibilità di esercizio del diritto di difesa, sia per assicurare all'attore la validità degli atti processuali da questi compiuti (così, M. FABIANI, *Il curatore speciale e le liti societarie*, in *Società*, 2020, 602) e tale necessità integra di per sé

la legittimazione a domandare la nomina del curatore speciale al pubblico ministero<sup>18</sup>, alla persona che deve essere rappresentata o assistita, sebbene incapace, nonché ai suoi prossimi congiunti e, per quanto qui ci interessa, al rappresentante in caso di suo conflitto di interessi con la società rappresentata, o a «qualunque altra parte in causa che vi abbia interesse» (art. 79, comma 2, c.p.c.), ossia, *in primis*, la parte che intende agire contro la società il cui rappresentante è in conflitto di interessi; *(iii)* infine, l'art. 80 *Provvedimento di nomina del curatore speciale*, che regola, al suo primo comma, la competenza ad adottare il provvedimento di nomina (posta in capo al giudice di pace o al presidente dell'ufficio giudiziario davanti al quale s'intende proporre la causa) e, al suo secondo comma, le modalità di svolgimento del procedimento di nomina («Il giudice, assunte le opportune informazioni e sentite possibilmente le persone interessate, provvede con decreto») e di comunicazione del provvedimento (da comunicarsi «al pubblico ministero affinché provochi, quando occorre, i provvedimenti per la costituzione della normale rappresentanza o assistenza dell'incapace, della persona giuridica o dell'associazione non riconosciuta»)<sup>19</sup>.

Disciplina molto scarna, come già detto, foriera di molte incertezze applicative, parte delle quali, per il loro carattere squisitamente processuale, staranno al di fuori dell'ambito di questa riflessione, che si concentrerà quasi esclusivamente, invece, sui requisiti per la nomina del curatore speciale e l'ambito dei suoi poteri.

2.1. *Sulla sussidiarietà del rimedio.* – Ispirandosi a soluzioni maturate nel contesto del diritto di famiglia, taluni hanno sostenuto che la nomina di un curatore speciale al rappresentato è possibile solo quando manchi una disposizione specificamente diretta all'eliminazione del conflitto di interessi con il rappresentante; diversamente, quando in una determinata materia l'ordinamento appresta uno specifico rimedio a tale situazione, è tale rimedio che andrà applicato.

La trasposizione alla materia societaria di principi elaborati in materia familiare, pe-

---

l'urgenza nel provvedere (così anche A. STESURI, sub art. 78, in *Commentario del codice di procedura civile*, diretto da L.P. COMOGGIO-C. CONSOLO-B. SASSANI-R. VACCARELLA, Torino, 2012, 1040). Sul punto si v., in via generale, C. MANDRIOLI, *op. loc. ult. cit.*; ID., *Delle parti e dei difensori*, in *Commentario del codice di procedura civile*, a cura di E. ALLORIO, vol. I, Torino, 1973, 918; e S. SATTA, *op. loc. ult. cit.*

<sup>18</sup> Si tende però ad escludere che il pubblico ministero possa nominare il curatore speciale in caso di conflitto di interessi: così V. ANDRIOLI, *Commento al codice di procedura civile*, 3<sup>a</sup> ed., Napoli, 1957, 228.

<sup>19</sup> L'art. 1, comma 31, l. 26 novembre 2021, n. 206 *Delega al Governo per l'efficienza del processo civile e per la revisione della disciplina degli strumenti di risoluzione alternativa delle controversie e misure urgenti di razionalizzazione dei procedimenti in materia di diritti delle persone e delle famiglie nonché in materia di esecuzione forzata* ha *(i)* integrato il primo comma dell'art. 80 c.p.c. con il seguente periodo: «Se la necessità di nominare un curatore speciale sorge nel corso di un procedimento, anche di natura cautelare, alla nomina provvede, d'ufficio, il giudice che procede», e ha poi *(ii)* aggiunto un terzo comma, di tale tenore: «Al curatore speciale del minore il giudice può attribuire nel provvedimento di nomina, ovvero con provvedimento non impugnabile adottato nel corso del giudizio, specifici poteri di rappresentanza sostanziale. Il curatore speciale del minore procede al suo ascolto. Il minore che abbia compiuto quattordici anni, i genitori che esercitano la responsabilità genitoriale, il tutore o il pubblico ministero possono chiedere con istanza motivata al presidente del tribunale o al giudice che procede, che decida con decreto non impugnabile, la revoca del curatore per gravi inadempienze o perché mancano o sono venuti meno i presupposti per la sua nomina». Ai sensi del comma 37 del medesimo articolo, queste due disposizioni si applicano ai procedimenti instaurati a decorrere dal centottantesimo giorno successivo alla data di entrata in vigore della legge in commento.

rò, non funziona. Lì il tema del conflitto di interessi tra genitori e figlio trova in una puntuale disposizione, l'art. 320, comma 6, c.c., la propria prima risposta e nell'art. 78 c.p.c. un rimedio meramente sussidiario (ma, anche, eccezionale)<sup>20</sup>. Invero, l'art. 320, comma 6, c.c., dispone che, nel caso di conflitto di interessi patrimoniali tra il figlio ed i genitori che esercitano la responsabilità genitoriale, il giudice tutelare nomina al figlio un curatore speciale, che sarà titolare di rappresentanza sostanziale così come processuale, vanificando l'utilità, in caso di lite, di una nomina *ad hoc* ai sensi dell'art. 78 c.p.c.<sup>21</sup>. Per contro, nel diritto societario non vi è una previsione relativa al caso di mancanza del legale rappresentante o di suo conflitto di interessi che, quanto agli effetti, sia simile all'art. 320 c.c. Invero, l'autorità giudiziaria è chiamata a nominare nuovi amministratori solo nel procedimento ex art. 2409 c.c., ma è da escludersi che esso sia una valida alternativa alla nomina del curatore speciale non solo perché le condizioni di applicazione dell'art. 78 c.p.c. non coincidono, se non eccezionalmente, con le gravi irregolarità di cui all'art. 2409 c.c., ma anche per la complessità e la lungaggine di detto procedimento rispetto alle esigenze di costituzione del rapporto processuale sottese alla disciplina degli artt. 78 ss. c.p.c. Né gioverebbe l'avvio di un procedimento cautelare perché mancherebbe una decisione di merito i cui effetti assicurare provvisoriamente<sup>22</sup>.

Pur essendo vero, allora, che l'art. 78 c.p.c. entra in gioco solo quando il conflitto di interessi non è stato spontaneamente rimosso o altrimenti sterilizzato<sup>23</sup>, il tema della sussidiarietà del rimedio va inteso in modo affatto diverso da quello della materia familiare e ha scarsa importanza pratica e nulla efficacia dirimente<sup>24</sup>.

<sup>20</sup> Così Cass., 26 ottobre 1981, n. 5591, in *Riv. notariato*, 1982, 115 ss., oltre a Cass., 10 agosto 1982 Cass., 10 agosto 1982 n. 4491, massimata in *dejure.it*. In dottrina, v. A. NAPPI, sub art. 78, in *Codice di procedura civile commentato*, diretto da C. CONSOLO, Milano, 2010, 880 ss.

<sup>21</sup> A riguardo v. Cass., 28 marzo 2017, n. 7889, in *dejure.it*.

<sup>22</sup> Il punto sembra indiscusso. *Ex multis* v. M. MONTANARI, *Società per azioni e nomina di curatore speciale oltre i confini della lettera dell'art. 78 c.p.c.*, nt. a Trib. Genova, 28 dicembre 2017, in *Società*, 2018, 1187 ss.

<sup>23</sup> Anche A. NAPPI, *op. loc. ult. cit.* sostiene che l'art. 78 c.p.c. ha valore meramente suppletivo rispetto alla disciplina sostanziale della materia: si v. a breve.

<sup>24</sup> Un tema di sussidiarietà si pone, per taluni, in forza di quanto dispone l'art. 2393-bis, comma 3, c.c. Se l'azione di responsabilità è promossa dalla minoranza, la società deve essere chiamata in giudizio e l'atto di citazione è ad essa notificato anche in persona del presidente del collegio sindacale. Una parte molto minoritaria della dottrina sostiene che, una volta notificatogli l'atto di citazione, il presidente del collegio sindacale acquisti il potere di rappresentare la società in giudizio, cosa che, pertanto, escluderebbe la necessità di nominare un curatore speciale. Così F. AULETTA, sub art. 2393, in *La riforma delle società: commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. SANDULLI-V. SANTORO, Torino, 2003, 486 ss. Più seguita, e da noi condivisa, è la tesi secondo cui detta disposizione si limita a conferire al presidente del collegio sindacale una rappresentanza circoscritta alla ricezione della notifica (aggiungiamo che si può forse pensare che detta notifica funga anche da segnale di allarme per il collegio sindacale): così R. RORDORF, *I poteri degli azionisti di minoranza nel Testo Unico sui mercati finanziari*, in AA.VV., *Scritti di diritto societario in onore di V. Salafia*, Milano, 1998, 163 ss.; R. BERNABAI, sub art. 2393-bis, in *Commentario dei processi societari*, diretto da G. ARIETA-F. DE SANTIS, Torino, 2007, 1210 ss.; E. DALMOTTO, sub artt. 2393-2393-bis, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, Torino, 2004, 785 ss. e spec. 807. *Contra*, F. PERNAZZA, sub art. 2393-bis, in *Codice commentato delle società*, diretto da G. BONFANTE-D. CORAPI-L. DE ANGELIS-V. NAPOLEANI-R. RORDORF-V. SALAFIA, Milano, 2011, 916 ss. Si v. anche la posizione "possibilista" di S. DALLA BONTÀ, *Contenzioso societario e curatore speciale: note minime in tema di applicabilità (ed opportunità) della nomina ex art. 78, comma 2, c.p.c. in pendenza di azioni di responsabilità sociale di impugnativa di delibere consiliari*, nt. a Trib. Verona, 8 ottobre 2012, in *Corr. giur.*, 2013, 985 ss.

Pertanto, ogni qualvolta un'azione sia promossa nei confronti della società<sup>25</sup> o quando questa, pur promuovendo l'azione, non sia in grado di attivare gli eventuali meccanismi statuari di sostituzione del rappresentante legale in conflitto di interessi, null'altro si potrà fare se non domandare la nomina del curatore speciale ai sensi dell'art. 78 c.p.c.

3. *Conflitto societario e mancanza del rappresentante legale della società.* – Partiamo dall'analisi della più rara ipotesi di nomina del curatore speciale per mancanza del legale rappresentante della società<sup>26</sup>. Il caso classico consiste nella morte del legale rappresentante della società convenendo in giudizio, o nella sua revoca, non seguita dalla sua spontanea sostituzione ed in assenza di un meccanismo statuario, quale quello della vicepresidenza<sup>27</sup>, di automatica sostituzione del legale rappresentante mancante o impossibilitato ad esercitare le proprie funzioni. Se il defunto era amministratore unico o liquidatore<sup>28</sup> – o, comunque, quando la rappresentanza doveva essere esercitata congiuntamente ad altro o ad altri soggetti e uno di questi muoia<sup>29</sup> (ma, per analogia, alla stessa soluzione si dovrebbe giungere quando essi non trovino un accordo<sup>30</sup>) – e vi è l'indifferibile esigenza di rappresentanza della società nel processo, deve essere chiesta la nomina di un curatore speciale perché né l'assemblea né l'eventuale organo di controllo sono investiti del potere di supplenza nella rappresentanza della società.

<sup>25</sup> Come abbiamo già sottolineato, alla controparte processuale della società che agisce in giudizio, tanto più se nell'ambito di un procedimento cautelare, non si può chiedere né di stimolare né di attendere l'esperimento del meccanismo di sostituzione del rappresentante della società. In tali casi, la sostituzione spontanea del legale rappresentante in conflitto di interessi può riprendere rilevanza nel caso di previa audizione del legale rappresentante prima dell'emissione del provvedimento seguita dalla scelta della società di procedere alla sostituzione di questi.

<sup>26</sup> Non della società, che deve pertanto essere esistente: si v. Cass., 5 aprile 2022, n. 11003, in *One Legale*, secondo cui, ai fini della notificazione del ricorso per cassazione a una società straniera, cancellata e non ricostituita, non può procedersi alla nomina, ai sensi dell'art. 78 c.p.c., di un curatore speciale per ricevere l'atto, in quanto la predetta curatela presuppone l'esistenza del soggetto rappresentato, con l'effetto che è necessario individuare i successori della società estinta, nei cui confronti il processo deve proseguire. Quando la società di cui si discute in causa è amministrata da una persona giuridica, si può dare sia il caso di morte del soggetto da questa designato per il concreto svolgimento della funzione gestoria, sia quello di venire meno (ossia, di "estinzione", pur con tutti i dubbi evidenziati da M.S. SPOLIDORO, *Seppellimento prematuro. La cancellazione delle società di capitali dal registro delle imprese ed il problema delle sopravvenienze attive*, in *Riv. soc.*, 2007, 823 ss., e ID., *Effetti sostanziali della cancellazione delle società: sopravvenienze attive e passive*, in *Riv. soc.*, 2017, 913 ss.) della persona giuridica designante. Nel primo caso la sostituzione spetterà di certo alla designante; nel secondo alla società in causa.

<sup>27</sup> Si v. Cass., 7 dicembre 1982, n. 6683, massimata in *dejure.it*, in un caso di vacanza dalla carica del presidente di un club ma di presenza di un vicepresidente. Si è qui rigettata la richiesta di nomina del curatore speciale.

<sup>28</sup> Si v. a riguardo Cass., 9 maggio 1985, n. 2878, in *Giust. civ.*, 1985, I, 3094 ss., secondo cui, nel caso di morte dell'unico liquidatore di una società per azioni, i poteri di rappresentanza dei precedenti amministratori non rivivono e la società in questione manca di un legale rappresentante, con l'effetto che il collegio sindacale e l'assemblea debbono agire per giungere alla nuova nomina del liquidatore. Se ciò si verifica nel corso di una causa, deve essere nominato a favore della società un curatore speciale.

<sup>29</sup> Come nel caso deciso da Comm. trib. centr., 4 dicembre 1986, n. 9414, massimata in *dejure.it*, che ha dichiarato inammissibile per difetto di legittimazione l'istanza di fissazione del ricorso ex art. 44 d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 636 presentata da uno solo dei due liquidatori, l'altro essendo defunto.

<sup>30</sup> Come nel caso deciso da Trib. Genova, 28 dicembre 2017, in *Società*, 2018, 1183 s., con nt. di M. MONTANARI, *op. cit.*, 1184 ss., e da App. Firenze, 9 febbraio 1963, in *Giur. tosc.*, 1963, 514, ove la rappresentanza era condivisa tra due soci rappresentanti ciascuno la metà del capitale sociale.

Se ne ricava che, ad esempio, la notifica dell'atto di citazione, o di un'istanza di liquidazione giudiziale, nei confronti di società che in quel momento è acefala, se non sanata dalla costituzione della stessa a mezzo di un nuovo rappresentante legale, è nulla per la sua inidoneità a costituire un valido rapporto processuale con la società convenuta<sup>31</sup>.

Se, invece, l'organo amministrativo era pluripersonale ed operava in modo collegiale, in caso di sopravvenuta mancanza del legale rappresentante la rappresentanza passerà a favore di chi sia indicato come titolare di detto potere, in via di supplenza, nel registro delle imprese<sup>32</sup>. In difetto di una simile indicazione, sarà integrato l'elemento dell'"assenza" del legale rappresentante.

Peraltro, il concetto di "mancanza" di cui all'art. 78, comma 1, c.p.c. è stato, in casi specifici, dilatato fino a ricomprendervi vicende dal ben maggior grado di opinabilità rispetto a quello di mera assenza per morte o altre cause naturali, quali: (i) l'irreperibilità del legale rappresentante della società e, perfino, (ii) lo stallo decisionale.

Nel primo caso, si trattò dell'impossibilità di rintracciare l'amministratore unico e legale rappresentante di una società di persone nell'urgenza di proporre un ricorso per cassazione i cui termini di presentazione stavano scadendo. Il giudice adito, ossia la S.C., nominò un curatore speciale trattando l'irreperibilità della persona fisica come una forma di "mancanza"<sup>33</sup>. Il caso ebbe poi un interessante epilogo, che discuteremo nel corso del lavoro.

La seconda ipotesi riguardò invece uno stallo decisionale all'interno del consiglio di amministrazione di una società per azioni riguardante la scelta del legale che assistesse la società convenuta in giudizio nel procedimento di impugnazione della delibera di approvazione del bilancio. Il Tribunale di Genova<sup>34</sup> ritenne in quell'occasione che la paralisi dell'organo amministrativo giustificasse la nomina di un curatore speciale in quanto ritenne esservi "mancanza" del rappresentante ex art. 78 c.p.c. anche quando il rappresentante esiste ma, nondimeno, non può dispiegare i propri poteri<sup>35</sup>. Osserviamo però che, se, come si ricava dalla lettura del provvedimento di nomina, il presidente del consiglio di amministrazione aveva il potere di nominare il procuratore alle liti senza

---

<sup>31</sup> Così Cass., 17 aprile 2019, n. 10754, massimata in *Guida al dir.*, 44, 2019, 84: «La società, che agisce a mezzo del suo rappresentante legale, non può essere convenuta in giudizio, qualora manchi il soggetto che ricopre tale carica, per essere lo stesso deceduto e non sostituito, occorrendo a tal fine la nomina di un curatore speciale». Si v. anche Trib. Roma, 22 aprile 1998, così massimata in *Giur. it.*, 1999, I, 749: «Nell'ipotesi in cui una società di persone, nei confronti della quale sia stata proposta istanza di fallimento, manchi della persona fisica legalmente investita del potere di rappresentarla in giudizio, il tribunale deve porre a carico del creditore precedente l'onere di domandare la nomina di un curatore speciale per la società debitrice ai sensi dell'art. 78 c.p.c.». Si trattava della validità della notifica di un'istanza di fallimento eseguita nei confronti di una società priva del socio autorizzato a rappresentarla perché deceduto. Il Tribunale di Roma ne ha decretato la nullità.

<sup>32</sup> Ciò vale sia nelle società azionarie sia nelle società a responsabilità limitata in forza del rinvio operato dall'art. 2475, comma 2, c.c. all'art. 2383, comma 4, c.c.

<sup>33</sup> Cass., 9 giugno 2005, n. 12170, in *dejure.it*.

<sup>34</sup> Trib. Genova, 28 dicembre 2017, *loc. ult. cit.*

<sup>35</sup> Di diverso avviso è stato invece Trib. Milano, 21 novembre 2016, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, secondo cui la paralisi gestionale di una s.n.c., che a causa del conflitto tra i soci, produce l'impossibilità di arrivare a una compiuta formazione della volontà sociale non può essere superata attraverso la nomina di un curatore speciale per il compimento di singoli atti.



deferire la scelta al *plenum consiliare*<sup>36</sup> e invece – per ragioni che non manchiamo di comprendere ma che pur sempre sono di sola opportunità – ha preferito autolimitare tale propria potestà, ebbene, il Tribunale avrebbe dovuto a nostro avviso respingere la richiesta perché non di mancanza del titolare del potere rappresentativo si trattava ma di *abdicazione* all'esercizio di tale potere. Si era, pertanto, al di fuori non solo della lettera dell'art. 78 c.p.c. ma, anche, della sua *ratio*<sup>37</sup>.

Infine, un'ipotesi di “mancanza” fu ravvisata anche nel caso di società di persone cancellata dal registro delle imprese nonostante la liquidazione non fosse terminata. Di fronte alla pretesa dei singoli soci di far valere in giudizio diritti già di titolarità della società, la Corte d'Appello di Napoli ha affermato che l'unico soggetto deputato al loro esercizio era un curatore speciale<sup>38</sup>. Tesi che appare non più sostenibile dopo le più recenti acquisizioni giurisprudenziali che riconoscono la titolarità dell'ex socio ad esercitare, a determinate condizioni, i diritti già della società cancellata dal registro delle imprese<sup>39</sup>.

4. *Curatore speciale e conflitto di interessi.* – Almeno fino all'importante ordinanza della S.C. della fine del 2021<sup>40</sup>, l'analisi dei provvedimenti giurisdizionali di nomina di

<sup>36</sup> Invero, si scrive che «benché regole statutarie abilitino il Presidente del C.d.A. a rilasciare procure generali e speciali nell'ambito delle materie non riservate all'organo collegiale di gestione, il C ha preferito per due volte rimettere all'intero C.d.A. la concreta determinazione dello studio legale cui chiedere assistenza».

<sup>37</sup> Critico è stato anche l'A. che ha commentato la decisione (M. MONTANARI, *op. cit.*, 1186), il quale, però, fonda tale sua contrarietà sulla convinzione che prima di ricorrere alla nomina di un curatore speciale avrebbero dovuto essere vagliati altri rimedi, quali la denuncia *ex art.* 2409 c.c., la revoca degli amministratori, la proposizione di un ricorso *ex art.* 700 c.p.c.

<sup>38</sup> App. Napoli, 26 gennaio 2011, massimata in *One Legale*: «In seguito alla novella apportata dal d.lgs. n. 6/2003 al testo dell'art. 2495 c.c. la cancellazione dal Registro delle Imprese fa presumere, come per le società di capitali, anche per le società di persone il venir meno della capacità e della legittimazione dell'ente, pur nella permanenza di rapporti o azioni in cui essa era parte. In ipotesi siffatte, analogamente, non può riconoscersi ai singoli soci la legittimazione a far valere in giudizio diritti la cui titolarità era di competenza della società prima della cancellazione, in quanto unicamente esercitabili da parte di un curatore speciale, nominato *ex art.* 78 c.p.c., deputato al completamento delle attività non ultimate dal liquidatore prima della cancellazione». Nello stesso senso già Trib. Monza, 24 dicembre 1987, in *Giust. civ.*, 1988, I, 1032 s.

<sup>39</sup> Si v. ad esempio, Cass., 25 marzo 2021, n. 8521, in *One Legale*.

<sup>40</sup> Ci si riferisce a Cass. 7 dicembre 2021, n. 38883, in *Società*, 2022, 882 ss. (con ampio commento di M. SPADARO, *Il conflitto di interessi e la nomina del curatore speciale nelle cause societarie*, 888 ss.) secondo cui «Non sussiste un conflitto immanente di interessi, tale da condurre in ogni caso alla nomina di un curatore speciale *ex art.* 78 c.p.c., nei giudizi di impugnazione delle deliberazioni assembleari di società, in cui il legislatore prevede la legittimazione passiva esclusivamente in capo alla società, in persona di chi ne abbia la rappresentanza legale; né è fondata una valutazione di conflitto di interessi in capo all'amministratore, solo in quanto la deliberazione assembleare abbia ad oggetto profili di pertinenza dello stesso organo gestorio (come per l'approvazione del bilancio sociale d'esercizio che l'organo amministrativo abbia come per legge redatto o per la deliberazione di determinazione dei compensi dell'organo gestorio *ex art.* 2389 c.c. o per la delibera di autorizzazione al compimento di un atto gestorio *ex art.* 2364, comma 1, n. 5, c.c., *etc.*), posto che ravvisarvi un'immanente situazione di conflitto di interessi indurrebbe alla nomina di un curatore speciale alla società in tutte o quasi tutte le cause di impugnazione delle deliberazioni assembleari o consiliari, con l'effetto discorsivo, non voluto dal legislatore processuale, per cui il socio impugnante tenterebbe sempre di ottenere, mediante il surrettizio ricorso al procedimento di nomina di un curatore speciale alla società *ex art.* 78 c.p.c., l'esautoramento dell'organo amministrativo dalla decisione delle strategie di tutela a nome della stessa».

curatore speciale in materia societaria evidenziava poche acquisizioni davvero salde<sup>41</sup> e una netta contrapposizione tra un filone, certamente maggioritario, decisamente “restrittivo” quanto alle condizioni per giungere alla nomina del curatore speciale, e un altro, minoritario, più “permissivo”: orientamento, quest’ultimo, oggetto di forti critiche da una parte consistente e qualificata della dottrina, tese a denunciare un preteso atteggiamento di eccessiva indulgenza riguardo la sussistenza del conflitto di interessi. La punta di diamante dello schieramento maggioritario – le cui idee si ritrovano nella citata ord. 38883/2021 della S.C. – rimane Satta, di cui è la lapidaria affermazione secondo cui intravedere un conflitto di interessi nel legale rappresentante della società ogniquale volta questi sia legato fiduciariamente alla maggioranza deliberante è un «autentico abuso»<sup>42</sup>.

Merita dunque soffermarsi con la dovuta attenzione su tali orientamenti, iniziando da quello maggioritario – reso certamente più solido di quanto non era già in precedenza dalla citata recente pronuncia della S.C. – secondo cui si è in presenza di un conflitto di interessi solo in caso di incompatibilità *giuridica* tra le due contrapposte posizioni processuali e di formale coincidenza tra la persona fisica che rappresenta la società e la controparte processuale<sup>43</sup>; ossia – questa volta con parole nostre – in ogni caso di “contenzioso con sé stesso”. La coincidenza formale è dunque intesa (correttamente) come presunzione di compromissione del diritto di difesa della società e, per tale ragione, la rappresentanza sostanziale della società nel processo va attribuita ad altro soggetto. Ove non sia possibile una sostituzione per linee interne, andrà allora nominato un curatore speciale *ex art. 78, comma 2, c.p.c.* Stanno di conseguenza al di fuori della fatti-

<sup>41</sup> Consenso appare esservi sull’esigenza di nomina del curatore speciale in caso di azione di responsabilità contro l’amministratore che, al momento dell’esercizio dell’azione, sia il legale rappresentante della società. Si v., ad es., per quanto riguarda l’azione di responsabilità esercitata dal socio di società a responsabilità limitata, la recentissima Cass., 20 settembre 2021, n. 25317, cit., secondo cui, nell’azione promossa ai sensi dell’art. 2476 c.c., la società è litisconsorte necessario e l’amministratore, in quanto munito di poteri di rappresentanza dell’ente, versa *sempre* in una situazione di conflitto di interessi che giustifica la nomina di un curatore speciale. Negli stessi termini anche Cass., 26 maggio 2016, n. 10936, in *dejure.it*, che rileva come in questo caso sia sufficiente la mera potenzialità del conflitto, «non essendo necessaria l’evidente ricorrenza di sintomi indicativi dell’effettività del conflitto»; e Trib. Roma, 22 maggio 2007, in *Foro it.*, 2008, I, 307 ss. e spec. 314.

<sup>42</sup> Così, S. SATTA, *op. cit.*, 270, richiamato e seguito – in occasione del provvedimento con cui è stata disposta dal Tribunale di Padova la nomina di un curatore speciale nel caso della “scalata” di AntonVeneta (riguardo alla quale si v. a breve) – con non minore *vis* polemica da G. CHIZZINI, *Precisazioni in tema di nomina di curatore speciale ex art. 78 c.p.c. (nella nota vicenda societario-giudiziale dell’AntonVeneta)*, nt. a Trib. Padova, 20 maggio 2005 e Trib. Padova, 13 luglio 2005, in *Giur. it.*, 2006, I, 571.

<sup>43</sup> Così, ad es., Trib. Monza, 29 gennaio 1982, in *Giur. comm.* 1983, II, 125 ss.; Cass., 10 marzo 1995, n. 2800, in *Società*, 1995, 1292 ss. (in entrambi i casi l’attore era anche legittimato a rappresentare in giudizio la società convenuta); Cass., 20 novembre 1992, n. 12398, in *dejure.it* (curatore che intende impugnare per cassazione il provvedimento di liquidazione di detto compenso). Peraltro, quanto al conflitto di interessi tra curatore fallimentare e fallimento, si veda anche la lontana pronuncia di Trib. Bologna, 17 giugno 1958, in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, 232 ss., secondo cui non può darsi conflitto di interessi tra curatore fallimentare e fallimento in quanto in questo caso il curatore sfugge allo schema della rappresentanza; Cass., 9 luglio 1997, n. 6201, in *One Legale* (società convenuta in giudizio dal preteso simulato alienante per accertare la simulazione di una vendita con essa intercorsa, ove quest’ultimo contemporaneamente rivestiva la qualità di amministratore unico e rappresentante legale della medesima società); Cass., 24 maggio 1968, n. 1569, in *Foro it.*, 1968, I, 2147 ss. e Trib. Torino, 27 gennaio 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it* (amministratore unico in un caso e legale rappresentante dall’altro che agivano per la dichiarazione di nullità di una deliberazione assembleare della società da egli amministrata). Un utile elenco di casi simili è in L. DITTRICH, *op. loc. ult. cit.*, spec. nt. 7.

specie delineata dall'art. 78, comma 2, c.p.c. i casi in cui la società rappresentata è convenuta in giudizio da (o agisce contro) soggetto diverso dal suo legale rappresentante e, in particolare, le impugnative di delibere assembleari ove il soggetto impugnante, generalmente il socio, non coincide con quello convenuto in giudizio, la società. Il fatto che, in taluni casi, il legale rappresentante della società convenuta sia portatore di un personale interesse al rigetto della domanda – ad es., quando sia stata impugnata la delibera di sua nomina ed attribuzione del relativo compenso, o quando egli sia legato da rapporti familiari o economici con il socio di maggioranza – non rileva, per i fautori di questa tesi, in quanto tale interesse – ossia, per stare agli esempi appena fatti, l'interesse alla conservazione della carica e del compenso e, più in generale, allo *status quo* – *concorre* ed è comunque *compatibile* con quello della società, che si ritiene *sia sempre quello di conservare la delibera assunta*, anche quando ne è contestata la legittimità<sup>44</sup>. Tali interessi, quindi, *non confliggono*.

Alla base di tale impostazione vi è l'assunto – che chi scrive non condivide – secondo cui una delibera assembleare, fino a quando non sia stata annullata o dichiarata nulla, rappresenti l'interesse sociale<sup>45</sup>, e che a nulla rilevi la circostanza che essa avvantaggi il rappresentante legale della società (o altro soggetto da lui rappresentato) né che, dunque, la condotta processuale dello stesso possa essere da ciò impropriamente influenzata.

4.1. *Continua.* – Per contro, altre decisioni (in minor numero rispetto a quelle fau-trici dell'orientamento restrittivo) danno credito alla tesi secondo cui si ha conflitto di interessi tra rappresentante legale e società in tutti i casi, pur diversi da quelli caratterizzati dalla coincidenza di attore e convenuto, in cui vi sia un contrasto, anche potenziale, tra l'ente ed il suo rappresentante<sup>46</sup>, ossia quando quest'ultimo abbia un persona-

---

<sup>44</sup> Si iscrivono all'interno di questo orientamento Trib. Milano, 29 agosto 2013, in *giurisprudenzadel-leimprese.it*, secondo cui «Non è ipotizzabile un conflitto di interessi tale da necessitare la nomina di curatore speciale, poiché nel caso di specie l'amministratore non è, in concreto, portatore di interesse a contraddire contrario a quello al mantenimento della delibera stessa. [...] Nel caso di specie il fratello della attrice [i.e., l'amministratore della società la cui delibera è impugnata] ha il medesimo interesse al mantenimento della delibera che muove la società. Interesse contrario vi sarebbe caso mai sulla revoca della delibera, ma non è materiale processuale, bensì della vita societaria». In questo caso la società si era comunque costituita a mezzo del vicepresidente; Trib. Milano, 1 dicembre 2016, *ivi*, secondo cui l'istanza di nomina del curatore speciale di cui all'art. 78 c.p.c. non può essere accolta nei giudizi di impugnazione di delibera del C.d.A., posto che in tale caso il contraddittorio si instaura nei confronti della sola società i cui organi hanno adottato la delibera impugnata e non anche nei confronti delle persone fisiche che hanno partecipato al voto, diversamente da quanto avviene invece nelle cause aventi ad oggetto l'accertamento della responsabilità degli amministratori.

<sup>45</sup> Tesi inaugurata, a quanto risulta a chi scrive, da Cass., 30 giugno 1959, n. 2068, richiamata da Cass., 24 aprile 1963, n. 1084, in *Foro it.*, 1963, I, spec. 1427. Sulle sfumature del concetto di "interesse sociale", si v. recentemente P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss. e spec. 304.

<sup>46</sup> Cass., 10 marzo 1995, n. 2800, in *dejure.it*, in un giudizio promosso da un co-amministratore con poteri congiunti contro la società da lui rappresentata ed un gruppo di soci. Va oltre il dato "formale" Cass., 30 gennaio 1990, n. 618, *ivi*, secondo cui si ha conflitto di interessi quando il rappresentante legale dell'ente convenuto (un ente pubblico) è stretto parente (fratello) dell'attore. Può farsi rientrare all'interno di questo orientamento, seppure indirettamente, la decisione del Tribunale di Roma che ha annullato – in quanto viziata da eccesso o abuso di potere da parte della maggioranza – la deliberazione di nomina di un nuovo amministratore unico diretta allo scopo (definito extrasociale o antisociale) di far revocare la nomina del

le interesse all'esito della lite *confliggente* con quello del rappresentato<sup>47</sup>. Il principio di diritto che meglio rappresenta questo pensiero ci appare essere quello espresso dalla S.C. nel 2003<sup>48</sup> secondo cui la nomina del curatore speciale si rende necessaria «ogniqualevolta [...] sia dedotta in giudizio una situazione giuridica idonea a determinare la possibilità che il potere rappresentativo sia esercitato dal rappresentante in contrasto con l'interesse del rappresentato, essendo il primo portatore d'interesse personale ad un esito della lite diverso da quello vantaggioso per il secondo [...]. Si determina, infatti, in tal caso, una condizione d'antitesi tra rappresentante e rappresentato incompatibile con la funzione della rappresentanza, non potendosi, se pure solo in astratto, escludere che la condotta processuale del rappresentante possa essere influenzata dal proprio interesse e che questi ne sia indotto, pertanto, a chiedere un provvedimento giurisdizionale per sé vantaggioso ma pregiudizievole all'interesse del rappresentato, od anche a non resistere adeguatamente all'azione promossa da un terzo nei confronti del rappresentato il cui esito sfavorevole per quest'ultimo possa essere per sé vantaggioso». La S.C. aggiunse in quell'occasione che è sufficiente che tale condizione di antitesi sia soltanto potenziale «in quanto va egualmente rimossa a titolo precauzionale giusta la ratio dell'art. 78 c.p.c., che mira a prevenire il verificarsi dell'eventuale danno in ragione della più pregnante salvaguardia che l'ordinamento ritiene di dover apprestare in favore dei soggetti impediti, per incapacità legale o funzionale, ad agire personalmente e la cui attività giuridica debba svolgersi, quindi, per il tramite di persone fisiche diverse dagli stessi».

Su questa base si è poggiata, seppure non dichiaratamente, la nota decisione del Tribunale di Padova nel contenzioso tra Abn Amro Bank e Banca Popolare di Lodi per il controllo della Banca Antoniana Popolare Veneta<sup>49</sup>: controvertendosi sulla validità della delibera assembleare di nomina del consiglio di amministrazione della Antoniana Popolare Veneta, il giudice adito per la nomina del curatore ha affermato che «la situazione giuridica dedotta in giudizio è certamente idonea a determinare la possibilità che il potere rappresentativo sia esercitato dal presidente del consiglio di amministrazione, legale rappresentante della società, in contrasto con l'interesse del soggetto rappresentato, essendo il primo portatore di un interesse personale a un esito della lite diverso da

---

curatore speciale, destinato ex art. 78 c.p.c. a rappresentare la società nel giudizio instaurato dai soci di minoranza contro l'amministratore ex art. 2476, comma 3, c.c.: Trib. Roma, 10 ottobre 2008, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 1 ss.

<sup>47</sup> Accolsero questa tesi Cass., 11 febbraio 1966, n. 424, in *Foro it.*, 1966, I, 209 ss. e Cass., 24 maggio 1968, n. 1569, cit., entrambe in una controversia societaria di rilevante importanza riguardante il controllo della Pirelli accomandita per azioni.

<sup>48</sup> Cass., 30 maggio 2003, n. 8803, in *dejure.it*. Questa decisione, a quanto ci consta, è la prima ad affermare il principio nell'ambito di un conflitto societario e non familiare, perché la pur molto rilevante Cass., 30 gennaio 1990, n. 618, cit. riguardò una controversia di lavoro instaurata contro un ente pubblico il cui rappresentante legale era il fratello dell'attore.

<sup>49</sup> Trib. Padova, cit., con commento critico di G. CHIZZINI, *Precisazioni in tema di nomina di curatore speciale ex art. 78 c.p.c.*, cit. In senso analogo anche Trib. Genova 11 agosto 2016, in *Società*, 2016, 1210, riformata però da App. Genova, 6 settembre 2016, *ivi*, 2016, 1211 secondo cui «se è ben vero che la società ha interesse ad organizzarsi sulla base di atti legalmente e statutariamente corretti, è peraltro vero che ha sicuramente interesse a salvaguardare la funzionalità e stabilità dell'organizzazione societaria, esigenza che viene compromessa dall'annullamento delle delibere assunte, che può avere un effetto anche molto destabilizzante sulla vita sociale, delibere, che, in quanto assunte dall'assemblea, prima di una pronuncia giudiziale di diverso tenore, godono di una presunzione di conformità allo statuto ed alla legge».

quello vantaggioso per il secondo, rilevandosi, al riguardo, che per la configurabilità in tale ipotesi del conflitto di interessi *ex art. 78, comma 2, c.p.c.* è sufficiente che i rispettivi interessi del rappresentante e del rappresentato siano anche solo potenzialmente antitetici dovendosi compiere la relativa verifica in astratto ed *ex ante* in relazione alla oggettiva esistenza della materia del contendere»<sup>50</sup>.

Anche per questo più permissivo orientamento, comunque, la nomina del curatore richiede un “contrasto” di interessi, non una mera “concorrenza di interessi”; vicenda, quest’ultima, che rimane al di fuori della fattispecie assunta dall’art. 78 c.p.c. a presupposto degli effetti ivi indicati. Il che significa che non vi è conflitto quando, pur avendo rappresentante e rappresentato ciascuno un interesse proprio e distinto nel giudizio, entrambi siano interessati allo stesso esito, il quale, pertanto, produca vantaggi ad entrambi. In questo caso, i due interessi concorrenti sono tra di sé compatibili<sup>51</sup>. Ciò che distingue questo orientamento da quello maggioritario è che il primo ammette ciò che il secondo nega, ossia la possibilità di dimostrare – anche in casi diversi da quelli della coincidenza formale tra parti processuali contrapposte – che tale contrasto, nel caso dedotto in giudizio, sussiste. È questo l’effettivo punto di inconciliabilità tra i due orientamenti.

Una volta ammessa la possibilità di un’indagine anche in casi diversi da quelli del “contenzioso con sé stesso”, come il giudice accerterà la sussistenza del conflitto è questione rilevante ma di certo non dirimente. Si usa ripetere che la valutazione vada condotta in astratto ed *ex ante*<sup>52</sup> e che il conflitto rilevi anche quando esso appaia solo

<sup>50</sup> Pare potersi fare rientrare nell’ambito di questo orientamento anche Trib. Napoli, 9 settembre 2021, in *giurisprudenzadelleimprese.it*. Nel caso affrontato dalla pronuncia in esame, la nomina del curatore speciale è stata ritenuta necessaria in quanto, leggiamo, per effetto dell’annullamento/nullità della delibera impugnata, l’amministratore in carica stesso avrebbe perso l’incarico, il che ad avviso del collegio era idoneo a configurare almeno potenzialmente il conflitto di interesse che la nomina del curatore speciale avrebbe neutralizzato.

<sup>51</sup> Si v. Cass., 27 ottobre 2015, n. 21889, in *dejure.it*, secondo cui «Il conflitto di interessi di cui alla norma in discorso [...] presuppone però una relazione di incompatibilità di interessi, non integrando la nozione la mera presenza di interessi fra di loro concorrenti: esiste, cioè, conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato quando i rispettivi interessi siano anche solo potenzialmente antitetici».

<sup>52</sup> Che la valutazione vada fatta in astratto ed *ex ante* lo riconosce anche Cass., 7 dicembre 2021, n. 38883, cit. Già prima e negli stessi termini Cass., 16 settembre 2002, n. 13507, in *dejure.it*. Di diverso avviso, Cass., 24 maggio 1968, n. 1569, cit., secondo cui il conflitto di interessi va riscontrato in concreto, caso per caso. Molto critico, a riguardo, L. DITTRICH, *op. cit.*, 833 s., secondo cui «Si tratta di una affermazione francamente priva di senso: quando mai la cognizione del giudice è chiamata a svolgersi su fattispecie “astratte”, e per di più da valutarsi “a priori”? È vero invece il contrario: il conflitto dovrà essere verificato in concreto e sulla base delle risultanze probatorie che le parti dedurranno avanti al giudice chiamato alla nomina del curatore speciale processuale. In altre parole, il relativo giudizio dovrà avere ad oggetto l’accertamento del *fumus boni juris*, e dunque la probabile esistenza del conflitto di interessi, e del *periculum in mora*». Si noti che nei giudizi aventi ad oggetto la domanda di annullamento del contratto del rappresentante legale di società in conflitto di interessi con la società stessa il rappresentato si richiede invece un accertamento *in concreto* della sussistenza di conflitto di interessi. Così, da ultimo, Trib. Catania, 29 giugno 2020, n. 2244, in *dejure.it*: in un caso in cui una società abbia prestato fideiussione in favore di un’altra società il cui amministratore sia contemporaneamente amministratore della prima, si è affermato che l’esistenza di un conflitto d’interessi tra la società garante ed il suo amministratore non può dipendere solo dalla mera coincidenza nella stessa persona dei ruoli di amministratore delle due società, ma deve essere accertata in concreto sulla base di una dimostrata relazione antagonista di incompatibilità degli interessi di cui siano portatori, rispettivamente, la società che ha prestato la garanzia ed il suo amministratore e della riconoscibilità della stessa da parte dell’altro contraente. Si v. anche Cass., 10 gennaio 2017, n. 271, in *dejure.it* e Cass., 7 dicembre 2017, n. 29475, *ivi*.

*potenziale*<sup>53</sup>. Quanto al concetto di “astrattezza” della valutazione, esso merita di certo, più che una confutazione, una decisa messa a punto concettuale, cosa che faremo nel paragrafo finale ove esporremo la nostra posizione riguardo alle due contrapposte tesi. Ritenere, poi, sufficiente che il conflitto sia *potenziale* significa dispensare l’istante per la nomina del curatore dall’onere di dimostrare che, nel corso del processo, il legale rappresentante assumerà un atteggiamento antagonistico all’interesse della società<sup>54</sup>.

5. *Sui poteri del curatore speciale.* – Poco o nulla, negli artt. 79, 80, 81 c.p.c., si dice quanto ai poteri del curatore speciale processuale. Detti poteri derivano dalla legge ma originano dal provvedimento dell’autorità giudiziaria di nomina del curatore (*supra*, par. 2), il quale, a sua volta, produce l’effetto essenziale di far subentrare questi, nell’ambito di una determinata causa, a colui al quale spetta la rappresentanza legale della società. L’art. 78, comma 1, c.p.c., precisa che tale sostituzione opera fino a quando «subentri colui al quale spetta la rappresentanza o l’assistenza» – ossia, fino a quando il vuoto venga colmato con la nomina di un nuovo amministratore<sup>55</sup>, o di un liquidatore, con il potere di rappresentante legale della società – o, in difetto, fino alla fine del processo. Disposizione che riteniamo applicabile anche al caso di nomina a causa della situazione di conflitto di interessi, salvo precisare che nel caso di conflitto di interessi il curatore speciale dovrà essere revocato solo se la delibera di nomina non sia a sua volta viziata e che, in entrambi i casi, se la nomina sia avvenuta all’interno di un procedimento *ex art.* 2409 c.c., la revoca sarà condizionata alla previa dimostrazione che il nuovo amministratore sia soggetto di adeguata professionalità che si attivi senza indugio per accertare se le violazioni sussistono e per eventualmente eliminarle (*ex art.* 2409, comma 3, c.c.).

Se il curatore subentra al rappresentante legale – e vi subentra quale nuovo rappresentante legale della società, non quale “rappresentante speciale” processuale<sup>56</sup> – è consequenziale pensare che egli possa esercitare le facoltà, i poteri, i diritti, a rilevanza esterna, che siano inerenti a e coerenti con la ricevuta capacità di stare in giudizio, ossia di compiere e ricevere *gli atti del processo*. Si deve ricavare altresì che nulla essi

<sup>53</sup> Cass., 16 settembre 2002, n. 13507, cit. Va dato atto che, in materia familiare, la S.C. ha virato a favore della necessità di una valutazione in concreto, al fine di non disperdere l’utilità di atti processuali che, nei fatti, non siano stati viziati dall’astratto conflitto di interessi: si v., infatti, Cass., 29 gennaio 2016, n. 1721, *ivi*, che evoca il rischio di contrasto con il principio della ragionevole durata del processo. Nello stesso senso anche Cass., 14 agosto 2020, n. 17179.

<sup>54</sup> Si v. Cass., 9 maggio 2010, n. 12290, in *dejure.it*, riguardo al conflitto d’interessi tra minore e suo rappresentante legale nel procedimento per la dichiarazione dello stato di adottabilità; riguardano temi familiari Cass., 16 settembre 2002, n. 13507, cit., e Cass., 6 agosto 2001, n. 10822, *ivi*; mentre Cass., 30 gennaio 1990, n. 618, cit., è stata resa in materia di contratto di lavoro con un ente pubblico.

<sup>55</sup> Si v. Trib. Palermo, 23 luglio 2019, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, secondo cui «Nel procedimento cautelare di revoca degli amministratori di S.r.l. di cui all’art. 2476, comma 3 c.c., la sostituzione degli amministratori resistenti deliberata dall’assemblea dei soci nelle more del procedimento fa venir meno il conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato e, per l’effetto, legittima la revoca del decreto di nomina del curatore speciale».

<sup>56</sup> Si v. Trib. Torino, 15 febbraio 2019, richiamato da Trib. Torino, 8 dicembre 2019, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, dove, peraltro, si dà anche atto del rigetto dell’istanza di revoca della nomina di un curatore speciale all’interno di un procedimento *ex art.* 2409 c.c. ove la società aveva sostituito integralmente l’organo amministrativo e quello di controllo.

abbiano a che fare, lasciandoseli alle spalle, con i poteri, a rilevanza interna, inerenti alla formazione della volontà della società e alla manifestazione della stessa *al di fuori del processo*<sup>57</sup>.

Il subentro del curatore speciale, nell'ambito di uno specifico giudizio, a colui al quale spetta la rappresentanza della società (si v. ancora l'art. 78, comma 1, c.c.) – in assenza di limiti espressi, per l'intero giudizio, non una sua sola fase<sup>58</sup> – è, dunque, il contenuto tipico – necessario ma anche, per ciò che ora diremo, sufficiente – del provvedimento di nomina. In forza di tale nomina, il curatore speciale potrà *naturaliter* – e, anzi, sarà la più ovvia e naturale forma di esercizio del potere che l'art. 78 conferisce al curatore speciale – agire o costituirsi in giudizio (in quello solo posto alla base del provvedimento di nomina) in nome e per conto della società rappresentata per ivi esercitare ogni potere collegato alla legittimazione processuale che discende dalla nomina.

Tali poteri, sottratti al legale rappresentante in conflitto di interessi, saranno dunque *gli stessi attribuiti dallo statuto o dalla delibera di nomina a quest'ultimo, con gli stessi limiti* che il legale rappresentante avrebbe incontrato in forza delle comuni regole della rappresentanza societaria e di quelli ulteriori previsti nella disciplina processuale<sup>59</sup>. Ciò comporta anzitutto ed evidentemente che al curatore speciale processuale non si applichino i limiti previsti per il difensore dall'art. 84 c.p.c., ai sensi del quale il difensore può compiere e ricevere, nell'interesse della parte stessa, solo gli atti del processo che dalla legge non sono ad essa espressamente riservati (deferimento del giuramento decisorio, ad esempio, o rinuncia agli atti del giudizio, etc.)<sup>60</sup>.

Dicevamo poco fa che la nomina del curatore speciale realizza, a nostro avviso, la funzione dell'istituto ed esaurisce lo spazio di interferenza dell'autorità giudiziaria

---

<sup>57</sup> Circostanza che consente di criticare la già richiamata Cass., 9 giugno 2005, n. 12170, cit. Nell'impossibilità di rintracciare l'amministratore e legale rappresentante di una società di persone nell'urgenza di proporre un ricorso per cassazione, la S.C. nominò un curatore speciale trattando l'irreperibilità della persona fisica come una forma di mancanza del rappresentante della parte. Il curatore speciale ricorse tempestivamente per cassazione ma la stessa S.C., in sede decisoria, dichiarò inammissibile il ricorso affermando che egli non era stato nominato perché espletasse *"in toto"* le funzioni di amministratore della società (osservazione condivisibile) ma soltanto per lo svolgimento dell'attività specifica richiesta con l'istanza di nomina e, cioè, la convocazione dell'assemblea per consentire la nomina di un nuovo amministratore legittimato a proporre ricorso per cassazione. Non per proporre tale ricorso, che, pertanto, fu dichiarato inammissibile. Questa decisione è errata perché l'art. 78 c.p.c. è chiamato ad assolvere al compito di conferire ad un terzo una legittimazione processuale, non una extraprocessuale. Né si può pensare che quello nominato fosse il curatore dello scomparso (né, tantomeno, che vi sia stata una singolare applicazione ad una società di persone del disposto dell'art. 2367, comma 2, c.c.). La nomina di un curatore speciale, infatti, fu chiesta al presidente della S.C., ossia al «presidente dell'ufficio giudiziario davanti al quale s'intende proporre la causa», non al tribunale dell'ultimo domicilio o dell'ultima residenza dello scomparso. Il curatore speciale ex art. 78 c.p.c. è dunque il legale rappresentante della società (ai fini di quella determinata causa) non colui che deve fare in modo che il legale rappresentante della società venga nominato.

<sup>58</sup> Processo, non mera fase di giudizio, con il risultato che il curatore speciale nominato per il primo grado di giudizio ha il potere di impugnare la decisione (così, tra l'altro, Cass., 10 luglio 1979, n. 3969, in *Riv. notariato*, 1979, 1235 ss. Si v. altresì Cass., 24 giugno 1980, n. 3962, in *Foro it.*, 1981, I, 1374 ss.).

<sup>59</sup> Egli non può, ad es., esercitare azione sociale di responsabilità contro un amministratore senza una delibera assembleare che l'autorizzi. A riguardo si v. Trib. Roma, 22 maggio 2007, cit.; e, più recentemente, Trib. Torino, 31 luglio 2018, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>60</sup> Con il risultato che il difensore, privo di un mandato specifico, se non ne ha ricevuto espressamente il potere, non può compiere atti che importano disposizione del diritto in contesa quali, ad es., la rinuncia all'azione: così Cass., 19 febbraio 2019, n. 4837, in *dejure.it*.

nell'attività del curatore speciale processuale. Di riflesso, come detto, questi – godendo degli stessi poteri di cui avrebbe goduto il rappresentante sostanziale nel processo non in conflitto di interessi – potrà validamente impegnare la società non costituendosi in giudizio o non agendo ma anche disponendo del diritto in contesa – ad es., mediante una conciliazione che implichi una transazione della lite o perfino mediante adesione alle domande della controparte<sup>61</sup> –; ciò, senza necessità di autorizzazione del giudice che lo ha nominato.

Molto autorevolmente si è invece sostenuto che al curatore speciale non spettano in alcun modo quei poteri di disposizione che spettano al normale rappresentante, essendo essi incompatibili con la temporaneità del suo incarico<sup>62</sup>. Si dissente da tale convinzione sia perché la temporaneità dell'incarico al curatore speciale è un dato (forse) statisticamente rilevante ma non un elemento della fattispecie<sup>63</sup>; sia perché, pur sempre, di mero “potere rappresentativo” si sta parlando, non di potere decisionale (gestorio), con il risultato che, in caso di organo gestionale pluripersonale o di amministratore delegato, la decisione di conciliare spetterà al titolare del diritto in contesa, la società (la cui volontà si manifesterà nelle forme congrue all'assetto di governo societario adottato), non al curatore speciale, mero titolare del potere di dichiarare all'esterno tale volontà.

Ci potrebbe essere obiettato che un tale potere, se non conferito espressamente col decreto di nomina, parrebbe implicitamente incompatibile con l'incarico di costituirsi in giudizio conferito dall'autorità giudiziaria. Ma così non è perché, nuovamente, l'autorità giudiziaria è chiamata esclusivamente ad appurare la sussistenza delle condizioni richieste dall'art. 78 c.p.c. e, ove presenti, a nominare il curatore speciale. Altro non deve e a nostro avviso non può fare, pena un'inammissibile interferenza con il potere gestionale di competenza esclusiva dell'organo amministrativo della società. Si ricordi poi che, diversamente da quanto accade in caso di nomina di tutore, curatore, amministratore di sostegno, ma anche di amministratore giudiziario<sup>64</sup>, manca in mate-

<sup>61</sup> Di diverso avviso è stato Trib. Vicenza, 26 marzo 1991, in *Giur. comm.*, 1991, II, 643 ss. in un caso in cui la società ricorrente, socia della società rappresentata, aveva chiesto la nomina di un curatore speciale lamentando un conflitto di interessi dell'amministratore che aveva stipulato un contratto di compravendita di azioni in esecuzione di una deliberazione del consiglio, non impugnata, e chiedendo che venisse autorizzato l'esercizio di azione di annullamento del contratto. Il Tribunale di Vicenza, rilevando che la nomina era stata chiesta non solo per intraprendere la lite ma anche per valutare se intraprenderla, ha rigettato la richiesta affermando che «La norma contenuta nell'art. 78 c.p.c. ha la esclusiva finalità di garantire la rappresentanza processuale al rappresentato qualora il rappresentante versi in una situazione di conflitto di interessi e non è pertanto applicabile al caso di conflitto di interessi tra società ed amministratori quando la nomina del curatore sia richiesta per attribuirgli il potere di adottare iniziative giudiziarie in assenza di una conforme manifestazione di volontà da parte della società rappresentata» (così la massima).

<sup>62</sup> Contrario, invece, fu S. SATTA, *op. cit.*, 269. L. DITTRICH, *op. cit.*, 829 s., contesta tale conclusione ma, quanto al solo caso di mancanza del legale rappresentante: (i) limita la possibilità di esercizio di tali poteri al caso di urgenza, (ii) ritiene necessaria una specifica autorizzazione del giudice che ha provveduto alla nomina, mentre esclude la possibilità di disposizione del diritto in contesa nel caso di nomina a causa del conflitto di interessi.

<sup>63</sup> Sul tema si v. Cass., 20 settembre 2021, n. 25317, cit., dove si legge che «L'indicazione generale, contenuta nell'art. 78, comma 1, c.p.c. è allora nel senso che i poteri del curatore sono conferiti per un periodo temporale limitato ed auspicabilmente provvisorio», ma ciò nel senso che il suo incarico viene meno con il venir meno della ragione che ne ha cagionato la nomina, ossia la presenza di un legale rappresentante della società con essa in conflitto.

<sup>64</sup> L'amministratore giudiziario esercita i propri poteri nei limiti, non solo quanto alla durata ma anche al contenuto, di quanto determinato dal tribunale (art. 2409, comma 4, c.c.).



ria societaria una pur scarna disciplina – anche sotto forma di rinvio a quella di altre figure – dei poteri giudiziali di controllo sull’operato del soggetto nominato. Manca, perfino, una previsione sulla rendicontazione del curatore speciale riguardo a quanto fatto, prevista invece nel caso di nomina dell’amministratore giudiziario (art. 2409, comma 6, c.c.). Non sembra pertanto corretto trattare la società rappresentata nel processo da un curatore speciale – una figura che il legislatore ha disciplinato solo quanto alla sua nomina (e revoca) – come viene trattato (dal legislatore) il curatore speciale dell’incapace o l’amministratore giudiziario di società.

Pertanto, considerato che contenuto essenziale ma anche sufficiente del provvedimento di nomina è la sostituzione del rappresentante organico della società con altro soggetto, nonché dell’anzidetta conformazione giuridica del curatore speciale processuale *ex art. 78 c.p.c.*, ne discende la pienezza del potere rappresentativo del curatore speciale nello specifico giudizio in questione, una pienezza tale da rendere efficace verso i terzi perfino una sua disposizione del diritto in contesa.

6. *Sintesi dei risultati raggiunti e conclusioni.* – Compiuta la ricostruzione dell’istituto, si può ritornare sulla questione maggiormente controversa, ossia la latitudine del requisito del conflitto di interessi, e prendere una posizione a riguardo.

La tesi “permissiva”, con qualche precisazione, si fa preferire a quella “restrittiva” per il minor grado di dogmatismo che essa incorpora e la conseguente maggiore flessibilità operativa che concede all’autorità giudiziaria, cui lascia il compito di valutare, caso per caso, se la situazione dedotta in giudizio sia in grado di alterare l’ordinaria dinamica del rapporto tra rappresentante e rappresentato e di mettere a repentaglio la tutela processuale della società. In questo modo<sup>65</sup>, il conflitto di interessi torna ad essere pienamente *quaestio facti* e non più regola generale ed assoluta, o schema, con ciò valorizzando il ruolo del giudice e la sua capacità, meglio se *nel contraddittorio*, di fare emergere circostanze di fatto indicative del rischio di vizio funzionale nell’esercizio del potere di rappresentanza sostanziale nel processo.

Al paventato rischio di abusi (della minoranza) che una tale soluzione avallerebbe<sup>66</sup> si può rispondere in vario modo. In modo, diciamo così, metagiuridico, rispondendo con la piena fiducia che il giudice saprà distinguere la strumentalizzazione ed il pretesto dalla pretesa di tutelare un diritto; o che *adducere inconveniens non est solvere argumentum*, come peraltro ricordato, per quanto in una situazione affatto diversa, dalla stessa S.C.<sup>67</sup>. In modo più puntuale, invece, rilevando che solo nel caso di rimozione

<sup>65</sup> Che, a ben vedere, la stessa Cass., 7 dicembre 2021, n. 38883, cit. propugna, come sembrerebbe doversi ricavare dall’inciso finale secondo cui «in definitiva, affinché lo strumento dell’art. 78 c.p.c. non diventi un’arma impropriamente utilizzata all’interno di qualsiasi processo, è necessario – in particolare quando l’istanza provenga dalla controparte e non dal p.m. o dalla stessa parte interessata – che il giudice chiamato a provvedere alla nomina del curatore speciale adoperino il relativo potere con particolare cautela».

<sup>66</sup> Cass., 7 dicembre 2021, n. 38883, cit., parla di «effetto distorsivo, quanto alla tutela delle rispettive posizioni delle parti, per cui il socio impugnante tenterebbe sempre di ottenere, mediante il surrettizio ricorso al procedimento di nomina di un curatore speciale alla società *ex art. 78 c.p.c.*» e di iper-tutela della minoranza, di «arma impropriamente utilizzata all’interno di qualsiasi processo».

<sup>67</sup> Così Cass., 7 marzo 2016, n. 4482, in *One Legale*, in materia di trust.

dell'amministratore unico – e neppure in questo caso con certezza<sup>68</sup> – la minoranza potrà esautorare completamente la maggioranza dalle decisioni più rilevanti relative alla causa<sup>69</sup>, negli altri casi non avendo di certo il curatore speciale quel potere, che continuerà ad essere di competenza dell'organo gestorio.

Ed allora, ove non vi è coincidenza formale tra l'attore ed il legale rappresentante della società – caso che, nel codice civile, rappresenta solo un'ipotesi particolare di conflitto di interessi ma non esaurisce il novero dei possibili casi di conflitto tra rappresentante e rappresentato (come ci insegna il confronto tra l'art. 1394 e l'art. 1395 c.c.) – il giudice adito dovrebbe fare il più ampio uso del potere di assumere informazioni (art. 80, comma 2, c.p.c.) e, ove non impossibile, pure di quello di audire la persona che riveste la carica di legale rappresentante (sempre *ex art. 80, comma 2, c.p.c.*)<sup>70</sup>. Poteri di cui spesso il giudice non si avvale, non solo quando provvede *inaudita altera parte*.

Laddove ciò non sia possibile in fase di nomina per l'eccezionale urgenza sottesa alla domanda, il giudice dovrebbe farlo una volta instaurato il contraddittorio, potendo giungere, pertanto, ad una pronta revoca della nomina fatta sulla base di un set informativo la cui incompletezza si è poi rivelata come decisiva. Il *vulnus* arrecato alla società da una troppo precauzionale nomina del curatore speciale si può, pertanto, ridurre al minimo e, per tale ragione, va preferito al rischio che, invece, la mancata nomina per l'intero processo pregiudichi l'interesse sociale in misura più seria<sup>71</sup>.

Sostenere, poi, che nelle impugnative di delibere assembleari o consiliari, la società ha sempre e comunque interesse alla conservazione della delibera impugnata (o, come ha precisato Cass. n. 38883/2021, a difendere le proprie deliberazioni), e ciò fare argomentando che, mal che vada, la società sarà semplicemente soccombente nel caso in cui quelle delibere risulteranno illegittimamente assunte (così sempre la citata Cass. n. 38883/2021), significa: (i) precludere alla stessa di evitare i costi di una soccombenza aderendo alla domanda di nullità o annullamento, ovviamente una volta esaminata la serietà delle contestazioni fatte dall'attore o dal ricorrente. Ciò è sbagliato perché, almeno quando la fondatezza di talune contestazioni rivolte alla società è *prima facie* evidente, impedire che ad esse sia data adesione – cosa che, in talune circostanze, richiede la sostituzione del legale rappresentante che ha un interesse personale alla conservazione della delibera viziata – significa limitare l'altrimenti piena libertà di condotta processuale della società; (ii) trascurare che interesse della società è quello, solo quello, di adottare delibere conformi alla legge e allo statuto<sup>72</sup>, con l'effetto che, pur convenendo

<sup>68</sup> Non si è certi, invero, che il curatore speciale assumi in questo caso ai poteri rappresentativi, poteri gestionali, decisori.

<sup>69</sup> Se, poi, si considera l'ampiezza dei poteri del difensore e la sua autonomia (frutto della discrezionalità tecnica che gli spetta) dalle istruzioni del rappresentato, ben si comprende che il tema riguarda solo la disposizione del diritto in contesa. Sui poteri del difensore, *ex multis*, si v. C. PUNZI, *La difesa nel processo civile e l'assetto dell'avvocatura*, in *Riv. dir. proc.*, 2006, 815 ss.

<sup>70</sup> In linea con quanto già sostenuto da C. MANDRIOLI, *Delle parti e dei difensori*, cit., 921.

<sup>71</sup> Si rifletta, poi, sul fatto che la società può, seppure solo *de facto*, fare sentire la propria voce costituendosi ugualmente in giudizio per chiedere in via preliminare la revoca del curatore speciale ed affiancandosi, così, al curatore speciale. Costituzione inammissibile ma, in genere, dichiarata tale solo alla fine della fase di giudizio.

<sup>72</sup> Così, Trib. Genova, 24 novembre 2016, in *ilcaso.it*, ove si legge espressamente che «l'interesse della società non può essere considerato quello di difendere sempre e comunque le proprie delibere, ma quello di adottare delibere stabili e conformi alla legge e allo statuto». *Idem* Trib. Venezia, 18 novembre 2019, ined.,

che la legittimità della delibera si presuma, deve essere consentito al giudice adito vincere tale presunzione accertando il *fumus* di fondatezza della domanda. Non è vero, dunque, che ogni delibera assembleare o consiliare esprima l'interesse sociale fino a quando essa non sia stata annullata o dichiarata nulla. Così fosse non si spiegherebbe il potere dell'amministratore – ed ancor più il potere-dovere del collegio sindacale, cui non spetta neppure compiere quella valutazione di opportunità invece consentita agli amministratori – di impugnare una delibera assembleare non conforme a legge o statuto (art. 2377, comma 2, c.c.)<sup>73</sup>. Se l'organo amministrativo non è tenuto, sempre e comunque, ad eseguire le delibere assembleari, spettandogli comunque una valutazione di legittimità sulle stesse, ciò conferma che la società ha interesse a rimuovere le delibere invalide, non a conservarle, e che tale interesse non è condizionato dal conforme accertamento giudiziale di invalidità.

Dove, dunque, vi è un *fumus* di invalidità della delibera accompagnato da un interesse del legale rappresentante alla conservazione della stessa, quest'ultimo si trova in conflitto di interessi con la società e va dunque rimosso dalla carica.

Dicevamo che la tesi "permissiva" va coltivata ma con precisazioni. Siamo infatti convinti che, per giudicare sull'allegato "conflitto di interessi", il giudice adito per la nomina debba accertare – *in concreto* e, in linea tendenziale ma non meccanica<sup>74</sup>, non *secundum eventum litis* – la natura e la portata sia dell'eventuale interesse del legale rappresentante della società, sia di quello della società stessa. In questo senso, la valutazione che spesso si afferma possa essere svolta "in astratto" *acquista invece concretezza*, pur se essa rimarrà pur sempre svolta con un giudizio indiziario, ossia avulso dalla condotta processuale che la società terrà. Questo è il senso più corretto, a nostro avviso, dell'affermazione che la valutazione va condotta *ex ante*.

Una valutazione della fondatezza della domanda principale, pur assolutamente sommaria, va dunque subito svolta. Se il giudice rinverrà un (primo, e precario) *fumus* di illegittimità della delibera, verrà meno la fondatezza di quel ragionamento secondo cui, dovendosi presumere la legittimità della stessa, l'interesse sociale sia quello di difenderla in giudizio e gli interessi dell'amministratore e della società siano allineati. Ed allora il giudice, alla luce delle circostanze di fatto rappresentategli e che avrà acquisito con l'audizione e la raccolta di informazioni, dovrà passare a valutare la compatibilità della permanenza in carica del legale rappresentante della società con la tutela dell'interesse della società (che in tal caso consiste nella rimozione della delibera perché presunta illegittima).

La permanenza in carica sarà incompatibile con l'interesse sociale quando la natura e la portata dell'interesse del legale rappresentante alla conservazione della delibera facciano in concreto supporre che questi privilegi il proprio interesse ed indirizzi la condotta processuale della società verso un esito diverso da quello ad essa vantaggioso. Solo in

---

ove si legge: «non può affatto ritenersi che l'interesse della società rappresentata dall'amministratore la cui nomina è *sub iudice* sia coincidente con quello di quest'ultima a mantenere ferma l'efficacia della delibera medesima, essendo in realtà l'interesse della società più propriamente quello di organizzarsi sulla base di atti legalmente e statutariamente corretti». Sostengono che non vi sia un interesse degli amministratori «*alla mera legalità*»: R. SACCHI-A. VICARI, *Invalità delle deliberazioni assembleari*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. CAGNASSO-L. PANZANI, Bologna, 2010, 657.

<sup>73</sup> In questo caso, alla società andrà nominato un curatore speciale.

<sup>74</sup> Si veda infatti quanto si scriverà a breve.

tal caso il giudice dovrà insediare il curatore speciale. Non costituisce ovviamente indizio sufficiente di una condotta processuale infedele all'interesse della società la circostanza che l'amministratore-legale rappresentante sia stato nominato dal socio di maggioranza perché, da un lato, ciò oblierebbe la presunzione di indipendenza dell'amministratore, dall'altro, perché così facendosi, in un sistema societario quale quello italiano il conflitto di interessi sarebbe sempre presente<sup>75</sup>; né è indizio sufficiente la mera esistenza di un qualsivoglia rapporto economico o di parentela tra gli stessi soggetti.

Perché vi sia conflitto rilevante ai sensi dell'art. 78 c.p.c., a queste circostanze dovranno aggiungersene altre, dalla valenza indiziaria più specifica e netta. Catalogare tali circostanze non è possibile. Di certo, in un'impugnativa di delibera assembleare rileverà l'essere sia il legale rappresentante della società la cui delibera è stata impugnata sia socio rilevante della società grazie al cui voto la delibera è stata assunta, mentre altrettanto rilievo non avrà l'essere egli solo il legale rappresentante nominato dal socio.

Si diceva poco fa che il giudizio deve essere *ex ante* e non *secundum eventum litis* ma anche a questo riguardo occorre svolgere una precisazione. Invero il giudice, pur avendo in prima battuta respinto l'istanza di nomina non avendo – con un giudizio prognostico – intravisto un conflitto di interessi, ben potrebbe rivedere tale decisione *sulla scorta della posizione presa in giudizio dal legale rappresentante della società*. L'aver, ad esempio, questi assomato la veste di rappresentante sostanziale nel processo a quella di rappresentante processuale, assumendo anche la veste di difensore della società e godendo, così, della relativa discrezionalità tecnica, è circostanza che potrà essere valorizzata nel senso della presenza di conflitto di interessi in capo a questi.

---

<sup>75</sup> Che l'essere stato votato dalla maggioranza non sia elemento sufficiente a ritenere sussistente il conflitto nel caso di impugnazione di una delibera assembleare da parte dei soci di minoranza lo ha affermato da ultimo Trib. Milano, 7 ottobre 2021, in *dejure.it*.

# LA MANCANZA DEL CONTROLLO SULLA RELAZIONE DI STIMA DEI CONFERIMENTI IN NATURA NELLE S.R.L.: UNA SEMPLIFICAZIONE EFFICIENTE?

di *Elena Ratti*

SOMMARIO: 1. Le tendenze alla semplificazione in ambito europeo e nazionale, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata. – 2. Le linee guida della legge delega e la disciplina dei conferimenti in natura all'indomani della riforma. – 2.1. I criteri direttivi enunciati dalla legge delega in tema di conferimenti in natura nelle s.p.a. e nelle s.r.l.: principi identici, recepiti però in modo non sempre coincidente. – 2.2. Affinità e divergenze rispetto al modello azionario. – 2.3. *Segue*. La mancanza di una disciplina del controllo e della revisione della stima. – 2.4 *Segue*. Il silenzio normativo quale scelta di politica legislativa. – 3. Il ruolo degli amministratori e dei sindaci nel controllo della stima in mancanza di una specifica disposizione *ex lege* e le conseguenze dell'eventuale emersione di una minusvalenza. – 3.1. La ricostruzione, alla luce della disciplina vigente, dei doveri di controllo sulla stima da parte degli amministratori (e dei sindaci). – 3.2. Le conseguenze dell'emersione di una minusvalenza: un'allocazione del rischio poco meritocratica. – 4. L'ampia autonomia statutaria attribuita ai soci dal silenzio normativo in relazione al procedimento di controllo e di revisione della stima: un'opportunità in concreto poco sfruttata. – 5. Considerazioni conclusive.

1. *Le tendenze alla semplificazione in ambito europeo e nazionale, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata.* – Negli scritti successivi alla riforma del diritto societario del 2003 emerge frequentemente l'opinione per cui la disciplina della formazione del capitale sociale (*Kapitalaufbringung*) e quindi dei conferimenti nella società a responsabilità limitata si distingue considerevolmente dalla corrispettiva dettata in tema di società per azioni. Tale idea persiste nonostante le disposizioni in parola ricalchino, nelle loro linee essenziali, quelle del modello azionario e l'elemento che forse costituisce il filo conduttore della distinzione predetta pare doversi rintracciare nelle semplificazioni che emergono con chiarezza dalla lettura delle norme dedicate ai conferimenti nel tipo di cui agli artt. 2462 e ss. c.c. Dette semplificazioni non costituiscono però un fenomeno isolato, ma al contrario si inseriscono in un movimento tendente alla semplificazione del diritto delle società in generale e delle società a responsabilità limitata in particolare che caratterizza il panorama europeo e che, a livello nazionale, è proseguito anni dopo con l'introduzione, prima, della s.r.l. semplificata e della s.r.l. a capitale ridotto e, poi, con l'estensione a tutte le s.r.l. dell'abbassamento della soglia del capitale minimo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un quadro sulle semplificazioni della disciplina delle s.r.l. in Italia cfr. S. BELINGUIER-RAIZ, *Rapport italien – La simplification des sociétés privées en droit italien*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, Bruxelles, 2015, 227-263.

Quanto all'ambito europeo, un veloce studio comparatistico, rivela una generale tendenza del diritto delle società a responsabilità limitata alla semplificazione e alla modernizzazione nel senso di un orientamento all'ammorbidente e alla maggiore flessibilità delle regole che governano questo tipo di società di capitali. Le numerose riforme poste in essere dagli Stati Membri sono state guidate sia dalla volontà di adattare il diritto interno alle evoluzioni o quanto meno agli orientamenti della regolamentazione e della giurisprudenza europea<sup>2</sup> sia da influenze internazionali e da considerazioni di politica legislativa nazionale. Da qualche decennio ormai le istituzioni dell'Unione Europea hanno focalizzato la loro attenzione sull'obiettivo di migliorare la qualità della legislazione, sulla sussidiarietà e sulla proporzionalità dell'azione comunitaria. A seguito dei Trattati di Maastricht e di Amsterdam, il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione hanno concluso un Accordo interistituzionale chiamato *Legiferare meglio*<sup>3</sup>, di cui una delle finalità principali consisteva proprio nella semplificazione della legislazione. Secondo quanto stabilito dal suddetto Accordo, «*la semplificazione legislativa mira a migliorare e adeguare la legislazione modificando o sostituendo atti e disposizioni troppo macchinosi e troppo complessi ai fini dell'applicazione. Tale azione viene effettuata (...) preservando nel contempo il contenuto delle politiche comunitarie*». Negli anni seguenti la Commissione Europea ha continuato a perseguire il proprio programma di miglioramento della legislazione<sup>4</sup> completandolo in seguito con un nuovo programma (REFIT – *Regulatory Fitness and Performance Programme*)<sup>5</sup> volto ad abolire gli inutili costi generati dalla regolamentazione e a far sì che la legislazione europea elabori leggi chiare, semplici e accessibili, in modo da rimanere coerente con la propria finalità e con l'obiettivo di rinforzare la concorrenza tra le imprese. In tale contesto la Commissione Europea ha fortemente sostenuto l'importanza della semplificazione del diritto delle società per la competitività e la crescita delle imprese, a partire dalla ben nota iniziativa SLIM (*Semplificazione della legislazione sul Mercato Interno*)<sup>6</sup> e dalla successiva SLIM-Plus<sup>7</sup> fino ai più recenti *Action Plan* del

---

<sup>2</sup> Per un'analisi del ruolo ricoperto dal diritto dell'Unione Europea nell'evoluzione dei diritti societari nazionali si veda S. GRUNDMANN, *European Company Law*, II ed., Cambridge, 2012, 86 ss.

<sup>3</sup> Accordo interistituzionale *Legiferare meglio* del 16 dicembre 2003, in *G.U.C.E.*, C 321/01 del 31 dicembre 2003, sostituito dal successivo Accordo interistituzionale del 13 aprile 2016, in *G.U.U.E.*, L 123/1 del 12 maggio 2016. Entrambi i documenti citati sono reperibili al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>4</sup> Cfr. la Comunicazione della Commissione del 14 novembre 2006, *Esame strategico del programma per legiferare meglio nell'Unione Europea*, COM (2006) 689 definitivo; la Comunicazione della Commissione del 30 gennaio 2008, *Secondo esame strategico del programma per legiferare meglio nell'Unione Europea*, COM (2008) 32 definitivo; la Comunicazione della Commissione del 28 gennaio 2009, *Terzo esame strategico del programma per legiferare meglio nell'Unione Europea*, COM (2009) 15 definitivo. Tutti i documenti citati sono reperibili al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>5</sup> Cfr. la Comunicazione della Commissione del 12 dicembre 2012, *Adeguatezza della regolamentazione dell'Unione europea*, COM (2012) 746 definitivo; la Comunicazione della Commissione del 2 ottobre 2013, *Adeguatezza ed efficacia della regolamentazione (REFIT): Risultati e prossime tappe*, COM (2013) 685 definitivo. Tutti i documenti citati sono reperibili al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>6</sup> Nel maggio 1996 è stato lanciato il Programma *Simplification of the Legislation on the Internal Market (SLIM)* [v. la Comunicazione della Commissione dell'8 maggio 1996, *Semplificare la legislazione per il mercato interno (SLIM): Progetto pilota*, COM (96) 204 definitivo; la Comunicazione della Commissione del 6 novembre 1996, *L'iniziativa SLIM – Relazione della Commissione sul progetto pilota SLIM*, COM (96) 559 definitivo] con l'intento di semplificare la legislazione relativa al mercato unico. Il programma era suddiviso in diverse fasi e prevedeva la costituzione di gruppi di lavoro per ciascuna materia oggetto di semplificazione. Nel 1998 è stata avviata la quarta fase del progetto SLIM, relativa, tra l'altro, al diritto delle società

2003<sup>8</sup> e del 2012<sup>9</sup>. Le riforme semplificatrici messe in atto nei diversi Stati Membri rappresentano, in parte, una risposta alle iniziative dell'Unione Europea dirette ad abolire inutili rigidità della disciplina giuridica e contabile delle imprese e a fornire alle stesse un ambiente adatto, sotto il profilo legale, alle loro specifiche esigenze in favore di un aumento della competitività delle stesse. Nonostante le citate iniziative riguardino soprattutto le società azionarie, nondimeno esse hanno comunque esercitato un'influenza anche sulle scelte legislative nazionali in tema di società a responsabilità limitata. Inoltre, se per le società aperte e quotate il mantenimento di regole imperative e più rigorose pare giustificato dalla necessità di assicurare la protezione degli investitori e dei terzi, per le società chiuse e a responsabilità limitata si ammette alquanto pacificamente che sia possibile ritagliare spazi più ampi per la flessibilità e il "rilassamento" delle regole del loro funzionamento<sup>10</sup>.

---

[v. il documento di lavoro della Commissione, *Semplificazione della legislazione relativa al Mercato Interno (SLIM): Estensione ad una quarta fase*, SEC (98) 1944]. Tale fase si è conclusa nel settembre dell'anno successivo con la presentazione di una relazione contenente delle raccomandazioni per la semplificazione delle prime due direttive di armonizzazione del diritto societario da parte del *Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Law Directive*, presieduto dal prof. E. Wymeersch [v. la Relazione della Commissione del 4 febbraio 2000, *Risultati della quarta fase di SLIM*, COM (2000) 56 definitivo]. Tutti i documenti citati sono reperibili al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>7</sup>Nel settembre 2001 la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti in tema di diritto societario, presieduto dal prof. J. Winter, con il preciso compito di elaborare raccomandazioni per migliorare il diritto societario in Europa. Dopo un primo rapporto del gennaio 2002, nell'ottobre dello stesso anno i lavori del Gruppo di esperti sono stati raccolti nel *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, contenente numerosi suggerimenti al fine di migliorare plurimi aspetti del diritto societario in ambito europeo. Il *Report* è reperibile al seguente link: <http://papers.ssrn.com>.

<sup>8</sup>Nel maggio 2003 la Commissione Europea ha presentato una Comunicazione al Consiglio e al Parlamento dal titolo *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire*, [COM (2003) 284 definitivo, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>], la cui funzione era quella di tracciare i principali obiettivi che avrebbero dovuto essere perseguiti dall'Unione Europea in materia di diritto societario; in particolare, il miglioramento del diritto delle società nell'Unione Europea era volto a garantire la promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese, il rafforzamento dei diritti degli azionisti e la protezione dei terzi. Ogni iniziativa legislativa avrebbe dovuto: (i) essere realizzata nel rispetto dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità; (ii) essere dotata di flessibilità quanto al profilo applicativo e di fermezza quanto a quello dei principi; (iii) rappresentare un contributo positivo all'evoluzione della regolamentazione a livello internazionale.

<sup>9</sup>Nel dicembre 2012 la Commissione Europea ha pubblicato un nuovo *Piano d'Azione* denominato *Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili* [COM (2012) 740 definitivo, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu>], con cui ha inteso delineare le linee guida fondamentali da perseguire nel diritto societario di fonte europea. I principi direttivi individuati sono stati sinteticamente tre: (i) rafforzare la trasparenza societaria a favore degli azionisti e incrementarne il coinvolgimento attivo nel lungo periodo; (ii), potenziare il *risk management* e la *governance* in generale a sostegno della crescita dell'impresa; (iii) ottimizzare le performance degli organi di governo.

<sup>10</sup>Nella Comunicazione *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire* (cfr. nt. 8 del presente scritto), si afferma esplicitamente che «è necessario operare una corretta distinzione tra categorie di società. È infatti auspicabile un quadro più rigoroso per le società quotate e per le società che fanno ricorso al pubblico risparmio. Tali società dovrebbero essere soggette ad un certo numero di norme dettagliate appropriate, con particolare riferimento alla pubblicità delle informazioni. Per quanto riguarda le altre società, le iniziative in materia di regolamentazione dovrebbero tenere conto sia della loro forma giuridica, sia delle loro dimensioni, consentendo un quadro più flessibile per le PMI (sul modello delle iniziative di deregolamentazione "su misura" adottate a livello nazionale)».

Oltre alla regolamentazione e agli studi promossi a livello europeo, un secondo elemento che ha contribuito alla semplificazione è rappresentato dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea la quale, negli anni, ha condotto a rinforzare la dinamica concorrenziale tra gli Stati Membri e ad accentuare la circolazione di modelli giuridici nazionali. A seguito del caso *Centros*<sup>11</sup> la Corte di Giustizia ha segnato un'importante accelerazione nel processo di integrazione europea mediante un'interpretazione ampia ed estensiva del principio di libertà di stabilimento delle società nell'ambito dell'Unione<sup>12</sup>. A seguito di ciò un gran numero di Stati Membri ha avviato una riforma del proprio diritto delle società a responsabilità limitata. Il timore di subire gli effetti negativi del c.d. *forum shopping* e l'intento di rafforzare l'attrattiva delle forme societarie nazionali hanno ispirato riforme volte alla riduzione dei costi di costituzione e di funzionamento delle società a responsabilità limitata e, dunque, ad una semplificazione della disciplina di tal tipo societario. A tal proposito, alcuni autori<sup>13</sup> hanno parlato di una *light vehicle competition* tra i legislatori nazionali, convinti che gli imprenditori siano orientati a scegliere il veicolo societario meno costoso e più flessibile. In realtà la portata ed i risultati del fenomeno della concorrenza regolatoria nell'ambito del diritto europeo delle società sono alquanto controversi<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> C.G.C.E., 9 marzo 1999, causa C-212/97, *Centros Ltd c. Erhvervs og Selskabsstyrelsen*, in *Foro it.*, 2000, 318 ss., anche consultabile al seguente link: [www.curia.eu.int](http://www.curia.eu.int). Per i commenti cfr. C. CARRARA, *Il caso Centros Ltd. C. Erhvervs – OG Selskabsstyrelsen e il criterio di collegamento internazionalprivatistico della sede effettiva*, in *Dir. fall.*, 2001, 827 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2000, 559 ss.; S. FORTUNATO, *La libertà di stabilimento in una recente sentenza della Corte di Giustizia: il caso Centros*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2000, 83 ss.; A. PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul "caso Centros"*, in *Riv. soc.*, 2001, 1292 ss.; M. GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge: il caso Centros*, in *Riv. dir. intern.*, 2000, 71 ss.

La Corte di Giustizia ha riconosciuto una dimensione del diritto di stabilimento inizialmente non garantita dal Trattato di Roma. Nell'interpretare gli artt. 49 e 54 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, al fine di affermare la libertà di scelta della legge applicabile alle società, la Corte ha incoraggiato lo sviluppo del c.d. *forum shopping* inerente alla coesistenza di diversi ordinamenti giuridici nell'ambito di un medesimo spazio territoriale. Numerosi autori hanno allora osservato che lasciando agli imprenditori la possibilità di scegliere la *lex societatis* che conviene loro, e dunque anche il veicolo societario che meglio si attaglia alle loro esigenze, l'intensificazione del diritto di stabilimento ha inasprito la concorrenza tra le diverse forme di società degli Stati Membri.

<sup>12</sup> Il caso *Centros* è stato poi seguito da altri che hanno contribuito a rafforzare e meglio definire l'estensione della libertà di stabilimento delle imprese all'interno dell'Unione Europea; si vedano i casi *Überseering*, C.G.C.E., 5 novembre 2002, causa C-208/00, *Überseering BV c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*; *Inspire Art Limited*, C.G.C.E., 30 settembre 2003, causa C-167/01, *Inspire Art Ltd c. Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam*; *Cartesio*, C.G.C.E., 16 dicembre 2008, causa C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt.*; *National Grid Indus*, C.G.U.E., 29 novembre 2011, causa C-371/10, *National Grid Indus BV c. Inspecteur van de Belastingdienst Rijnmond/kantoor Rotterdam*; *Vale Eptéisi kft*, C.G.U.E., 12 luglio 2012, causa C-378/10, *Vale Eptéisi kft*; a cui si aggiunge *Sevic*, C.G.C.E., 13 dicembre 2005, causa C-411/03, *Sevic Systems AG*, in tema di fusioni transfrontaliere e *Cadbury Schweppes*, C.G.C.E., 12 settembre 2006, causa C-196/04, *Cadbury Schweppes plc & Cadbury Schweppes Overseas Ltd c. Commissioners of Inland Revenue*, in tema di imposizione fiscale. Tutte le sentenze citate sono reperibili al seguente link: [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu).

<sup>13</sup> Per la nozione di *light vehicle competition* cfr. M. WYCKAERT-F. JENNÉ, *Corporate Mobility*, in K. GEENS-K. HOPT (a cura di), *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven, 2010, 317, nt. 26; T. VAN DUUREN, *The Light Vehicle Competition in Europe: the State of Affairs*, in *European Company Law*, 4, 2004, 153 ss.

<sup>14</sup> Ci si domanda infatti se la concorrenza regolatoria sia una fonte di miglioramento della qualità delle norme (*race to the top*) oppure sia tale da favorire l'elaborazione di norme che privilegiano gli interessi de-



Al di fuori della legislazione e della giurisprudenza dell'Unione Europea altri fattori di origine internazionale e nazionale hanno influenzato le riforme dei vari Stati Membri. Quanto ai fenomeni internazionali sono stati messi in luce<sup>15</sup> (i) la globalizzazione dell'economia, (ii) la globalizzazione dell'impresa e (iii) la sofisticazione e l'internazionalizzazione delle relazioni finanziarie ed economiche. A livello nazionale, invece, occorre prendere atto che le riforme sono altresì legate al contesto economico, giuridico e culturale dell'ordinamento del singolo Stato Membro. Inoltre, mentre il regime giuridico delle società azionarie è stato il principale destinatario delle iniziative europee di armonizzazione, quello delle società a responsabilità limitata consente maggiormente di scegliere tra varie opzioni normative in accordo con il ruolo assegnato al diritto delle società all'interno di ciascun ordinamento giuridico<sup>16</sup>. Le diverse strategie<sup>17</sup> che hanno orientato le riforme dei vari Stati Membri sono state classificate<sup>18</sup> in tre categorie: (i) certi Stati si sono limitati a porre in essere una revisione delle disposizioni legislative già esistenti, aggiornando il quadro normativo già presente e senza investire i fondamenti su cui poggia il diritto delle società nazionali. Si tratta, in tal caso,

---

gli amministratori a scapito di quelli degli investitori (*race to the bottom*). Sul tema v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in P. MONTALENTI (a cura di), *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Milano, 2016, 91 ss.; E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, in E. PEDERZINI (a cura di), *Percorsi di Diritto Societario Europeo*, III ed., Torino, 2016, 95 ss. e in particolare 128-133, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

In ogni caso, da più parti si ritiene che non vi sia il pericolo di un "effetto Delaware" nell'ambito dell'Unione Europea, soprattutto perché non sembra che alcun Stato Membro abbia, sinora, cercato di conquistare una posizione così dominante da attrarre società straniere. In tal senso A. COTIGA, *Le droit européen des sociétés – Compétition entre les systèmes juridiques dans l'Union européenne*, Bruxelles, 2013, 293 ss.; L. ENRIQUES-M. GATTI, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, in *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, vol. 27, 2006, 939-998, dove si afferma (948-949) che «*at most, the greater freedom to shop for a friendlier corporate law, resulting from recent ECJ case law on freedom of establishment, could marginally increase regulatory arbitrage by European corporations. National legislatures might consequently feel pressure to emulate other jurisdictions' friendlier rules. The outcome could therefore be a sort of "defensive regulatory competition", no country seeking to attract reincorporations but all countries intent on retaining their own corporations. This resembles what happens in the United States today, except that Europe would have no Delaware*». Sull'effetto Delaware v. anche L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, in *European Business Law Review*, 2004, 1259-1274; M. GNES, *Il diritto di stabilimento delle società nell'Unione Europea: un nuovo "Delaware"*, in *Giorn. dir. amm.*, 2003, 137 ss.

<sup>15</sup> J. PAILLUSSEAU, *Commentaire, R.I.D.E.*, 2002, 370-371, citato da E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général – Une tentative de synthèse des tendances actuelles du mouvement de simplification*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 22.

<sup>16</sup> E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général*, cit., 25. Gli autori ricordano (nt. 52) la distinzione tra l'approccio contrattualista e quello istituzionalista della società ed il fatto che privilegiare l'una o l'altra impostazione si rifletta anche sull'elaborazione delle regole del diritto delle società. In particolare, seguendo il primo approccio è probabile che il legislatore adotti più spesso regole suppletive o norme-tipo, mentre seguendo il secondo, si preferiranno regole imperative. Secondo gli autori citati tali diverse concezioni sono influenzate dal ruolo sociale assegnato al diritto delle società. Su questi temi v. anche J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN-M. PARGENDLER, *What is Corporate Law*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, III ed., Oxford, 2017, 17-28.

<sup>17</sup> Per una rassegna di alcune soluzioni adottate dai singoli Stati Membri v. *infra* in questo paragrafo.

<sup>18</sup> J. MCCAHERY-E. VERMEULEN-H. HISATAKE-J. SAITO, *The New Company Law: What Matters in an Innovative Company Law*, in AA.VV., *Private Company Law Reform – International and European Perspective*, The Hague, 2010, 87-107; ID., *Traditional and Innovative Approaches to Legal Reform: The New Company Law*, in *European Business Organization Law Review*, 2007, 7-57.

di una strategia di miglioramento superficiale (*patching-up revision*) nella quale il legislatore mira non tanto alla creazione di norme innovative quanto piuttosto a riprodurre i risultati ottenuti in certi Stati vicini<sup>19</sup>. (ii) Altri Stati, in risposta a *lobby* riformiste, hanno elaborato una nuova variante di una struttura societaria esistente che, quindi, si incardina nel tradizionale quadro del diritto delle società dell'ordinamento in questione, ma presenta talune innovazioni<sup>20</sup>. (iii) Altri Stati, infine, per rispondere a pressioni derivanti da avvenimenti di grande rilevanza, quale ad esempio una crisi economica, hanno dato vita a forme giuridiche totalmente nuove e disconnesse dal quadro legale esistente<sup>21</sup>.

Nell'ambito di tale ampio e diversificato movimento di semplificazione se, da un lato, alcune linee di convergenza possono essere identificate<sup>22</sup>, dall'altro, in dottrina<sup>23</sup> si è evidenziato che gli orientamenti e le modalità delle riforme semplificatrici sono pesantemente influenzate da specificità nazionali (secondo il fenomeno della c.d. *path dependence*) e ciò conduce ad un elevato livello di eterogeneità nella regolamentazione adottata nei diversi Stati Membri. In altre parole si assiste ad una valorizzazione dei profili nazionali del diritto delle società a responsabilità limitata. Un rapido sguardo alle soluzioni adottate da alcuni Paesi consentirà di meglio illustrare quanto sopra enunciato. Il legislatore dei Paesi Bassi ha introdotto (nel 1971) la *besloten vennootschap* (BV) al fine di aggirare l'applicazione delle direttive europee e tale riforma ha dato vita ad un tipo societario che in gran parte ricalca quello delle società anonime<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup> Secondo J. MCCAHERY-E. VERMEULEN-H. HISATAKE-J. SAITO, *The New Company Law: What Matters in an Innovative Company Law*, cit., 87, una strategia di tal tipo troverebbe una spiegazione in un fenomeno di *path dependence*, nel senso che certi fattori, come per esempio le tradizioni giuridiche locali o il peso delle élite conservatrici, inciterebbero al mantenimento dello *status quo* e alla riproduzione di regole un tempo efficienti, ma non più al passo con le evoluzioni in ambito sociale ed economico.

<sup>20</sup> J. MCCAHERY, -E. VERMEULEN-H. HISATAKE-J. SAITO, *The New Company Law: What Matters in an Innovative Company Law*, cit., 96-101.

<sup>21</sup> J. MCCAHERY-E. VERMEULEN-H. HISATAKE-J. SAITO, *The New Company Law: What Matters in an Innovative Company Law*, cit., 101-107.

<sup>22</sup> E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général*, cit., 27-31, identificano quali zone di convergenza (i) in primo luogo l'ambizione di proporre una regolamentazione che faciliti la conduzione degli affari al fine di mantenere gli investimenti locali e di attirare quelli stranieri; (ii) in secondo luogo la circoscrizione per cui gli Stati Europei paiono aver preso coscienza della necessità di rispondere ai bisogni delle PMI in termini di inquadramento giuridico, in conformità con il principio *think small first*. A tal proposito, i legislatori paiono aver compreso la necessità di rigettare quello che viene definito *one-size-fits-all-approach* preferendo, invece, delle soluzioni diversificate a seconda del tipo di società in modo da poter rispondere ad esigenze diverse. In particolare si osserva che la tensione tra il bisogno di libertà contrattuale delle piccole imprese e la necessità di una regolamentazione specifica per le grandi imprese sembra aver ispirato un sistema a due velocità, il cui grado di flessibilità dipende dalla struttura del capitale sociale. In tal senso E. WYMEERSCH, *Comparative Study of the Company Types in Selected EU States*, in *European Company and Financial Law Review*, 2009, 123.

Le riforme, come sintetizzano E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général*, cit., 30, hanno avuto per oggetto la costante riduzione degli oneri amministrativi, la riduzione dei ritardi e dei costi di costituzione, l'esonerazione di alcuni vincoli regolamentari, l'ammorbidente della struttura di gestione e l'allargamento dei metodi di presa delle decisioni senza riunione fisica.

<sup>23</sup> E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général*, cit., 15 e 31 ss.

<sup>24</sup> Anche la successiva riforma del 2012 ha introdotto disposizioni volte a rendere più flessibile il quadro giuridico, mantenendo però un approccio di tipo *one-size-fits-all*. Per un quadro più approfondito v. C. VAN DER ELST-E.P.M. VERMEULEN, *Rapport Néerlandais – The Dutch Private Company: successfully re-launched?*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 165-190.

Al contrario il Belgio, per non creare un fenomeno concorrenziale tra i diversi tipi societari nazionali, ha scelto di dar luogo ad un recepimento estensivo delle direttive europee, applicandole anche alle società a responsabilità limitata<sup>25</sup>. Anche in Austria, dove le riforme del diritto societario degli ultimi decenni sono state principalmente mirate a recepire la regolamentazione europea, molte direttive rivolte specificamente alle società anonime, sono state estese pure alle società a responsabilità limitata<sup>26</sup>.

In Germania nel 2008 vi è stata una profonda riforma (denominata MoMiG) della *GmbH*, la quale mirava soprattutto a favorire la creazione di PMI, a rinforzare la competitività e l'attrattività del Paese verso gli investitori locali ed internazionali, a migliorare la certezza del diritto formalizzando certi orientamenti della giurisprudenza e a lottare contro le situazioni di insolvibilità abusiva<sup>27</sup>. Un'attenzione particolare alle PMI vi è stata anche in Spagna, dove, a seguito dell'impulso proveniente dalle autorità europee<sup>28</sup> per un miglioramento e una semplificazione dell'ambiente regolamentare in cui si sviluppano le PMI, vi è stata l'introduzione (nel 2003) di un nuovo sotto-tipo di *Sociedad Limitada* (SL), ossia la *Sociedad Limitada Nueva Empresa* (SLNE)<sup>29</sup>.

Quanto al panorama italiano, il tipo societario disciplinato dal codice civile del 1942, in realtà, altro non era che una "piccola s.p.a." o una "sorella minore" della società azionaria. Da allora è stato necessario attendere alcuni decenni prima che vi fossero cambiamenti significativi per le s.r.l. Infatti, solo con l'inizio del XXI secolo, a seguito anche degli impulsi provenienti a livello europeo, il legislatore italiano ha compiuto una profonda riforma del diritto delle società di capitali nel senso della modernizzazione e della semplificazione dell'intera disciplina, pur cercando di imprimere maggior rigore ai principi di *corporate governance*. La s.r.l. emersa dalla riforma ha subito, come osservato<sup>30</sup>, una vera e propria «mutazione genetica»: se il modello pensato dal legislatore del 1942 era alquanto "appiattito" sul tipo s.p.a. e numerosi erano i rinvii alla disciplina della società azionaria, la "nuova" s.r.l. si presentava come un vero tipo di società distinto dalla s.p.a., fondato sul ruolo centrale del socio e capace di offrire sia la sicurezza di una società di capitali sia la flessibilità di una società di persone, pur ga-

<sup>25</sup> Sul diritto societario belga delle società a responsabilità limitata cfr. A. FRANCOIS-J. DELVOIE-T. COEN, *Rapport Belge – Modern times pour le droit belge des sociétés?*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 67-111.

<sup>26</sup> Sul diritto societario austriaco delle società a responsabilità limitata cfr. V.H.S.E. ROBERTSON-T. BORIC, *Rapport Autrichien – Austrian GmbH reforms in the light of the European "light vehicle competition" of company laws*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 197-226.

<sup>27</sup> Così sintetizzano E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT, *Rapport général*, cit., 33. Per una visione più approfondita della *GmbH* tedesca cfr. C. BRULS, *Rapport Allemand – Exemple de la GmbH Allemande*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 191-195; J. ROSENGARTEN-F. BURMEISTER-M. KLEIN, *The German Limited Liability Company*, IX ed., Monaco, 2020.

<sup>28</sup> Cfr. La Carta Europea delle piccole imprese adottata dal Consiglio *Affari generali* a Lisbona, il 13 giugno 2000, approvata dal Consiglio Europeo di Feira (19-20 giugno 2000), reperibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu>.

<sup>29</sup> Sul diritto societario spagnolo delle società a responsabilità limitata cfr. P.M. GARCIA-NOBLEJAS, *Rapport Espagnol – Modernisation et simplification du droit des sociétés en Espagne*, in E.J. NAVEZ-Y. DE CORDT (eds.), *La simplification du droit des sociétés privées dans les Etats membres de l'Union européenne*, cit., 265-292.

<sup>30</sup> P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 68.

rantando la protezione delle parti deboli, ossia i soci (e in particolare quelli di minoranza), i terzi e i creditori. L'autonomia, la flessibilizzazione e la personalizzazione rappresentano i caratteri più significativi della "nuova" s.r.l. che si presta ad essere «modellata da "piccola s.p.a." a "società di persone a responsabilità limitata"»<sup>31</sup>. Tale ambiziosa riforma pur avendo creato un modello particolarmente elastico al fine di adeguarsi alle molteplici e diversificate esigenze dei soci, ha comunque rivelato delle falle sia in relazione all'obiettivo di semplificazione sia in relazione alla protezione delle parti deboli.

Occorre aspettare all'incirca un altro decennio e una forte crisi economica per vedere una seconda ondata di riforme semplificatrici<sup>32</sup> della disciplina delle s.r.l. finalizzate sia a rispondere alla predetta crisi sia ad allinearsi alle soluzioni adottate da altri Stati Membri; tuttavia non è questa la sede per approfondire tale materia.

La scelta dell'ambito di indagine del presente scritto<sup>33</sup>, ossia la semplificazione consistente nella mancanza del controllo sulla relazione di stima dei conferimenti in natura, introdotta con la prima ondata di semplificazioni, potrebbe forse sembrare, ad un primo sguardo, datata e quasi priva di interesse attuale. In realtà, ci pare si tratti di un argomento la cui analisi si presta a nuove letture a seguito delle norme introdotte con la recente legislazione in tema di crisi d'impresa e, più in generale, appare utile per comprendere più compiutamente il sistema dei controlli sulla stima dei conferimenti in natura nelle società di capitali.

L'obiettivo che ci si pone consiste nel capire se la semplificazione in parola sia efficiente, ossia se effettivamente consenta maggiore flessibilità, più spazio all'autonomia privata e un alleggerimento degli oneri amministrativi, in coerenza con i principi guida del tipo s.r.l., pur continuando a garantire la tutela delle parti deboli.

---

<sup>31</sup> Così P. MONTALENTI, *op. cit.*, 68, il quale poi (177) osserva che «la flessibilizzazione del tipo, la plasmabilità variabile del modello (...), il tasso di variabilità del codice organizzativo costituiscono sicuramente un tratto positivo dello schema societario riformato adattabile ai polimorfi interessi che nella piccola, media e medio-grande impresa – "area forte" – dell'economia italiana – si configurano e si evolvono».

<sup>32</sup> Con il D.L. 24 gennaio 2012, n. 1 (c.d. Decreto liberalizzazioni, convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2012, n. 27) il legislatore ha introdotto (all'art. 2463-bis c.c.) la *società a responsabilità limitata semplificata* (s.r.l.s.), nel tentativo di creare una forma più semplificata ed economica della s.r.l. ordinaria, eppure più rigida. Detto modello era stato pensato con l'obiettivo di promuovere la creazione di imprese di giovani di meno di 35 anni. Appena qualche mese dopo, con il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto crescita, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134) il legislatore ha dato vita alla *società a responsabilità limitata a capitale ridotto* (s.r.l.c.r.), una forma più flessibile, ma anche più onerosa rispetto alla s.r.l.s. Infine, l'anno successivo vi è stato un nuovo intervento legislativo (D.L. 28 giugno 2013, n. 76, c.d. Decreto del fare, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 99) volto a correggere le precedenti semplificazioni. Con tale novella il legislatore ha abrogato la s.r.l.c.r. e generalizzato la possibilità di costituire la società con un capitale ridotto, nonché modificato la s.r.l. semplificata.

Pertanto, all'esito dei suddetti provvedimenti normativi, oggi vi sono due modelli di s.r.l.: 1) la *s.r.l. ordinaria*, che può costituirsi anche con capitale ridotto, pur nel rispetto di conseguenti correttivi; 2) la *s.r.l. semplificata*, dotata di capitale simbolico e con soci non sottoposti ad alcun vincolo anagrafico.

Relativamente alle *start up* innovative e alle PMI, v. la successiva nota.

<sup>33</sup> Chi scrive è ben consapevole che il tema qui considerato interessa la disciplina delle s.r.l. in tutte le sue varianti, incluse le forme di *start up* innovativa e PMI, il cui regime giuridico "ibrido" potrebbe sollecitare riflessioni e offrire spunti suggestivi di analisi; le finalità e i confini del presente scritto consigliano tuttavia di concentrare l'attenzione solamente sulla s.r.l. ordinaria, salvo pochi necessari cenni alle altre varianti.

2. *Le linee guida della legge delega e la disciplina dei conferimenti in natura all'indomani della riforma.* – 2.1. *I criteri direttivi enunciati dalla legge delega in tema di conferimenti in natura nelle s.p.a. e nelle s.r.l.: principi identici, recepiti però in modo non sempre coincidente.* – Come accennato, l'obiettivo perseguito dal legislatore quando, al momento della legge delega, ha enunciato i principi direttivi a cui avrebbe dovuto ispirarsi la riforma della disciplina della società a responsabilità limitata, era quello di dar vita ad un modello societario imperniato sulla «rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci», e caratterizzato da un'«ampia autonomia statutaria» e «dalla libertà di forme organizzative, nel rispetto del principio di certezza nei rapporti con i terzi»<sup>34</sup>. Successivamente, la *Relazione illustrativa* al D.Lgs. n. 6/2003 presenta la s.r.l. come un tipo societario che «si caratterizza (...) come una società personale la quale perciò, pur godendo del beneficio della responsabilità limitata (...), può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni»<sup>35</sup>.

Quanto più specificamente al tema dei conferimenti, è stato acutamente osservato<sup>36</sup> che la materia in parola costituisce uno di quegli ambiti della riforma delle s.r.l. in cui emerge più chiaramente la tensione tra «la flessibilità e la "personalizzazione" della relativa disciplina», causate dall'introduzione di caratteri propri delle società di persone, da un lato, e la resistenza di elementi dei tipi societari capitalistici e dunque della società per azioni, dall'altro. Una breve disamina dei principi dettati dalla legge delega e delle disposizioni concernenti gli apporti dei soci consentirà di chiarire meglio quanto appena affermato.

Antecedentemente alla riforma del 2003, il vecchio art. 2476 c.c.<sup>37</sup>, relativamente ai conferimenti, alla loro valutazione e agli acquisti pericolosi, rinviava semplicemente agli articoli dettati in tema di s.p.a., creando così un appiattimento della disciplina della s.r.l. su quella della società azionaria<sup>38</sup>.

<sup>34</sup> Così art. 3, comma 1, L. 3 ottobre 2001, n. 366, recante la *Delega al Governo per la riforma del diritto societario*. Tali indicazioni vengono poi riprese dalla *Relazione illustrativa* al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, par. 11, in *Riv. soc.*, 1, 2003, 147, che, nel commento alla "nuova" s.r.l., afferma che «La riforma in materia di società a responsabilità limitata, secondo quanto indicato dall'art. 3 della legge di delega, si muove nella direzione di una integrale revisione di tale modello societario. Essa, parallelamente ad un processo rilevabile sul piano internazionale, sia in Europa sia al di fuori di essa, intende offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata elasticità e che, imperniato fondamentalmente su una considerazione delle persone dei soci e dei loro rapporti personali, si volge a soddisfare esigenze particolarmente presenti nell'ambito del settore delle piccole e medie imprese».

<sup>35</sup> *Relazione illustrativa* al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, par. 11, cit., 147.

<sup>36</sup> Così M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 4, 2004, 657, che poi (658) evidenzia come «l'obiettivo di attribuire la massima ampiezza all'autonomia statutaria e di ridurre il grado di imperatività della disciplina della società a responsabilità limitata si scontrò con il rispetto delle regole in tema di formazione e conservazione del capitale sociale. Si può anzi affermare che tali regole rappresentino ormai uno dei maggiori vincoli che gravano sulla struttura di questo rinnovato tipo di società».

<sup>37</sup> L'art. 2476, comma 1, c.c. precisamente disponeva che «si applicano ai conferimenti dei soci e agli acquisti pericolosi da parte della società di beni o crediti dei fondatori, dei soci e degli amministratori le disposizioni degli articoli 2342, 2343 e 2343-bis». Sull'art. 2476 c.c., ante riforma v., ex multis, G. SANTINI, *Sub art. 2476 c.c.*, in F. GALGANO (a cura di), *Società a responsabilità limitata, Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1992, 85-93.

<sup>38</sup> Quanto ai conferimenti in natura il vecchio testo dell'art. 2342 c.c., prevedeva come regola di *default* che il conferimento dovesse essere in denaro, salvo che l'atto costitutivo stabilisse diversamente e vietava

La legge delega dal canto suo, in tema di conferimenti nelle società a responsabilità limitata, all'art. 3, comma 2, lett. c), demanda al legislatore di «*dettare una disciplina dei conferimenti tale da consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale, a condizione che sia garantita l'effettiva formazione del capitale sociale; consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali*». La lettera successiva del medesimo articolo poi richiede, con riferimento ai conferimenti diversi dal denaro, che la nuova disciplina consenta di «*semplificare le procedure di valutazione (...) nel rispetto del principio di certezza del valore a tutela dei terzi*» [lett. d), comma 2, art. 3].

Leggendo il successivo art. 4, comma 5, lett. a) e b), dedicato alla disciplina dei conferimenti nelle società per azioni ci si accorge che vi è piena corrispondenza tra i criteri direttivi enunciati dalla legge delega nei due modelli capitalistici: la finalità comune pare chiaramente essere la semplificazione. Tuttavia, se oltre al perseguimento di quest'ultimo fine, il legislatore mirava anche a differenziare i due tipi societari così da sottrarre la s.r.l. ai rigidi vincoli a cui sono sottoposte le s.p.a., in tema di conferimenti tale ambizioso obiettivo avrebbe potuto correre il rischio di rimanere paralizzato sin dall'inizio proprio a causa di principi direttivi del tutto identici dettati per il legislatore delegato<sup>39</sup>. In realtà,

---

espressamente il conferimento d'opera o servizi. Il comma 2 della citata disposizione rimandava poi agli artt. 2254 e 2255 c.c. Il primo articolo stabilisce che, «*per le cose conferite in proprietà*», la garanzia dovuta dal socio ed il passaggio dei rischi sono disciplinati dalle norme sulla vendita, mentre per le «*cose conferite in godimento*», il rischio rimane a carico del conferente e la garanzia è quella prevista dalle norme in tema di locazione. Il secondo è dedicato al conferimento di crediti e stabilisce che il conferente risponda «*dell'insolvenza del debitore, nei limiti indicati dall'art. 1267 per il caso di assunzione convenzionale di garanzia*». Infine, era stabilito che le azioni corrispondenti a tali conferimenti dovessero essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

La procedura di valutazione dei conferimenti in natura era, come noto, incentrata sull'obbligo di presentazione, da parte del conferente, di una relazione giurata di un esperto designato dal tribunale, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, il valore a ciascuno attribuito, l'attestazione (tale obbligo è stato introdotto a seguito della modifica compiuta con il D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30) che il valore attribuito non fosse inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle partecipazioni emesse in contropartita del conferimento (art. 2343, comma 1, c.c.). Il requisito di imparzialità dell'esperto oltre ad essere assicurato dalla nomina giudiziaria era poi ulteriormente rafforzato dalla previsione di cui al comma 2 dell'art. 2343 c.c. che stabiliva l'assoggettamento del perito alle responsabilità civili e penali stabilite dall'art. 64 c.p.c. per il consulente tecnico. La stima dell'esperto era poi sottoposta ad un doppio controllo. In primo luogo, vi era il controllo di legalità attribuito inizialmente al tribunale in sede di omologazione dell'atto costitutivo e, in un secondo tempo (a seguito delle modifiche dell'art. 2330 c.c. da parte della L. 24 novembre 2000, n. 340, applicabili anche alla s.r.l. in virtù del richiamo contenuto nel vecchio testo dell'art. 2475 c.c.), devolute esclusivamente al notaio (relativamente ai limiti di tale controllo e, in particolare, sulla questione della non estensibilità dello stesso al merito della valutazione compiuta dall'esperto cfr., per il periodo antecedente la L. n. 340/2000, M. MALSERVISI, *Contenuto e limiti del controllo sulla relazione di stima allegata all'atto costitutivo di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1999, II, 158 ss.; per il periodo successivo M. MIOLA, *Il controllo notarile sulla relazione di stima dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 2001, 1149 ss. e soprattutto 1184 ss.). In secondo luogo, vi era il controllo sulla congruità delle valutazioni del conferimento ad opera degli amministratori e, qualora nominati, anche dei sindaci, entro sei mesi dalla costituzione della società e, se vi fossero fondati motivi, l'obbligo di procedere alla revisione della stima. In caso di minusvalenza di oltre un quinto dei beni o dei crediti apportati rispetto al valore per il quale era stato effettuato il conferimento, la società avrebbe dovuto ridurre proporzionalmente il capitale sociale "scoperto" annullando le azioni o le quote, salvo che il socio decidesse di versare la differenza in denaro o di recedere dalla società (art. 2343, commi 3 e 4, c.c., vecchio testo, integralmente richiamati dall'art. 2476 c.c. per le s.r.l.).

<sup>39</sup> In tal senso M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 658-659.

passando all'esame delle disposizioni poi emanate in materia<sup>40</sup>, ci si rende conto che oltre a molte similitudini, si osservano comunque alcune significative differenze tra la disciplina delle s.r.l. ed il modello azionario<sup>41</sup>.

La distanza tra le regole dei due modelli capitalistici in parola sono osservabili sia sotto il profilo della tipologia di beni diversi dal denaro conferibili in società sia sotto quello della loro valutazione e il quadro normativo costruito dal legislatore della riforma per le s.r.l. appare originale sia rispetto alle regole della s.p.a. sia rispetto al passato. La dottrina commercialistica ha avanzato plurime motivazioni per giustificare la diversità di disciplina e ha proposto interpretazioni alquanto differenti delle disposizioni della s.r.l. Secondo parte della dottrina<sup>42</sup> la diversità deriverebbe dalla presa d'atto della tendenziale sottocapitalizzazione delle s.r.l. e dal fatto che questo tipo societario sia caratterizzato da una tutela del capitale sociale di minore intensità. Altra parte della dottrina<sup>43</sup> valorizza la mancata sottoposizione della s.r.l. alla II Direttiva CEE (Dir. 77/91/CEE, oggi Dir. 2017/1132/UE)<sup>44</sup>, affermando che il legislatore delegato proprio in virtù dell'assenza di vincoli comunitari ha potuto dettare norme sfruttando un'ampiezza preclusa alla s.p.a. dai vincoli predetti. Altra dottrina<sup>45</sup> ancora, nel tentativo di rintracciare un oggettivo criterio interpretativo di orientamento, riconduce la divergenza ai distinti contesti disciplinari entro cui dovevano inserirsi le disposizioni delegate: ciò avrebbe giustificato regole diverse nel momento attuativo della delega legislativa. In particolare, si sottolinea che diverso, per le s.p.a. e per le s.r.l., è il limite esterno condizionante il legislatore, os-

<sup>40</sup> Ci si riferisce alle disposizioni contenute nella Sezione II del Capo VII del Titolo V del Libro V e, precisamente, agli artt. 2464 («Conferimenti»), 2465 («Stima dei conferimenti di beni in natura e crediti») che hanno sostituito lo stringato precedente rinvio del "vecchio" art. 2476 c.c. alla disciplina delle s.p.a. e all'art. 2466 c.c. dedicato alle vicende del socio moroso.

<sup>41</sup> Sulla disciplina delle società azionarie, v., *ex multis*, V. DE STASIO-G. NUZZO, Sub art. 2342 c.c., in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, t. 1, Milano, 2016, 344 ss.; G. NUZZO, Sub art. 2343 c.c., *ivi*, 385 ss.; G. FERRI JR., Sub art. 2343-ter c.c., *ivi*, 415 ss.; M. SPERANZIN, Sub art. 2343-quater c.c., *ivi*, 427 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti "pericolosi". Prestazioni accessorie*, a cura di F. DI GIROLAMO, in P. SCHLESINGER (fondato da), F.D. BUSNELLI (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, II ed., Milano, 2015; M. EREDE, Sub artt. 2342-2343 c.c., in M. NOTARI (a cura di), *Costituzione-Conferimenti*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 381-422; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, t. 3, Torino, 2004, 3 ss.

<sup>42</sup> I. CAPELLI, Sub art. 2464 c.c., in P. BENAZZO-S. PATRIARCA (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, vol. I, Torino, 2006, 54 ss.

<sup>43</sup> Così F. TASSINARI, *I conferimenti e la tutela dell'integrità del capitale sociale*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2007, 74 ss., il quale afferma (76) che: «Il vincolo di diritto comunitario ha così consentito al legislatore delegato, pure posto di fronte a due insiemi di norme deleganti identiche per le società azionarie e s.r.l., di dettare norme delegate diverse per i due tipi di società, soprattutto in quelle situazioni in cui dall'ampio tenore letterale delle norme della legge delega si poteva desumere l'intenzione del legislatore di applicare alla s.r.l. soluzioni più liberali, che non avrebbero potuto essere estese alle società azionarie proprio in considerazione di tale vincolo comunitario».

<sup>44</sup> La II Direttiva comunitaria o Dir. 77/91/CEE del 13 dicembre 1976, relativa alla costituzione della società per azioni, nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale della stessa, è stata modificata dalla Dir. 2006/68/CE del 6 settembre 2006, a sua volta sostituita dalla Dir. 2012/30/UE del 25 ottobre 2012. Quest'ultima direttiva è stata poi abrogata dalla Dir. 2017/1132/UE del 14 giugno 2017, la cui versione consolidata risale al 12 agosto 2022. Gli atti legislativi citati sono reperibili al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu>.

<sup>45</sup> E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 1, 2007, 106-109.

sia rispettivamente le imposizioni comunitarie e l'art. 3, comma 2, lett. i), che invita il legislatore delegato a: «prevedere norme inderogabili in materia di formazione e conservazione del capitale sociale, nonché in materia di liquidazione, che siano idonee a tutelare i creditori sociali consentendo, al contempo, una semplificazione delle procedure». Diverso, prosegue la medesima dottrina, è anche «il criterio di orientamento interno del medesimo comando in questione»; solo nell'ambito della s.r.l. i principi dettati dalla legge delega devono modellarsi «sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci» [art. 3, comma 1, lett. a)]. La lettura e l'interpretazione delle disposizioni di cui agli artt. 2464 e 2465 c.c. dovrà avvenire, secondo tale dottrina, entro la cornice fornita dai citati criteri direttivi<sup>46</sup>.

Al di là delle diverse ragioni ed interpretazioni, occorrerà poi valutare se i divari rispetto al modello azionario siano funzionali a raggiungere sia il fine di semplificazione che l'esigenza di differenziazione tra i due tipi societari o, se, viceversa, si tratti di mere lacune legislative o di scelte inopportune che non solo non garantiscono il raggiungimento dei risultati voluti, ma addirittura introducono criticità nella tutela delle parti deboli.

*2.2. Affinità e divergenze rispetto al modello azionario.* – Le affinità con la disciplina della s.p.a. si riscontrano soprattutto nella regolamentazione generale dei conferimenti di cui all'art. 2464 c.c.<sup>47</sup>. Si stabilisce, infatti, innanzitutto che il loro valore

---

<sup>46</sup> E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 108. L'A. afferma che: «si delinea così il percorso sistematico con cui è possibile affrontare la lettura delle nuove disposizioni degli artt. 2464 e 2465. Si crede opportuno in particolare, tentare di specificare in appresso, attraverso l'esame del contenuto precettivo dell'art. 3, comma 2, lett. i, e delle norme che se ne possano considerare attuazione, prima i confini esterni rappresentati dall'autonomo sistema del capitale nella s.r.l., entro i quali potere, poi, verificare il compito tipologico concretamente assegnato alle regole sui conferimenti, in attuazione del principio di cui all'art. 3, comma 1, lett. a». Sul ruolo del capitale sociale nelle s.r.l. è diversa, invece, la posizione di L. SALAMONE, *I conferimenti*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, Milano, 2020, 363, il quale scrive che «poca o nessuna attinenza assumono i rilievi secondo cui la disciplina di formazione del capitale sarebbe più tenue nella s.r.l. Chi si ritenga convinto che il capitale sia un misuratore dell'utile e delle perdite, e poi un necessario strumento di classificazione delle perdite, non può essere condizionato dalla diversa disciplina di valutazione dei conferimenti non in contanti, sol che si consideri che: 1) la normativa europea della società per azioni non prevede verifiche e revisioni della stima invece imposte dal diritto interno della società azionaria; 2) nella disciplina della società per azioni con riguardo ai casi in cui vi è eccezionale esenzione della procedura ordinaria di valutazione, non trovano applicazione i commi 3 e 4 dell'art. 2343 c.c., bensì, a certe condizioni, è concesso provocare una nuova procedura valutativa secondo le regole residuali dell'art. 2343 c.c., così da tollerare – ove non sia consentito tornare a dette regole ordinarie – un conferimento sopravvalutato (almeno temporaneamente e salvo nuova valutazione dagli amministratori in vista dell'iscrizione in bilancio) esattamente come avviene per la s.r.l. ai sensi dell'art. 2465 c.c.; 3) anche ponendosi nella prospettiva del capitale come fondo di cespiti aggregevole dai creditori, una più rigorosa interpretazione delle regole della formazione e poi dell'integrità del capitale paiono del tutto neutre, poiché il valore di aggiudicazione che del bene si riesce a spuntare da una vendita forzata susseguente ad esecuzione individuale o concorsuale non è certo condizionato da quello inizialmente espresso ed attestato in sede di conferimento».

<sup>47</sup> Sul punto v., *ex multis*, M. AVAGLIANO, *Sub art. 2464 c.c.*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, cit., 2008, 45-167; G. ZANARONE, *Sub art. 2464 c.c.*, in ID., *Della società a responsabilità limitata*, in P. SCHLESINGER (fondato da) e F.D. BUSNELLI (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, t. 1, Milano, 2010, 279-336; G. GARESIO, *Sub art. 2464 c.c.*, in O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (a cura di), *Codice della società a responsabilità limitata*, Roma, 2015, 159 ss.; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, vol. V, Padova, 2007,



«non può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale» (comma 1), ponendo così il medesimo principio dettato per le s.p.a.<sup>48</sup> seppure in una diversa collocazione sistematica (cfr. art. 2346, comma 5, c.c.) rispetto alle norme dedicate ai conferimenti. Vi è poi una serie di disposizioni che, invece, riproducono fedelmente quanto stabilito per le società azionarie al corrispondente art. 2342 c.c. In primo luogo, il legislatore stabilisce, quale regola di *default*, in mancanza di altra previsione dell'atto costitutivo, che il conferimento debba farsi in denaro<sup>49</sup> (artt. 2464, comma 3, e 2342, comma 1, c.c.).

In secondo luogo, in tema di conferimenti non in contanti, si richiamano espressamente gli artt. 2254 e 2255, che rinviano alle norme sulla vendita, sulla locazione e sulla cessione dei crediti per regolare il passaggio dei rischi e delle garanzie dovute dal socio, a fronte, rispettivamente, del conferimento di beni in proprietà o in godimento e di crediti (artt. 2464, comma 5, e 2342, comma 3, c.c.)<sup>50</sup>.

Una ulteriore affinità con il modello azionario si riscontra nell'obbligo di immediata ed integrale liberazione dei conferimenti non in denaro e dell'eventuale sovrapprezzo al momento della sottoscrizione (art. 2464, comma 5 e 2342, comma 3, c.c.). La regola deriva dalla II Direttiva (art. 9, Dir. 77/91/CEE, oggi art. 48, Dir. 2017/1132/UE) che pone il limite temporale massimo per la liberazione in cinque anni dall'iscrizione nel registro delle imprese. Il legislatore italiano ha compiuto una scelta più rigorosa e l'ha imposta non solo per le s.p.a., che sono notoriamente sottoposte alla direttiva, ma anche per le s.r.l.<sup>51</sup>.

73 ss.; A. BERTOLOTTI, *La disciplina dei conferimenti nelle s.r.l.*, in M. SARALE (diretto da), *Le nuove s.r.l.*, Bologna, 2008, 2 ss.; F. PASQUARIELLO, *I conferimenti*, in M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. LXV, Padova, 2012, 15 ss.; C. CINCOTTI, *I conferimenti*, in F. FARINAC. IBBA-G. RACUGNO-A. SERRA (a cura di), *La nuova s.r.l. – Prime letture e proposte interpretative*, Milano, 2004, 85-106.

<sup>48</sup> Sul punto O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 74, osserva che «con innovazione rispetto al sistema anteriore (...) è prevista, sia per le società a responsabilità limitata, sia per quella per azioni, la possibilità della non corrispondenza tra conferimento e partecipazione o numero di azioni assegnato, fermo restando che il valore complessivo dei conferimenti non può essere inferiore all'ammontare del capitale sociale».

<sup>49</sup> L'atto costitutivo oltre a prevedere la possibilità del conferimento non in contanti potrebbe anche introdurre limitazioni di ordine oggettivo o soggettivo. Così sostiene la COMMISSIONE SOCIETÀ DEL COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, sia per le s.p.a. (*Orientamento H.A.5*) sia per le s.r.l. (*Orientamento I.A.7*). Entrambi gli Orientamenti citati sono reperibili al seguente link: [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it).

<sup>50</sup> Diversamente da quanto previsto per l'ipotesi dei contratti di scambio, nei conferimenti diversi dal denaro le garanzie per l'evizione e i vizi, così come la garanzia della solvenza del debitore ceduto e le garanzie manutentorie dei diritti personali di godimento, si ritiene che non siano suscettibili di deroghe convenzionali a tutela dell'effettività del capitale sociale (cfr. G.B. PORTALE, *La mancata attuazione del conferimento in natura*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, t. 3, cit., 580 nt. 19, 594); sull'argomento v. O. CAGNASSO, *Problemi interpretativi in tema di garanzia e rischi dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1974, 753 ss.

<sup>51</sup> Il diritto interno, che nella disposizione in commento si riferisce ai beni in natura e ai crediti, dovrebbe essere interpretato in modo conforme a quello comunitario, che agli artt. 9, comma 2 e 10, comma 1 della II Direttiva si riferiva ai conferimenti non in contanti. Ciò spinge la dottrina, al fine di tutelare l'effettività del capitale (M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 29) a ritenere che l'espressione «beni e servizi» vada intesa come esemplificativa dei conferimenti non in contanti (O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 76; F. TASSINARI, *Sub art. 2464, c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commentario sistematico al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, vol. III, Padova, 2005, 1767). Di conseguenza l'ambito di applicazione della regola si estende-

Infine, vi è perfetta sovrapposibilità tra le due discipline (artt. 2464, comma 7, e 2342, comma 4, c.c.) laddove si stabilisce che in caso venga meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti debbono essere versati entro novanta giorni.

Peculiare, invece, alla disciplina delle s.r.l. è la regola dettata al comma 2 dell'art. 2464 c.c., secondo cui sono conferibili «*tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*». Il citato secondo comma riproduce fedelmente il dettato dell'art. 7 della II Direttiva (oggi art. 46, Dir. 2017/1132/UE) nonché la formulazione dell'art. 3, comma 2, lett. c) della legge delega, analoga a quella dettata per le s.p.a. al successivo art. 4, comma 5, lett. a), ma non recepita dal legislatore delegato per le società azionarie. Sia l'identità con la disposizione comunitaria sia il rapporto tra la norma codicistica e la legge delega hanno suscitato plurime riflessioni in dottrina. In particolare, quanto alla legge delega ed al fatto che quest'ultima dettasse il medesimo principio per tutte le società di capitali, ma sia stata inserita solo nel testo definitivo delle s.r.l., ciò è stato visto come una divergenza in punto di modalità di attuazione di un medesimo obiettivo<sup>52</sup>. Un'altra lettura valorizza invece la diversa importanza conferita ai conferimenti e alla formazione e alla funzione del capitale nella s.r.l. rispetto alla s.p.a.<sup>53</sup>. Altre riflessioni ancora sottolineano, da un lato, la singolarità<sup>54</sup> della disposizione in esame, nel senso che deriva dalla II Direttiva, pur essendo la s.r.l. esclusa dall'ambito di applicazione della stessa, e, dall'altro, la progressione testuale<sup>55</sup> rispetto a cui la norma si colloca, ossia subito dopo la disposizione che vieta che il valore complessivo dei conferimenti possa essere inferiore al valore del capitale nominale e prima dell'elencazione delle categorie di entità conferibili e della loro disciplina. Vi è, infine, chi<sup>56</sup> reputa la scelta legislativa di dettare la regola di cui all'art. 2464, comma 2, c.c., solo per le s.r.l. illogica sia in relazione alla disciplina comunitaria sia rispetto alla legge delega, nonché per la sua collocazione.

Se la disposizione di cui sopra, come detto, è stata riprodotta solo per le s.r.l., nonostante il principio in essa contenuto sia stato in realtà prospettato anche per le s.p.a., vi sono altre norme esclusivamente dettate per le s.r.l. e non applicabili alle società azio-

---

rebbe a tutti i conferimenti diversi non solo da quelli in denaro (di cui al comma 4), ma anche da quelli di opera e servizi, disciplinati specificamente al comma 6 (G. ZANARONE, *Sub art. 2464 c.c.*, cit., 313).

<sup>52</sup> Tale obiettivo nelle s.p.a. è raggiunto con tecniche e strumenti specifici. Così G. OLIVIERI, *Conferimenti "assicurati" e capitale di rischio nelle società a responsabilità limitata*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, vol. III, Torino, 2006, 353.

<sup>53</sup> E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 104.

<sup>54</sup> G.B. PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 12, 2003, 1668. Relativamente ai rapporti tra l'art. 2464, comma 2, c.c. e la normativa comunitaria vi è anche chi (M. AVAGLIANO, *op. cit.*, 79) sostiene che l'identità testuale con la disposizione di cui alla II Direttiva sia dovuta al ruolo di clausola generale della norma, la quale sarebbe, di conseguenza, riferibile a tutte le società di capitali e atta ad assegnare la conferibilità anche ad entità tradizionalmente ritenute non imputabili a capitale. Le uniche eccezioni, secondo tale orientamento, sarebbero solo quelle previste dalla legge o dall'atto costitutivo.

<sup>55</sup> Per una sintesi su tal punto v. R. ROMANO, *Sub art. 2464 c.c.*, *Le entità conferibili*, in *S.r.l. - Commentario*, dedicato a G.B. PORTALE, Milano, 150-151.

<sup>56</sup> C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2005, 182; cfr. già G.B. PORTALE, in P. ABBADESSA-G.F. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-G.E. COLOMBO-A.A. DOLMETTA-M. LAMANDINI-A. MAZZONI-M. MIOLA-G. PALMIERI-P. PISCITELLO-G.B. PORTALE-G. PRESTI-D. REGOLI-M. RESCIGNO-G.A. RESCIO-M.S. SPOLIDORO (a cura di), *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, 1503.

narie; si fa ovviamente riferimento ai profili più originali ossia i conferimenti d'opera e servizi<sup>57</sup> e la possibile sostituzione del versamento in denaro con le garanzie previste, ma non è questa la sede per approfondire tali argomenti.

Con particolare riferimento alla valutazione dei conferimenti in natura<sup>58</sup>, l'art. 2465 c.c.<sup>59</sup>, con taglio decisamente più innovativo<sup>60</sup> rispetto alla precedente disposizione, stabilisce che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un perito contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e della copertura dell'eventuale sovrapprezzo, richiamando, per i conferimenti non in contanti il comma 2

<sup>57</sup> I conferimenti di opera e servizi non erano ammissibili nel vecchio testo, per effetto del richiamo compiuto dall'art. 2476, comma 1, c.c. al divieto posto per la società per azioni dall'art. 2342, comma 3, c.c. (come introdotto dall'art. 5 del D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, in attuazione dell'art. 7 della II Direttiva). L'argomento ha costituito fonte di dibattito dottrinale; un'attenta analisi è condotta da M.S. SPOLIDORO, in P. MARCHETTI (a cura di), *Commentario al d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, Nuove leggi civ.*, 1988, 21 ove anche numerosi richiami. Sul conferimento d'opera e servizi nelle s.r.l. v., *ex multis*, F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento d'opera e servizi nella s.r.l.*, Milano, 2009; P. MENTI, *Socio d'opera e conferimento del valore nella s.r.l.*, Milano, 2006; A. MORINI, *Sub art. 2464 c.c., Conferimenti d'opera e di servizi*, in *S.r.l. – Commentario*, cit., 183-190. Secondo C. CINCOTTI, *I conferimenti*, cit., 99, «La materia dei conferimenti nelle srl è infatti oggi ripartita in: (i) conferimenti in danaro; (ii) conferimenti di beni in natura e crediti; (iii) conferimenti di opera e servizi. Non è infatti possibile sostituire le ultime due categorie con quella dei conferimenti differenti dal danaro utilizzata dal legislatore comunitario nella II Direttiva, se non in termini generici e atecnici, in quanto i conferimenti di beni in natura e crediti sono sottoposti ad una disciplina assai differente da quella prevista per il conferimento di opera e servizi e non sono a questi accumulabili».

<sup>58</sup> Sull'applicabilità dell'art. 2465 c.c. ai conferimenti d'opera e servizi v., *ex multis*, A. BERTOLOTTI, *La costituzione ed i conferimenti*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2009, 921-935; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 84; G. OLIVIERI, *Conferimenti "assicurati" e capitale di rischio nelle società a responsabilità limitata*, cit., 358 ss.; L. DE ANGELIS, *Alcune questioni sul "capitale assicurato" nelle s.r.l.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 313 ss.; C. CINCOTTI, *op. cit.*, 104-105, secondo cui nonostante la relazione di stima non sia richiesta nel caso del conferimento d'opera, poiché «beni e crediti, da un lato, e opera e servizi, dall'altro, sono due categorie distinte sia ontologicamente, sia sotto il profilo della disciplina», concretamente «l'obbligo di stima parrebbe estensibile in via analogica anche alle ipotesi di conferimento d'opera o servizi giacché, in caso contrario, una volta adempiuta la prestazione promessa e restituita la polizza o la fideiussione, il conferimento resterebbe capitalizzato per l'importo liberamente determinato dai soci, senza alcuna garanzia per l'effettività di tale valore, con un'inammissibile disparità di trattamento rispetto al conferimento di beni e crediti». Favorevole all'estensione analogica anche A. MORINI, *op. cit.*, 185, il quale afferma che «la necessità [della stima] si deve dedurre dall'appartenenza della s.r.l. alla classe delle società di capitali per le quali tutti i conferimenti diversi dal numerario debbono essere assoggettati a tale incumbente». La tesi positiva è sostenuta anche dalla COMMISSIONE SOCIETÀ DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 9 del 18 marzo 2004*, reperibile al seguente link: [www.consigionotariemilano.it](http://www.consigionotariemilano.it); e dalla COMMISSIONE SOCIETÀ DEL COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, *Orientamento I.A.5*, reperibile al seguente link: [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it). In senso contrario, invece, C. AMATUCCI, *Ancora un capitale per la s.r.l.? Sincerità del legislatore tra tutela dei creditori e "rarefazione" dei conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2004, 1459.

<sup>59</sup> In argomento v., *ex multis*, S. CACCHI PESSANI, *Sub art. 2465 c.c.*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata*, cit., 169-226; G. ZANARONE, *Sub art. 2465 c.c.*, in *Id.*, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 339-374; M. MIOLA, *Sub art. 2465 c.c., La stima dei conferimenti in natura e crediti*, in *S.r.l. – Commentario*, dedicato a G.B. PORTALE, cit., 192-211; L. SALAMONE, *I conferimenti*, cit., 351-414; C. CINCOTTI, *op. cit.*, 85-106; S. PATRIARCA, *Sub art. 2465 c.c.*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, cit., 85-89; R. ROSAPEPE, *Sub art. 2465 c.c.*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società, Società a responsabilità limitata – Liquidazione – Gruppi – Trasformazione – Fusione – Scissione*, Torino, 2003, 35-40; P. MASI, *Sub art. 2465 c.c.*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, vol. III, Napoli, 2004, 1437-1442.

<sup>60</sup> In tal senso C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 182.

dell'art. 2343 c.c. Dal contenuto della norma emerge chiaramente che il legislatore, dopo aver in larga parte ritagliato la disciplina generale dei conferimenti sul modello azionario, ha inteso semplificare incisivamente le regole procedurali di stima, distaccandosi, per certi aspetti, anche significativamente dalla s.p.a.<sup>61</sup> Quanto a quella che potrebbe essere definita la struttura essenziale del procedimento di stima, si possono cogliere alcune affinità tra la disciplina delle s.r.l. e quella delle s.p.a. In entrambe le società, infatti, qualora siano conferiti beni in natura o crediti, è indispensabile predisporre una relazione valutativa concernente il conferimento e l'eventuale sovrapprezzo. In secondo luogo, vi è identità di contenuti della perizia, dovendo essa esprimere la descrizione dei beni o dei crediti e i criteri di valutazione degli stessi; non è necessaria una valutazione puntuale del conferimento<sup>62</sup>, ma l'attestazione che il valore al medesimo attribuito (dal socio) è almeno pari al corrispondente valore da imputarsi a capitale e all'eventuale sovrapprezzo. Inoltre, in entrambe le società capitalistiche la relazione deve essere allegata all'atto costitutivo e quindi sottoposta a pubblicità presso il registro delle imprese. Infine, la relazione deve essere giurata e il perito, mediante il giuramento, assume responsabilità sia penale sia civile secondo quanto stabilito dall'art. 64 c.p.c. per il consulente tecnico nel processo civile.

Spostando ora l'attenzione dalle similitudini esistenti alle divergenze presenti nella disciplina delle s.r.l., si rammenta che il punto di partenza del legislatore delegato sono stati anche in questo caso i medesimi principi contenuti nella legge delega, ma nell'ambito delle s.r.l. il legislatore ha attuato più incisivamente l'invito alla semplificazione delle procedure valutative<sup>63</sup>.

Al fine di perseguire tale obiettivo<sup>64</sup> si è previsto che, nella s.r.l., l'esperto non deb-

---

<sup>61</sup> L'emancipazione rispetto al modello azionario non può tuttavia dirsi totale; al contrario, dopo le novità introdotte con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, successivamente modificato dal D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, a recepimento della Dir. 2006/68/CE (oggi Dir. 2017/1132/UE, artt. 50 e 51), i due modelli capitalistici paiono essere stati ravvicinati sotto il profilo della stima dei conferimenti in natura. In tal senso L. SALAMONE, *op. cit.*, 359-360. Sui metodi semplificati di stima nelle s.p.a. cfr. *infra* nt. 65, nt.71 e par. 2.4. del presente scritto.

<sup>62</sup> Cfr. COMMISSIONE SOCIETÀ DEL COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, *Orientamento I.A.I.*, reperibile al seguente link: [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it).

<sup>63</sup> M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, 138 ss., sostiene che «sotto il profilo dell'organizzazione finanziaria il primo fenomeno che emerge chiaramente è il declino del sistema fondato sul capitale sociale» e che ciò si è concretizzato in numerosi «segnî», tra cui, innanzitutto, la semplificazione della disciplina dei conferimenti in natura nella s.r.l. non sottoposta ai vincoli della II Direttiva; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 664, relativamente alla flessibilità della s.r.l., afferma che «la disciplina della società a responsabilità limitata, in altre parole, potrebbe prestarsi a costituire il laboratorio per sperimentare soluzioni più innovative che, anche senza eliminare il capitale sociale, ne delineino una diversa collocazione all'interno della struttura societaria; il che, del resto, in conformità degli orientamenti emersi in altri ordinamenti, ed anche in sede comunitaria, che individuano nell'area sempre più affollata dei tipi societari riconducibili alla società a responsabilità limitata quella privilegiata per la sperimentazione normativa in materia societaria». Sullo stesso tema anche O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, Paper presentato al IV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" – "Impresa e mercato fra liberalizzazione e regole" (Roma, 22-23 febbraio 2013) e anche in *Nuovo dir. soc.*, 5, 2013, 7 ss., il quale definisce la s.r.l. come un tipo senza qualità, «nel senso che il "volto" dello stesso può essere forgiato dai soci oppure che tale modello può essere utilizzato nei contesti più disparati».

<sup>64</sup> La *Relazione illustrativa* al D.Lgs. 6/2003, par. 11, cit., 148, precisa che: «in materia di conferimenti assume particolare rilievo la semplificazione adottata con il nuovo art. 2465. Esso, con riferimento ai con-

ba essere nominato dal Tribunale, come invece nella s.p.a.<sup>65</sup>, bensì direttamente dal conferente<sup>66</sup>. Detta semplificazione, possibile a seguito della sottrazione della s.r.l. dall'ambito di applicazione obbligatorio della II Direttiva (e nello specifico dall'art. 10, comma 1), risulta apprezzabile<sup>67</sup> sia perché implica una riduzione dei tempi di nomina dell'esperto sia perché consente al socio conferente<sup>68</sup> di scegliere l'esperto in funzione di una valutazione di merito<sup>69</sup>. Il legislatore si è tuttavia preoccupato di apportare una serie di correttivi alla semplificazione della procedura di stima, in modo tale che lo snellimento della disciplina non fosse foriero anche di un ridotto livello di tutela dei soggetti coinvolti nell'operazione e dei relativi interessi.

In primo luogo, sono previsti requisiti di professionalità e competenza tecnica dell'esperto mediante l'obbligo di iscrizione in un albo professionale. L'esperto valutatore, infatti, deve essere «un revisore legale» o «una società di revisione legale<sup>70</sup> iscritti nell'apposito registro»<sup>71</sup>. Il legislatore ha dunque ritenuto che detti requisiti di profes-

---

*ferimenti in natura, snellisce il procedimento di valutazione e non richiede più la nomina del perito da parte del presidente del Tribunale: si è ritenuto infatti sufficiente garanzia, adeguata alle nuove caratteristiche del tipo societario, che il perito sia prescelto tra soggetti iscritti nell'albo dei revisori contabili».*

<sup>65</sup> Si noti che tale regime di valutazione dei conferimenti in natura è divenuto residuale nelle s.p.a., poiché è consentita sia a livello europeo che italiano l'esenzione dalla procedura ordinaria di cui all'art. 2343 c.c. alle condizioni stabilite dagli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c. (nonché artt. 50-51, Dir. 2017/1132/UE). In uno di questi casi la perizia può non essere giurata e può provenire da un esperto nominato dal socio stesso; conseguentemente, in tale ipotesi l'esperto non sarà tenuto a rispondere delle attestazioni ai sensi dell'art. 64 c.p.c. Negli altri due casi di esenzione previsti non si richiede nemmeno la relazione.

<sup>66</sup> Il mancato intervento del tribunale nella nomina dell'esperto, unitamente alla lettera dell'art. 2465 c.c., conducono parte della dottrina (M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 684) ad escludere (a differenza che nella s.p.a.: v. ID., *I conferimenti in natura*, cit., 338, nt. 60) che la nomina possa essere fatta dalla società conferitaria. *Contra* D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 198. Secondo la COMMISSIONE SOCIETÀ DEL COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, *Orientamento I.A.13*, reperibile al seguente link: [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it), la legittimazione alla nomina spetta a chiunque vi abbia interesse e non solo al socio sottoscrittore del conferimento.

<sup>67</sup> In tal senso S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 172.

<sup>68</sup> Si ritiene che la scelta effettuata dal socio conferente relativamente alla nomina dell'esperto, benché attribuita formalmente alla sua esclusiva competenza, in realtà debba essere accettata anche dagli altri soci in sede di stipulazione dell'atto costitutivo; cfr. F. TASSINARI, *Sub art. 2465 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, cit., 1797, nt. 5.

<sup>69</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 172, nt. 10, osserva che la semplificazione di cui in parola risponde alla medesima logica sottostante all'analoga semplificazione prevista dall'art. 2501-sexies, c.c. sulla nomina dell'esperto incaricato di predisporre la relazione sulla congruità del rapporto di cambio della fusione (sul parallelismo tra le due semplificazioni cfr. M. TAMBURRINI, *Sub art. 2501-sexies c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, cit., vol. IV, 2542; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2005, 140).

<sup>70</sup> Il riferimento ad una «società di revisione» chiarisce, sia per le s.r.l. sia per le s.p.a., che l'esperto può anche essere una persona giuridica. In tal senso si era già pronunciata la giurisprudenza di merito precedente alla riforma: v. Trib. Milano 15 gennaio 1999 (decr.), in *Giur. it.*, 1999, 2348, con nota di S. LUONI, *Una società di revisione può rivestire la qualifica di "esperto" ex art. 2343 c.c.?*

<sup>71</sup> M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 684, ritiene che nonostante tali requisiti non siano espressamente richiesti con riferimento alla stima nelle s.p.a., non si debba «escludere che essi costituiscano il criterio selettivo implicitamente accolto dal legislatore (...); è plausibile quindi che il criterio oggettivo dell'iscrizione in un albo, e non quello della nomina giudiziaria, sia la migliore garanzia di professionalità». In una graduazione di rigorosità dei requisiti dell'esperto, l'A. pare sostenere quindi che essa, quanto al profilo qui in oggetto, sia maggiore nella disciplina delle s.r.l. che non nelle s.p.a., auspicando pertanto che nell'applicazione della disciplina delle società azionarie si faccia comunque riferimento al criterio oggettivo dell'iscrizione in un albo. Si noti che l'A.,

sionalità costituiscano un adeguato bilanciamento alla maggiore libertà concessa ai soci delle società a responsabilità limitata<sup>72</sup>. Resta, in ogni caso, salva la facoltà che l'esperto così selezionato si avvalga, nel caso di stime particolarmente complesse oppure ove necessitino determinate competenze tecniche, della collaborazione di ausiliari da lui scelti.

Inoltre, secondo la dottrina<sup>73</sup> e la giurisprudenza<sup>74</sup> (già anteriori alla riforma), pur nel silenzio della legge, ai requisiti di professionalità previsti dall'art. 2465 c.c., si aggiungono quelli dell'indipendenza e dell'imparzialità dell'esperto. Di conseguenza, non potrebbe essere nominato esperto un revisore o una società di revisione incaricati della revisione contabile della conferitaria o che siano stati investiti di incarichi di consulenza o collaborazione con la stessa<sup>75</sup>. La presunta scarsità di tali requisiti unitamente alle critiche relative ai costi del procedimento di valutazione rappresentano le principali censure compiute da alcuni autori<sup>76</sup> nel quadro del ripensamento del sistema del capitale sociale.

---

dato il momento cronologico a cui risale il lavoro citato, scrive facendo riferimento esclusivamente al regime ordinario di stima di cui all'art. 2343 c.c.

Se si prendono in considerazione i metodi semplificati di valutazione dei conferimenti in natura, il livello di rigosità che caratterizza la disciplina delle s.r.l. rispetto alle società azionarie pare addirittura accentuarsi. In particolare, nel caso di esenzione dalla stima di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), si richiede che la relazione – peraltro non giurata – provenga da «un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità». L'esperto, pertanto, non deve necessariamente essere iscritto al registro dei revisori legali dei conti e delle società di revisione. Di conseguenza, occorrerà accertare, per ogni singolo caso, la sussistenza delle condizioni di indipendenza e professionalità previste e potrebbe risultare complesso delimitare correttamente il perimetro delle competenze di verifica e la correlata responsabilità del Notaio che riceve l'atto costitutivo o la modifica statutaria. In tal senso L. SALAMONE, *op. cit.*, 361.

<sup>72</sup> Cfr. *Relazione illustrativa* al D.Lgs. 6/2003, par. 11, cit., 148, in cui si evidenzia che «si è ritenuto infatti sufficiente garanzia, adeguata alle nuove caratteristiche del tipo societario, che il perito medesimo sia prescelto tra soggetti iscritti nell'albo dei revisori contabili».

<sup>73</sup> M. EREDE, *op. cit.*, 404, nt. 64; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 685; A. BERTELOTTI, *La disciplina dei conferimenti nelle s.r.l.*, cit., 49.

<sup>74</sup> La giurisprudenza che si è occupata della questione, in realtà, concerne principalmente casi di omologazione di delibere di trasformazione di società di persone in società di capitali e quindi la perizia richiesta, *ante* riforma, dall'art. 2498 c.c. e, *post*, dall'art. 2500-ter, comma 2 c.c. Le corti si sono dimostrate incerte sia nell'individuazione del fondamento normativo dei requisiti d'imparzialità e indipendenza sia nella definizione delle conseguenze che da essi derivano. Sull'argomento cfr. Trib. Udine 22 febbraio 1994 (decr.), in *Soc.*, 1994, 953, con nota di E. PAOLINI (esclude la possibilità che il sindaco della società conferitaria sia nominato esperto); Trib. Udine 11 dicembre 1991 (decr.) in *Soc.*, 1992, 372, con commento di E. PAOLINI (relativamente ad un caso di delibera di trasformazione che nominava il presidente del consiglio di amministrazione quale esperto valutatore). Per un quadro più completo della problematica cfr. S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 174-175.

<sup>75</sup> Così M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 685. Secondo S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 176: «la mancata previsione di requisiti d'imparzialità e indipendenza dell'esperto sembra doversi intendere piuttosto nel senso che, nel sistema di legge, quelle esigenze di correttezza del lavoro svolto dal perito, che certamente derivano dalla funzione stessa della relazione di stima e che la fissazione di specifici requisiti d'indipendenza e imparzialità potrebbe senz'altro concorrere ad assicurare, sono in sé già soddisfatte dalla previsione dei requisiti di professionalità dell'esperto e dal regime "esterno" della sua responsabilità, elementi ritenuti dal legislatore in sé sufficienti per la tutela degli interessi dei terzi alla corretta ed effettiva formazione del capitale. L'indipendenza e l'imparzialità dell'esperto rilevano, allora, sul piano interno, dei rapporti tra soci».

<sup>76</sup> L. ENRIQUES-J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 99 ss. Sul tema v. *infra* nt. 109 del presente scritto.

Un altro correttivo previsto dal legislatore per bilanciare l'autonomia attribuita ai soci e il pericolo di fenomeni elusivi consiste nell'applicazione anche all'esperto scelto dal conferente della disciplina di cui all'art. 64 c.p.c., mediante il rinvio che l'art. 2465, ult. comma, c.c. fa all'art. 2343, comma 2, c.c. Il richiamo al regime di responsabilità del consulente tecnico aveva alimentato, in relazione alle s.p.a., il dibattito sull'equiparazione dell'esperto di nomina giudiziale al consulente tecnico al fine di individuare sia la sua natura che la disciplina applicabile. Tuttavia la riproduzione del rinvio anche nell'ambito delle s.r.l., dove, la nomina del perito non è giudiziale conduce a ritenere che «*tale regime operi in modo svincolato dalla qualità di pubblico ufficiale dell'esperto*»<sup>77</sup>.

2.3. Segue. *La mancanza di una disciplina del controllo e della revisione della stima.* – La semplificazione forse più significativa del procedimento di valutazione dei conferimenti in natura concerne l'abolizione della fase di controllo ed eventuale revisione della stima di cui rispettivamente ai commi 3 e 4 dell'art. 2343 c.c.<sup>78</sup>, fase invece prevista dal codice civile del 1942 anche per le s.r.l. mediante il rinvio alla disciplina delle società azionarie<sup>79</sup>. Correlativamente manca altresì una disciplina delle conseguenze di un'eventuale sopravvalutazione del conferimento e di eventuali minusvalenze che si potrebbero verificare prima della sua esecuzione. Il tema della soppressione di questo passaggio del procedimento valutativo era stato oggetto di un esteso dibattito anche nel progetto proposto dalla Commissione Mirone<sup>80</sup>, nel quale, peraltro, si prospettava addirittura la soppressione del ricorso ad un perito valutatore. La scelta del legislatore è stata criticata in dottrina<sup>81</sup> anche in relazione al fatto che, come precedentemente illustrato, la legge delega aveva fissato, quanto alla formazione del capitale e

<sup>77</sup> Così M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 685. Nello stesso senso con riferimento alla società per azioni A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti "pericolosi". Prestazioni accessorie*, in P. SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1994, 55; M. MALSERVISI, *Contenuto e limiti del controllo omologatorio della relazione di stima allegata all'atto costitutivo di società di capitali*, cit., 164 ss.; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 328 ss. ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>78</sup> Occorre sottolineare che il legislatore ha omesso l'estensione alle s.r.l. delle disposizioni di cui al 2343, commi 3 e 4 c.c. anche nel caso di trasformazione di società di persone in società di capitali. Infatti, all'art. 2500-ter, comma 2 c.c., dopo aver stabilito che il capitale della società risultante dall'operazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo così come indicati nella perizia di stima redatta ai sensi dell'art. 2343, comma 1, o «*nel caso di società a responsabilità limitata, dell'art. 2465*», prevede che si applichino anche i commi 2, 3 e 4 dell'art. 2343 «*nel caso di società per azioni o in accomandita per azioni*». Considerato che il legislatore tende ad assimilare la trasformazione alla costituzione quanto alla nascita di una società di capitali, pare evidente il parallelismo fra le due fasi anche per ciò che concerne il controllo e la revisione della stima, mancando, per le s.r.l., anche in sede di trasformazione il richiamo ai commi 3 e 4 dell'art. 2343 c.c.

<sup>79</sup> La fase del controllo e della revisione prevista per il regime ordinario di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a. è il frutto di una scelta del legislatore italiano, non essendo previsto alcuno obbligo di verifica nei testi dell'Unione Europea.

<sup>80</sup> Cfr. *Relazione illustrativa* allo Schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario, sub art. 3, par. 3, in *Riv. soc.*, 2000, 37 ss.

<sup>81</sup> Per una critica della scelta legislativa cfr. G.B. PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, cit., 1671; C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 193, definisce «*imperdonabili*» i «*silenzi in ordine alle conseguenze della sopravvalutazione dei conferimenti*»; R. ROSAPEPE, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 38, ritiene che la soluzione adottata sia assurda e poco coerente.

valutazione dei conferimenti, principi identici sia per le s.p.a. che per le s.r.l. I dibattiti sono proseguiti anche successivamente all'entrata in vigore delle disposizioni delegate: la dottrina ha proposto diverse letture del silenzio legislativo e conseguentemente ha elaborato altrettante diverse soluzioni alla questione in oggetto.

Leggendo gli scritti succedutisi all'indomani della riforma, sembra prevalente l'interpretazione favorevole all'estensione analogica alle s.r.l. delle regole dettate per le società azionarie. Secondo un orientamento, infatti, l'assenza di un'espressa disciplina sul punto non sarebbe altro che una vera e propria lacuna da colmare semplicemente mediante l'*analogia legis*, stante l'*eadem ratio* che giustifica la presenza del controllo tanto nelle s.p.a. quanto nelle s.r.l. D'altra parte, si ritiene che *post* riforma sia possibile più che in passato ricorrere alla procedura stabilita per le s.p.a. per far fronte alle lacune della disciplina delle s.r.l.<sup>82</sup> La soluzione del ricorso all'analogia viene anche supportata dalla considerazione che il "sistema", finalizzato a garantire l'effettività del capitale ed i creditori, non tollererebbe un *vulnus* tale che potrebbe condurre alla formazione di un capitale in realtà annacquato a causa di apporti di valore inferiore rispetto a quanto imputato a capitale, grazie anche ad una possibile collusione di socio ed esperto che non troverebbe rimedio nel controllo degli amministratori<sup>83</sup>.

<sup>82</sup> A seguito della riforma non vi è più un sistematico rinvio alle disposizioni delle s.p.a., che aveva condotto molti a ritenere che il mancato richiamo delle norme previste per le società azionarie dovesse essere letto come una statuizione negativa circa la loro applicabilità nelle s.r.l.; sul punto cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa e tit.*, 2003, I, 683 ss.

<sup>83</sup> Per l'applicazione analogica cfr. V. SALAFIA, *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in *Soc.*, 2003, 6; G.B. PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, cit., 1670, secondo il quale, se ci si fermasse al dato letterale, si correrebbe il rischio di creare «un'ingiustificata disparità di trattamento, di fronte a situazioni uguali», tra il socio che effettua conferimenti non in contanti nella s.p.a. e nella s.r.l. Inoltre, prosegue l'A., nel caso in cui successivamente vengano riscontrate minusvalenze superiori al quinto, non sarebbero chiare le conseguenze per il socio interessato. Pertanto «la soluzione più ragionevole e tranquillante» sarebbe quella dell'applicazione analogica delle disposizioni che impongono il controllo e l'eventuale revisione della stima dei conferimenti non in denaro nella società per azioni. Possibilista sul ricorso all'analogia M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 687. Peculiare poi, nell'ambito del discorso sull'applicazione analogica è la posizione di G. ZANARONE, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 352 ss., secondo cui la tesi dell'estensione analogica può essere condivisa a condizione che essa venga vagliata non «con riferimento al corpus indifferenziato delle norme non richiamate, ma a ciascuna di queste». In particolare, l'A. ritiene di negare l'applicazione analogica del comma 3, 1° periodo dell'art. 2343 c.c., relativo all'obbligo di controllo da parte dell'organo amministrativo sulla base della considerazione che trattandosi di una disposizione volta a tutelare principalmente i soci, sarebbe meno giustificabile in una società come la s.r.l., in cui i soggetti «sono benissimo in grado, per la loro istituzionale qualità di "imprenditori", di autotutelarsi». La mancanza dell'obbligo di revisione e di un termine entro cui effettuarla, rendono, a parere dell'A., inapplicabile anche il 2° periodo del comma 3 dell'art. 2343 c.c., che stabilisce il divieto di alienazione delle azioni corrispondenti ai conferimenti sottoposti al controllo, poiché «tale inalienabilità potrebbe durare sine die, con grave alterazione di un modello legale fondato pur sempre sul principio di libera trasferibilità delle quote (art. 2469, comma 1°)». Tuttavia, qualora, a seguito di un controllo effettuato dagli amministratori nell'ambito del generale dovere di diligenza o dai soci ai sensi dell'art. 2476, comma 2, c.c., emerga una sopravvalutazione del conferimento, l'A. ritiene condivisibile, stante l'*eadem ratio* sussistente sia nelle s.p.a. che nelle s.r.l., l'applicazione analogica del comma 4 dell'art. 2343 c.c. sulle conseguenze di un'eventuale minusvalenza. Anche nelle società a responsabilità limitata, pertanto, ove il valore dei beni o dei crediti conferiti sia inferiore di oltre un quinto rispetto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve ridurre proporzionalmente il capitale, salva la facoltà del conferente di versare la differenza in denaro o di recedere dalla società e salva la possibilità per l'atto costitutivo di prevedere che, a seguito della riduzione della partecipazione, si abbia una diversa ripartizione tra i soci.

*Contra* C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 199, secondo



Altra parte della dottrina respinge la soluzione dell'applicazione analogica<sup>84</sup> e propone una tesi più liberale<sup>85</sup>: il vuoto normativo in parola va attribuito ad una scelta intenzionale del legislatore, anche considerato che il mancato rinvio ai commi 3 e 4 dell'art. 2343 c.c., non può essere considerato casuale. In particolare, le motivazioni addotte a sostegno dell'abolizione del controllo e della revisione riposano, secondo quest'orientamento, sull'esigenza di semplificare il procedimento di valutazione, sull'assenza, nelle s.r.l., di una sollecitazione al pubblico (che richiederebbe maggiori necessità di affidamento sui valori della perizia da parte di terzi), nonché sul più ampio coinvolgimento dei soci nel controllo sul valore dei conferimenti e sulla loro conseguente responsabilizzazione<sup>86</sup>, che si concretizzano nella diretta partecipazione alla nomina dell'esperto e nel diretto riflesso che la minusvalenza del conferimento ha sul valore della partecipazione di tutti gli altri. Vi è poi chi<sup>87</sup> rintraccia le ragioni della di-

---

cui: «Dal sistema, e massime nel tema che ci occupa, emerge una netta (pur se maldestramente attuata) tensione a delineare una disciplina diversa più ancora che autonoma, al servizio di esigenze tutt'affatto diseguali: a far navigare la s.r.l. "in un mare aperto sull'agile navicella di una disciplina a sé stante", sì che, anche prescindendo dal profilo tecnico del richiamo all'uno piuttosto che all'altro comma della stessa norma, è ancor più difficile di prima superare i mancati richiami alla disciplina azionaria con l'estensione analogica di quella disciplina»; S. PATRIARCA, Sub art. 2465 c.c., cit., 87; A. CARESTIA, Sub art. 2465 c.c., in AA.VV., *Società a responsabilità limitata*, in LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, vol. VIII, Milano, 2003, 57; F. TASSINARI, Sub art. 2465 c.c., in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, cit., 1797; ID., *I conferimenti e la tutela del capitale sociale*, cit., 105; E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 147; ID., *I conferimenti e la formazione del capitale sociale in sede di costituzione*, in R. GUIDOTTI-N. SOLDATI (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, Ravenna, 2008, 55.

<sup>84</sup> Secondo F. TASSINARI, *I conferimenti e la tutela dell'integrità del capitale sociale*, cit., 105: «Il tenore letterale dell'art. 2465 u.c. c.c., infatti, stante la puntualità del richiamo al secondo comma dell'art. 2343 c.c., esclude ogni facoltà dell'interprete di recuperare i successivi commi 3 e 4 della norma richiamata attraverso l'applicazione analogica valendo tale puntuale richiamo al comma 2 come statuizione negativa per tutte le norme non richiamate contenute nei successivi commi 3 e 4 e dovendosi quindi escludere ogni lacuna nel testo della legge».

<sup>85</sup> F. TASSINARI, *I conferimenti e la tutela dell'integrità del capitale sociale*, cit., 104-105; P. JAEGER-F. DENOZZA-A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, VI ed., Milano, 2006, 534; S. PATRIARCA, Sub art. 2465 c.c., cit., 86 ss.; P. MASI, Sub art. 2465 c.c., in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Commentario, vol. III, Napoli, 2004, 1438; E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 147; R. ROSAPEPE, Sub art. 2465 c.c., cit., 38, pur se critico nei confronti della scelta del legislatore.

<sup>86</sup> F. TASSINARI, *I conferimenti e la tutela dell'integrità del capitale sociale*, cit., 104-105, afferma che: «La differente disciplina intende, per la società a responsabilità limitata, semplificare la materia e contribuire a responsabilizzare maggiormente i soci in sede di atto costitutivo, dal momento che i valori in quella sede attribuiti, ferma la responsabilità dell'esperto, sono definitivi». Il mancato richiamo alle regole previste per la s.p.a. trova spiegazione, secondo l'A., anche nella circostanza che, per le s.r.l., il legislatore «ha ritenuto che i soci stessi non intendano, in presenza di basi sociali tendenzialmente ristrette e di contrattazioni eseguite ad personam, mettere a repentaglio, in caso di minusvalenza di un conferimento in natura, le percentuali di partecipazione che essi, quali imprenditori, hanno liberamente deciso di fissare». La tutela dei terzi, spiega l'A., è assicurata dalla responsabilità patrimoniale diretta dell'esperto, che è in grado di sopperire, da sola, alla mancanza del controllo e alla conseguente inoperatività della riduzione del capitale sociale.

<sup>87</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 196-200. A tal proposito l'A. osserva che l'interesse sopra menzionato trova una diversa tutela nella disciplina delle s.p.a. rispetto a quella delle s.r.l. ed è proprio questa differenza che contribuisce a spiegare, secondo l'A., le ragioni della diversa disciplina prevista per i due tipi societari; la differenza di tutela è riscontrabile anche analizzando la rispettiva disciplina in caso di aumento di capitale da liberarsi con conferimento in natura. Nella s.p.a. l'interesse dei soci della conferitaria alla corretta valorizzazione dei conferimenti e alla conservazione del valore economico del proprio investimento è tutelato sia sotto il profilo sostanziale, mediante la previsione di un congruo sovrapprezzo, sia sotto il profilo infor-

versa disciplina dettata sul punto per le s.p.a. da un lato e per le s.r.l. dall'altro nel diverso modo in cui è tutelato nei due tipi societari l'interesse dei soci alla corretta valutazione dei reciproci apporti.

2.4. Segue. *Il silenzio normativo quale scelta di politica legislativa.* – La lettura delle disposizioni dettate dal legislatore della riforma alla luce dei principi della legge delega conducono parte della dottrina a ritenere che il sistema costruito dalle norme specificamente dedicate a questo tipo societario non tolleri «una “intrusione” al suo interno del precetto di cui all'art. 2343, comma 3, c.c., dettato in tema di s.p.a.»<sup>88</sup>. La mancata previsione, all'art. 2465 c.c., del controllo e dell'eventuale revisione della stima può dunque essere considerata come espressione dei principi ispiratori dell'intera disciplina delle s.r.l. all'indomani della riforma, ed in particolare della «rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci» [art. 3, comma 1, lett. a), legge delega] e del riconoscimento di «un'ampia autonomia statutaria» [art. 3, comma 1, lett. b)]<sup>89</sup>, nonché dell'obiettivo di «semplificare le procedure di valutazione dei conferimenti in natura» [art. 3, comma 2, lett. d)]. All'interno di tale cornice, l'assenza del

---

mativo, mediante l'obbligo posto a carico degli amministratori di redigere una relazione che illustri, tra l'altro, «i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione» e quello imposto al collegio sindacale di esprimere il proprio parere sulla «congruità del prezzo di emissione» (art. 2441 c.c.). Diversa, rileva l'A., è, su questo punto, la disciplina della s.r.l.: per questo tipo societario la legge non richiede un sovrapprezzo per le nuove quote né che quest'ultimo sia congruo; né sono previste relazioni da parte dell'organo amministrativo e da quello di controllo (sulla disciplina dell'aumento di capitale nelle s.r.l., v., *ex multis*, S.A. CERRATO, Sub artt. 2481-2481-ter c.c., in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 1945-1978; ID., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in M. SARALE (a cura di), *Le nuove s.r.l.*, Bologna, 2008, 761-878; S.A. CERRATO-R. SECONDO, Sub artt. 2481-2481-ter c.c., in O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (a cura di), *Codice della società a responsabilità limitata*, cit., 738-841). «Nella s.r.l., quindi, manca, a monte, un interesse giuridicamente protetto dei soci alla congruità del valore di scambio dell'aumento di capitale da liberarsi con conferimento in natura, riflesso nella quota di partecipazione assegnata al socio conferente. Correlativamente, non sono previsti strumenti analoghi a quelli delineati, per la s.p.a., ai commi 3 e 4 dell'art. 2343, per tutelare questo stesso interesse anche nella fase immediatamente successiva all'esecuzione del conferimento, mediante l'aggiustamento dei valori di scambio dell'operazione (...) in funzione del valore effettivo del conferimento alla data in cui viene acquisito al patrimonio sociale. Così come la legge non condiziona ex ante la legittimità della decisione dei soci alla congruità dei valori di scambio dell'operazione né richiede un intervento e un coinvolgimento dell'organo amministrativo nella fase deliberativa dell'aumento di capitale, allo stesso modo non richiede che i termini del conferimento siano poi rivisti dagli amministratori dopo la sua esecuzione al fine, se del caso di riequilibrare le posizioni relative dei soci per assicurare, ex post, la congruità dell'operazione».

<sup>88</sup> Così E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 147.

<sup>89</sup> Così, S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 199-200. Critico, invece, G. ZANARONE, Sub art. 2465 c.c., cit., 351, il quale ritiene che la tesi secondo cui il vuoto normativo sia attribuibile ad una consapevole scelta del legislatore riconducibile al criterio di cui all'art. 3, comma 2, lett. d) della legge delega sia opinabile, «in quanto, da un lato, il silenzio del legislatore in materia di s.r.l. riguardo al controllo di merito sulla valutazione dei conferimenti in natura non basta da solo a far presumere la volontà del medesimo di non applicare le corrispondenti disposizioni della s.p.a., mentre, dall'altro lato, il richiamo all'esigenza di semplificazione effettuato in materia di s.r.l. dalla suddetta disposizione dell'art. 3 prova troppo, atteso che la medesima esigenza viene prospettata dalla legge delega anche in materia di s.p.a., per giunta in termini identici (...). Né è sufficiente appellarsi alla responsabilità civile e penale che il comma 2° dell'art. 2343, richiamato per la s.r.l. dall'art. 2465, commina a carico dell'esperto per affermarne la sufficienza in ordine alla tutela dei terzi nel nostro tipo societario, in quanto in materia di s.p.a., pur sussistendo la stessa responsabilità, il legislatore ha sentito il bisogno di affiancarvi, appunto, il procedimento della revisione della stima».

rinvio ai commi 3 e 4 dell'art. 2343 c.c., effettivamente non pare qualificabile come una lacuna o una svista del legislatore, bensì come una consapevole scelta di politica legislativa di quest'ultimo, mediante cui lo stesso ha declinato, nelle s.r.l., i medesimi criteri direttivi previsti per le s.p.a. (cfr. artt. 4 e 5 legge delega, ossia certezza del valore a tutela dei terzi ed effettività del capitale sociale), sicuramente in modo diverso e magari meno rigoroso, ma ad ogni modo coerente con i citati principi di fondo e con le caratteristiche tipologiche della s.r.l.<sup>90</sup>.

Una conferma che si tratti di una scelta voluta del legislatore la si rintraccia anche nel fatto che la riforma del 2003 è stata seguita da ben due decreti legislativi correttivi, eppure nessuno di essi è intervenuto ad emendare il testo di cui all'art. 2465 c.c.

Inoltre, una nuova occasione di intervenire sulla disciplina della valutazione dei conferimenti in natura nelle s.r.l. è andata nuovamente persa anche pochi anni dopo. Infatti, le esigenze di semplificare il diritto societario europeo ed in particolare la II Direttiva, portate alla luce nel citato Rapporto SLIM e nelle successive raccomandazioni SLIM-Plus, hanno condotto alla Dir. 2006/68/CE<sup>91</sup> del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006 ed al successivo recepimento con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142 con cui sono state introdotte due nuove disposizioni codicistiche, ossia gli artt. 2343-ter (rubricato «*Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima*») e 2343-quater (relativo ai «*Fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione*»)<sup>92</sup> che hanno aggiunto i metodi semplificati per la valutazione dei conferimenti non in denaro nelle s.p.a. Come si è osservato in dottrina<sup>93</sup>, le disposizioni citate costituiscono un «*regime valutativo dei conferimenti diversi dal denaro ipersemplificato non solo a confronto con quello ordinario ex art. 2343 c.c., ma finanche rispetto alla normativa dettata in tema di s.r.l. dall'art. 2465 c.c.*». Nonostante ciò, il legislatore non le ha estese alle s.r.l., né è intervenuto sulla disciplina già esistente in tema di valutazione dei conferimenti in tale tipo societario.

Nemmeno la seconda ondata di semplificazioni<sup>94</sup>, che pure ha significativamente inciso sulla disciplina delle società a responsabilità limitata, ha toccato la disciplina della valutazione dei conferimenti in natura, concentrandosi, invece, su quelli in denaro e, più in generale, su altri aspetti della s.r.l. In particolare, nel 2013<sup>95</sup>, il legislatore, ha semplificato la disciplina dei conferimenti, ma ha limitato il proprio intervento a quelli

<sup>90</sup> In tal senso S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 199-200.

<sup>91</sup> Cfr. nt. 44 del presente scritto.

<sup>92</sup> Tali disposizioni sono collocate nel Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione IV, dedicata ai conferimenti. Conseguentemente sono state aggiornate le previsioni dell'art. 2440 c.c. («*Conferimenti di beni in natura e crediti*»), è stato aggiunto l'art. 2440-bis c.c. («*Aumento di capitale delegato deliberato mediante conferimenti di beni in natura e di crediti senza relazione di stima*») ed un ulteriore comma all'art. 111-bis disp. att. c.c.

Successivamente è poi intervenuto il D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224 che ha provveduto ad correggere ed integrare il decreto precedente modificando gli artt. 2440, 2441 c.c. («*Diritto di opzione*») e 2443 c.c. («*Delega agli amministratori*») e abrogando l'appena introdotto art. 2440-bis c.c.

<sup>93</sup> Così A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, cit., 413.

<sup>94</sup> Sul tema v., *ex multis*, O. CAGNASSO, *Le novità relative alla s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 9, 2015, 7 ss.; ID., *La nuova s.r.l. italiana: una scelta legislativa eccezionale o un modello nuovo e stabile di efficienza?*, in *Nuovo dir. soc.*, 4, 2014, 39 ss.; ID., *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, cit., 7 ss.

<sup>95</sup> Cfr. art. 9, comma 15-bis, D.L. 28 giugno, n. 76, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 99.

in numerario prevedendo che il versamento iniziale dei soci debba essere effettuato all'organo amministrativo (art. 2464, comma 4, c.c.) e non più presso una banca. Nello stesso anno, quanto alla società a responsabilità limitata con capitale sociale inferiore a diecimila euro, il legislatore ha stabilito, all'art. 2463, penultimo comma, c.c.<sup>96</sup>, che: «*i conferimenti devono farsi in denaro e devono essere versati per intero alle persone cui è affidata l'amministrazione*». Tale disposizione peraltro ricalca quanto previsto, appena l'anno precedente, per le società a responsabilità limitata semplificata, il cui capitale sociale, «*pari ad un euro ed inferiore a diecimila euro*», deve essere «*sottoscritto ed interamente versato*» all'organo amministrativo alla data della costituzione e può consistere solo in apporti in denaro (art. 2463-bis c.c.).

Ampliando di poco lo sguardo e passando in rassegna le disposizioni concernenti le *start up* innovative e le P.M.I. innovative<sup>97</sup>, imprese in gran parte costituite in forma di società a responsabilità limitata, non si rintracciano regole in tema di conferimenti. In particolare, la Sezione IX del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (e s.m.i.)<sup>98</sup> dedicata alle *start up* innovative e l'art. 4, D.L. 24 gennaio 2015, n. 3 (e s.m.i.)<sup>99</sup> relativo alle P.M.I. non apportano semplificazioni di sorta alle disposizioni codicistiche, né derogano a quelle esistenti, rendendole, di conseguenza, pienamente applicabili ed inderogabili.

A tutto ciò si aggiunge, molto tempo dopo, il D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza): anch'esso ha lasciato del tutto inalterata la disposizione in parola, intervenendo invece a modificare altre disposizioni del codice delle società ed in particolare, per ciò che interessa in questa sede, anche alcuni profili relativi all'amministrazione e ai controlli nelle s.r.l.

La citata cronologia degli interventi legislativi che si sono succeduti dopo la riforma del 2003 sino ai tempi più recenti pare corroborare la tesi per cui l'assenza di una regolamentazione della fase del controllo e della revisione della stima nell'ambito delle s.r.l. sia da imputarsi ad una scelta intenzionale del legislatore.

3. *Il ruolo degli amministratori e dei sindaci nel controllo della stima in mancanza di una specifica disposizione ex lege e le conseguenze dell'eventuale emersione di una minusvalenza.* – 3.1. *La ricostruzione, alla luce della disciplina vigente, dei doveri di controllo sulla stima da parte degli amministratori (e dei sindaci).* – La decisione del legislatore di restare silente quanto alla disciplina in commento pare tuttavia colmabile non solo mediante il ricorso dei soci all'autonomia statutaria (cfr. par. 4 del presente scritto), ma anche tramite il richiamo ai doveri che spettano agli amministratori nelle società di capitali e alle regole dettate specificamente per le s.r.l. che, ad un'accurata lettura, paiono offrire qualche strumento di integrazione.

---

<sup>96</sup> La disposizione è stata introdotta dal D.L. 28 giugno 2013, n. 76, così come modificato dalla L. di conversione n. 99 del 9 agosto 2013.

<sup>97</sup> Sul tema v., *ex multis*, O. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss.

<sup>98</sup> Contenente «*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*», successivamente convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221.

<sup>99</sup> Con cui sono state introdotte «*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*», convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015, n. 33.

Indipendentemente dalla presenza di una specifica previsione che imponga il controllo e la revisione della stima nell'ambito del relativo procedimento, gli amministratori di s.p.a. e di s.r.l. hanno infatti in ogni caso il dovere di verificare la correttezza e la sussistenza dei valori che confluiscono nel bilancio d'esercizio a seguito del conferimento<sup>100</sup>, dovere che la dottrina<sup>101</sup> riconduce al più generale compito di curare l'adeguatezza della struttura finanziaria<sup>102</sup> della società ed alle responsabilità conseguenti al dovere di verificare i valori risultanti dal bilancio e di contabilizzare eventuali minusvalenze dei conferimenti in natura<sup>103</sup>. Gli amministratori, infatti, nel bilancio dell'esercizio in cui è avvenuto il conferimento devono rilevare l'eventuale originaria sopravvalutazione dello stesso o la diminuzione del suo valore a seguito di eventi verificatesi nel lasso di tempo intercorrente tra la data di riferimento della perizia e l'esecuzione del conferimento stesso. Come giustamente si è rilevato, l'oggetto del procedimento di controllo di cui all'art. 2343 c.c. è il valore della stima e non l'identificazione di un valore diverso da iscriversi in bilancio, «*per cui la revisione non si collega, almeno in via di principio alla formazione del bilancio di esercizio e non dipende dai criteri di valutazione delle relative poste*»<sup>104</sup>. Tuttavia la minusvalenza va poi contabilizzata<sup>105</sup>: l'eventuale minor valore del conferimento cioè deve riflettersi, in modo preciso e corretto, sulle voci di bilancio e sulla cifra del capitale sociale e ciò può avvenire solo applicando gli stessi criteri e principi stabiliti in tema di bilancio<sup>106</sup>. Ne consegue che la differenza tra la disciplina delle s.p.a. e quella delle s.r.l., quanto al controllo degli amministratori, è decisamente minore di quanto potrebbe apparire ad un primo sguardo: nelle società azionarie gli amministratori sono tenuti ad effettuare il controllo della stima prima della redazione del bilancio d'esercizio, e precisamente entro centottanta giorni dalla data di esecuzione del conferimento. Qualora vi sia una minusvalenza di oltre il quinto occorre poi ridurre proporzionalmente il capitale (ferma,

<sup>100</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 192-193; C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 201-202, afferma che il silenzio legislativo in tema di controllo e revisione della stima «*non può esonerare, in sede costitutiva o di aumento di capitale, gli amministratori e, ove esistente, l'organo di controllo, dalla verifica della correttezza di valori che nel bilancio confluiscono e dei quali restano, se pur minimamente, responsabili anche in sede penale*».

<sup>101</sup> Così M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 466; ID., *Capitale e conferimenti nella nuova società a responsabilità limitata*, cit., 688.

<sup>102</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 155, il quale afferma che «*più in generale, l'obbligo di curare l'esistenza di un adeguato assetto "organizzativo, amministrativo e contabile" va considerato diretta espressione del principio di corretta amministrazione al quale in ogni caso deve informarsi l'operato degli amministratori, e come tale è applicabile a tutte le società di capitali*».

<sup>103</sup> Questo compito, precisa M. MIOLA, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 206, può essere svolto anche a seguito di una richiesta proveniente dai soci, volta a verificare gli assetti interni con conseguente responsabilità ai sensi dell'art. 2476, comma 6, c.c. (nel testo si cita la disposizione nella versione antecedente al Codice della crisi, ma il ragionamento rimane valido, anzi addirittura rafforzato a seguito della nuova formulazione), qualora l'obbligo in parola non venga assolto. A ciò si aggiunge l'obbligo di vigilare sull'operato degli amministratori in relazione al controllo sulla perizia che incombe sui sindaci in modo analogo a quanto sostenuto per le s.p.a. (M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 462; M. EREDE, *op. cit.*, 416; P. MASI, *op. cit.*, 1439).

<sup>104</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 193.

<sup>105</sup> Sulla necessità che la minusvalenza sia contabilizzata in bilancio cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 487; R. NOBILI, S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. VI, t. 1, Torino, 1993, 452.

<sup>106</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 193.

per il socio, la facoltà di avvalersi di una delle altre due alternative previste dal comma 4 dell'art. 2343 c.c.) senza che l'operazione possa essere rinviata al termine dell'esercizio successivo ed indipendentemente dalla circostanza che vi siano perdite superiori al terzo del capitale ai sensi dell'art. 2446 c.c. Nelle società a responsabilità limitata, invece, mancando un'espressa previsione relativa alla verifica della stima, l'accertamento di una eventuale plusvalenza o di una minusvalenza avverrà successivamente in sede di redazione del bilancio d'esercizio e anche le conseguenze derivanti da tale accertamento saranno sottoposte alla disciplina generale del bilancio e del capitale sociale<sup>107</sup>.

Il ruolo che gli amministratori sono tenuti a ricoprire pare ulteriormente rafforzato dalla legislazione più recente. Concentrando l'attenzione sulle regole specificamente previste per le s.r.l., emerge infatti come il legislatore, seguendo un orientamento sussistente da tempo di ricollocamento delle tecniche di tutela, abbia voluto costruire un sistema dei controlli sulla valutazione dei conferimenti in natura basato esclusivamente su misure di tipo personale. A tal proposito occorre ricordare le norme introdotte recentemente dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (c.c.i.i.) in tema di doveri e responsabilità degli amministratori; in particolare la novella legislativa in parola ha stabilito agli artt. 2086, comma 2<sup>108</sup> e 2475, comma 1, c.c. che la gestione imprenditoriale debba attenersi a criteri di sostenibilità finanziaria e ha imposto specifici doveri agli amministratori quanto alla proceduralizzazione delle decisioni amministrative. L'adempimento di tali obblighi peraltro è garantito esclusivamente da rimedi di tipo personale coerentemente con l'impostazione del Codice della crisi che ha voluto affidare la tutela dei creditori principalmente a misure personali a discapito del ruolo del capitale sociale<sup>109</sup>. Si fa riferimento alla responsabilità degli amministratori, anche verso

<sup>107</sup> M. MIOLA, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 206; S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 194.

<sup>108</sup> Cfr. E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5, 2019, 1211 ss., evidenziano che nell'ordinamento si può rintracciare un antecedente del nuovo art. 2086, comma 2, c.c. nell'art. 2381, commi 3 e 5, c.c. che stabiliva già prima del 2019 e continua a stabilire un obbligo per gli amministratori di dotare la s.p.a. di un «assetto organizzativo, amministrativo e contabile» valutandone «l'adeguatezza» relativamente «alla natura e alle dimensioni dell'impresa». Oltre a tale previsione occorre poi ricordare l'art. 2403 c.c. che impone ai sindaci di vigilare sul rispetto del suddetto obbligo. Nonostante la collocazione sistematica delle disposizioni richiamate nell'ambito della disciplina della s.p.a., gran parte della dottrina riteneva da tempo che esse si applicassero anche alle s.r.l. Sull'applicabilità dell'obbligo sugli assetti adeguati alla s.r.l. v. O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 33; ID., *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 573 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 309.

<sup>109</sup> Sul ruolo del capitale sociale quale tecnica di tutela dei creditori v., *ex multis*, L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a F. Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; L. ENRIQUES-J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit., 78 ss.; F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.; ID., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 585 ss.; M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.; ID., *La tutela dei creditori e il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 237 ss.; G. STRAMPELLI, «Fattibilità» di sistemi alternativi al capitale sociale: uno studio promosso dalla Commissione Europea, in *Riv. soc.*, 2008, 605 ss.; E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 169 ss.; ID., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capi-*

i creditori, per mancata conservazione del patrimonio sociale (regola abrogata con la riforma del 2003 e poi riproposta dal c.c.i.i. all'art. 2476, comma 6, c.c.), alla procedura di cui all'art. 2409 c.c. (altra disposizione abolita e oggi reintrodotta dal c.c.i.i. all'art. 2477, comma 6, c.c.), nonché alla già esistente responsabilità penale di cui all'art. 2632 c.c.<sup>110</sup>, che punisce gli amministratori che «*formano od aumentano fittiziamente il capitale mediante (...) sopravvalutazione rilevante dei conferimenti di beni in natura o di crediti*»<sup>111</sup>.

Oltre al ruolo di cui sono investiti gli amministratori, occorre ricordare anche la disciplina dei controlli ed in particolare la riscrittura ad opera del c.c.i.i. (art. 2477, comma 3, c.c.) dei requisiti in base a cui è obbligatoria la nomina dell'organo di controllo interno o del revisore e, qualora esso sia stato nominato, il rinvio, non nuovo, alle regole dettate per il collegio sindacale nelle s.p.a. e conseguentemente all'art. 2407 c.c. sulle responsabilità dei sindaci; tale ultima disposizione ovviamente dovrà oggi essere riletta tenendo in considerazione il novellato art. 2086, comma 2, c.c.

Da quanto sin qui detto, appare chiaro che gli amministratori sono tenuti, in ragione dei loro doveri professionali, a controllare la valutazione compiuta dal perito e, qualora omettano di adempiere a tale obbligo, ne risponderanno civilmente e penalmente e potranno altresì essere denunciati ai sensi dell'art. 2409 c.c. per gravi irregolarità di gestione. Inoltre anche i sindaci, ove presenti, devono vigilare sull'operato degli amministratori anche in relazione ai controlli sulla stima.

Il percorso argomentativo proposto pare dunque consentire una ricostruzione della disciplina del controllo e della revisione della stima alla luce della legislazione vigente e non solo tramite principi di portata generale, ma anche mediante l'interpretazione di norme interne alla s.r.l. stessa nel rispetto di quella volontà del legislatore, riscontrabile sin dalla riforma del 2003, di rendere la s.r.l. autonoma e dotata di una identità propria rispetto ai tipi azionari<sup>112</sup>.

**3.2. Le conseguenze dell'emersione di una minusvalenza: un'allocazione del rischio poco meritocratica.** – Il principale problema che si pone in conseguenza dell'assenza di una specifica disposizione in tema di controllo e di revisione della perizia consiste nel

---

*tali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 3 ss.; A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014.

<sup>110</sup> L'esistenza di tale norma ha condotto parte della dottrina (M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., 687), già in passato, a ritenere che la stessa presupponga necessariamente un potere di controllo da parte degli amministratori relativamente al conferimento sopravvalutato. A fronte di tale opinione, si è però osservato (E. GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, cit., 148) che il ragionamento proposto conterrebbe un'inversione logica. In particolare, l'A. afferma che: «*non è, infatti, dalla norma penale sulla responsabilità amministrativa per la sopravvalutazione dei conferimenti in natura che deve ricostruirsi il sistema dei controlli nella s.r.l. ma, al contrario, è dalla delineazione di quest'ultimo che possono disegnarsi i limiti della responsabilità penale degli organi sociali*». Di conseguenza, solo ove la norma civilistica imponga agli amministratori doveri di controllo dei conferimenti in natura anche nella s.r.l., essi potrebbero essere ritenuti responsabili ex art. 2632 c.c. e potrebbero delinearsi i termini e i limiti di tale responsabilità.

<sup>111</sup> Critico sull'applicazione dell'art. 2632 c.c. G.B. PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, cit., 1671, che riscontra difficoltà nel capire «*come potrebbe trovare applicazione nei confronti degli amministratori non soci la norma penale dell'art. 2632 c.c.*».

<sup>112</sup> In tal senso anche L. SALAMONE, *op. cit.*, 363-364.

fatto che non sono disciplinate nemmeno le conseguenze derivanti dall'accertamento di un'eventuale minusvalenza<sup>113</sup>; si tratta di un problema che concerne non solo i creditori sociali, ma anche e soprattutto i soci. La disciplina di tali esiti è infatti principalmente volta, quanto ai rapporti interni alla compagine sociale, a riequilibrare le quote di partecipazione dei soci in relazione al valore effettivo del conferimento. Nelle s.p.a. detto riequilibrio si realizza, di regola, mediante la riduzione del capitale sociale conseguente all'annullamento proporzionale delle azioni assegnate al socio conferente, salvo che quest'ultimo preferisca una delle altre due opzioni offerte dal comma 4 dell'art. 2343 c.c., ossia il versamento in denaro della differenza oppure il recesso dalla società. In ogni caso la conseguenza della minusvalenza è sempre posta a carico del conferente: ciò infatti avviene non solo qualora il socio sfrutti una delle due alternative menzionate, ma, eccezionalmente, anche a seguito della riduzione del capitale<sup>114</sup>. La particolarità di questa riduzione sta nel fatto che è obbligatoria non solo qualora la minusvalenza sia tale da incidere sul capitale, ma anche quando, da un punto di vista meramente contabile, non sarebbe necessaria<sup>115</sup>; in tal modo è tutelato l'interesse dei soci alla corretta valorizzazione dei reciproci apporti a capitale anche eventualmente a scapito di quello dei creditori<sup>116</sup>.

Nella s.r.l., invece, la mancanza di una regolamentazione del controllo e della revisione della stima, nonché delle conseguenze connesse ad un'eventuale minusvalenza significa che essa, come accennato, è soggetta alla disciplina delle perdite d'esercizio e può determinare una riduzione del capitale sottoposta alla disciplina della riduzione per perdite *ex art. 2482-bis c.c.*: la disciplina è quindi identica a quella applicata nella s.p.a. in caso di minusvalenza inferiore al quinto<sup>117</sup>. In questo modo il rischio di una minusvalenza del conferimento grava sul patrimonio comune e quindi su tutti i soci e non solo sul conferente.

L'assenza, nella s.r.l., di una disciplina della revisione della stima comporta pertanto differenze significative tra i due tipi societari capitalistici relativamente alle conseguenze di una minusvalenza. Nella s.p.a., infatti, la perdita conseguente ad una minusvalenza del conferimento, se superiore al quinto, è sempre posta a carico del conferente mediante i rimedi di cui al comma 4 dell'art. 2343 c.c., e «*dà luogo ad un riequilibrio delle partecipazioni dei soci, quali definite a seguito del conferimento, che è diretto, in ultima analisi, a riflettere, nei rapporti interni e sul piano organizzativo, la corretta valorizzazione degli apporti dei soci*»<sup>118</sup>. Nella s.r.l., invece, l'assenza di qualun-

<sup>113</sup> Appare condivisibile l'opinione di M. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 202, secondo cui ciò che è realmente problematico non è tanto colmare il silenzio sulla revisione di stima, quanto piuttosto «*disegnare le ricadute dell'esito di un controllo che gli organi sociali devono comunque effettuare nell'ambito dei loro generali doveri e, quindi, le conseguenze dell'eventuale scoperta di una minusvalenza*». Conforme sul punto anche S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 195.

<sup>114</sup> Si tratta di una fattispecie di riduzione obbligatoria del capitale cui possono applicarsi in via analogica alcune delle disposizioni dell'art. 2446 c.c., ma non è subordinata alla circostanza che la minusvalenza abbia eroso il capitale per oltre un terzo e deve essere attuata tempestivamente. Sul punto v. S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 194, nt. 59 e 60, ove ulteriori riferimenti bibliografici; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 559.

<sup>115</sup> Sul punto v. G. MUCCIARELLI, *Il soprapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 61.

<sup>116</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 194, nt. 60 lo illustra dettagliatamente.

<sup>117</sup> Cfr., *ex multis*, G.E. COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Aumenti e riduzioni del capitale*, Milano, 1984, 48; R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, cit., 453.

<sup>118</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 196.



que previsione delle conseguenze dell'accertamento di un'eventuale minusvalenza, «lascia, in linea di principio, aperto il problema dell'allocazione del rischio della sopravvalutazione o minusvalenza del conferimento e quindi della tutela dell'interesse dei soci alla corretta valorizzazione dei loro reciproci apporti»<sup>119</sup>. La minusvalenza, sia essa originaria, perché derivante da un errore nella valutazione del conferimento, sia essa sopravvenuta, a causa di eventi verificatisi tra la convenzionale determinazione del valore del conferimento e la sua esecuzione, è posta a carico del patrimonio comune riflettendosi pertanto su ogni singolo socio<sup>120</sup>. In altri termini, l'accordo raggiunto tra i soci sul valore dei beni conferiti e risultante dalla perizia ha, in teoria, carattere definitivo in quanto la legge, in modo poco meritocratico, alloca il rischio di un errore nella valutazione in capo a tutti i soci<sup>121</sup>.

L'emersione di una plusvalenza, invece, non genera problemi relativamente alla formazione del capitale e dovrà essere accantonata a riserva<sup>122</sup>; resta tuttavia questione critica quale sia la riserva in cui è opportuno iscrivere detto valore.

4. *L'ampia autonomia statutaria attribuita ai soci dal silenzio normativo in relazione al procedimento di controllo e di revisione della stima: un'opportunità in concreto poco sfruttata.* – Come visto, la mancata previsione del controllo e della revisione della stima nella s.r.l. significa che il rischio della sopravvalutazione o della minusvalenza del conferimento viene addossato al patrimonio comune e quindi a tutti i soci, invece che al singolo conferente come avviene nelle s.p.a. Tuttavia ciò non vuol dire che non siano praticabili soluzioni alternative per evitare che esso debba per forza ripartirsi tra tutti i soci della conferitaria; infatti, l'allocazione del rischio in parola, come peraltro altri aspetti relativi al conferimento, può essere rimessa alle negoziazioni tra i soci sfruttando lo spazio consentito dal legislatore all'autonomia privata e statutaria. Di conseguenza, i soci possono, in sede di atto costitutivo o di aumento di capitale e/o nell'atto stesso di conferimento, regolare in via convenzionale sia l'an sia le modalità del controllo e della revisione della stima disciplinando il procedimento ed individuando il soggetto chiamato ad effettuare la revisione, che potrebbe anche essere terzo rispetto all'organo amministrativo e svolgere il ruolo di arbitratore ex art. 1349 c.c.<sup>123</sup>. Inoltre i soci, al fine di "aggiustare" il "prezzo" del conferimento, possono introdurre clausole sul modello, quanto alla funzione e agli effetti, di quelle che si inseriscono nei contratti di acquisizione di pacchetti azionari di riferimento o di aziende nell'ambito

<sup>119</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 196.

<sup>120</sup> In tal senso anche L. SALAMONE, *op. cit.*, 366; S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 198-199.

<sup>121</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 198-199; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti*, cit., 686-687, in considerazione del maggiore coinvolgimento dei soci nel controllo sul valore del conferimento e della loro conseguente responsabilizzazione deduce «l'opportunità di attribuire carattere definitivo all'accordo sul valore dei conferimenti reciprocamente effettuati»; per F. TASSINARI, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 1797, la semplificazione costituita dall'assenza della fase di controllo ed eventuale revisione della stima «intende, per le società a responsabilità limitata, semplificare la materia e contribuisce a responsabilizzare maggiormente i soci in sede di atto costitutivo, dal momento che i valori in quella sede attribuiti, ferma la responsabilità dell'esperto, sono definitivi».

<sup>122</sup> Sul punto cfr. L. SALAMONE, *op. cit.*, 365.

<sup>123</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 204.

delle operazioni di *mergers and acquisitions*<sup>124</sup>. Si potrà stabilire l'eventuale conseguente aggiustamento del valore economico del conferimento non solo nel caso in cui emerga una minusvalenza, ma anche nell'ipotesi speculare in cui venga accertato un maggior valore dell'apporto del socio. Sempre di competenza dei soci è la decisione relativa alle modalità con cui l'aggiustamento in parola debba riflettersi sulle partecipazioni dei singoli; a tal proposito si ritiene che i soci possano, al fine di riequilibrare le rispettive posizioni, sia ridurre semplicemente il valore nominale della quota assegnata al socio conferente<sup>125</sup> sia ridurre il valore nominale della suddetta quota ed aumentare proporzionalmente le quote degli altri<sup>126</sup>. Deve altresì ritenersi legittima l'imposizione, sul socio che ha effettuato il conferimento, dell'obbligo di versare in denaro la differenza al fine di compensare la sopravvalutazione o la minusvalenza, senza incidere sulle quote di partecipazione definite all'atto del conferimento. Infine, è altresì legittimo che i soci attribuiscono preventivamente (nell'atto costitutivo o in sede di aumento di capitale) al conferente il diritto di recesso, che sarà in tal caso disciplinato come ogni altra ipotesi di recesso stabilita dalla legge o dallo statuto. Più complessa risulta invece la risposta al quesito se il socio abbia o meno il diritto di chiedere la restituzione in natura del bene conferito, poiché la soluzione dipende dalla natura, derogabile o meno, che si voglia assegnare alle disposizioni che regolano il recesso nelle s.r.l. e che sarebbero applicabili in tale ipotesi<sup>127</sup>.

In sintesi, in relazione al perimetro dell'autonomia privata entro cui i soci possono agire, mentre le disposizioni dell'art. 2465 c.c. dirette alla tutela dei creditori e dei terzi sono tendenzialmente inderogabili<sup>128</sup> e quindi l'atto costitutivo non potrebbe, per

<sup>124</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 200 ss.; cfr. anche M. MIOLA, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 208.

<sup>125</sup> In tal caso si ritiene (S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 202) che la riduzione del valore nominale della quota sia assimilabile ad una riduzione volontaria del capitale sociale da attuarsi ai sensi dell'art. 2482 c.c., con conseguente diritto di opposizione per i creditori sociali. Mancando, infatti, una disposizione analoga a quella di cui all'art. 2343 c.c., che consenta l'annullamento delle quote anche qualora sussista la possibilità che la minusvalenza sia riassorbita dalla riserva da sovrapprezzo o da altre poste del netto, «*qualunque modalità di riequilibrio che comporti l'annullamento di quote emesse a fronte del conferimento in natura o, comunque, la riduzione del capitale*» può «*avvenire solo alle condizioni previste dall'art. 2482*» (S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 202, nt. 72).

<sup>126</sup> In questo secondo caso, invece, vi è «*una sorta di "redistribuzione" della quota del socio conferente che eccede il valore effettivo del suo conferimento sulle altre quote, "redistribuzione" che lascia inalterata la cifra complessiva del capitale sociale e può quindi attuarsi anche al di fuori delle condizioni previste dall'art. 2382*» (S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 202-203). Detta operazione «*sarebbe analoga all'annullamento di azioni proprie accompagnato da una contestuale delibera di aumento gratuito del capitale finalizzata a reintegrare, contestualmente, il capitale sociale ridotto mediante imputazione al valore nominale delle azioni residue di una cifra identica a quella del valore nominale complessivo delle azioni annullate*». In tale ipotesi si sostiene che la riduzione del capitale, conseguente all'annullamento delle azioni proprie, non sia sottoposta ai limiti propri della riduzione volontaria di cui all'art. 2445 c.c. Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 202-203, nt. 73 ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>127</sup> Le norme che disciplinano il recesso nelle s.r.l., come noto, prevedono un procedimento di offerta in opzione agli altri soci che presuppone che il corrispettivo per la quota sia fungibile e quindi consista in denaro. Di conseguenza, sarebbe possibile liquidare la quota del socio conferente ritrasferendogli il bene solo qualora si ritenga che il procedimento di recesso regolato dal codice sia derogabile ed i soci possano quindi prevedere anche il diritto alla restituzione del bene conferito. Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 203-204.

<sup>128</sup> Cfr. art. 3, comma 2, lett. i), della legge delega, ove è previsto che i rimedi finalizzati a tutelare i creditori in materia di formazione e conservazione del capitale sociale devono essere adottati da parte del legi-

esempio, ridurre i dati che devono essere indicati nella relazione dell'esperto, viceversa le semplificazioni della procedura di valutazione volte a ridurre i costi e a snellire la disciplina del tipo societario in parola devono ritenersi norme tendenzialmente derogabili. Di conseguenza, non paiono esservi ostacoli a che i soci rinuncino, mediante la negoziazione, ad alcune semplificazioni, prevedendo appunto una fase di controllo e revisione della stima, nonché le conseguenze di un eventuale accertamento di una minusvalenza o di una plusvalenza<sup>129</sup>.

In realtà, nonostante il legislatore abbia voluto assegnare alle società a responsabilità limitata uno spazio consistente di autonomia privata, che risulta infatti ben più marcata che nelle s.p.a., e nonostante l'idea di fondo della riforma che lo statuto delle s.r.l. «non debba ricalcare (...) lo statuto già predisposto per altra società dello stesso tipo, ma debba essere pensato e costruito appositamente ed ex novo per ciascuna società», che, in altre parole, «debba essere non un prodotto di massa e neppure un abito pret à porter», ma «un prodotto di alta moda, appositamente costruito su misura», sembra che, nella prassi, tale progetto non sia stato realizzato<sup>130</sup>. La scarsa propensione delle s.r.l. a fruire degli ampi spazi concessi dal legislatore all'autonomia privata e l'inclinazione a fare affidamento sullo statuto-tipo costruito dalla disciplina codicistica dispositiva paiono attribuibili all'esistenza di costi di transazione e all'oggettiva incertezza quanto alle «*direzioni verso le quali potrebbe estrinsecarsi l'autonomia statutaria*»<sup>131</sup>, nonché alla circostanza che i soci di s.r.l. sono spesso legati da vincoli familiari o amicali che facilmente conducono le parti ad evitare di formalizzare in modo preciso i rapporti tra loro intercorrenti e ad accontentarsi dello statuto offerto dalla legge<sup>132</sup>. Pertanto sembra poco probabile che i soci di s.r.l. sfruttino l'autonomia loro consentita per negoziare clausole *ad hoc* che disciplinino dettagliatamente il controllo e la revisione della stima dei conferimenti in natura.

---

slatore delegato con «*norme inderogabili*». Sulla derogabilità ed inderogabilità dell'art. 2465 c.c. cfr. G. ZANARONE, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 372-374.

<sup>129</sup> In tal senso G. ZANARONE, *Sub art. 2465 c.c.*, cit., 374.

<sup>130</sup> V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in P. BENAZZO-M. CERA-S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi – Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, Torino, 2011, 303.

<sup>131</sup> V. DI CATALDO, *op. cit.*, 305. L'A. sostiene (306 e ss.) che la mancata fruizione degli spazi di autonomia statutaria da parte delle s.r.l. sia giustificata e la propensione degli operatori ad optare per una sorta di statuto *standard* sia ragionevole. Si tratterebbe, in altri termini, di un'apatia razionale degli operatori economici. In particolare, prosegue l'A., «è perfettamente razionale che i promotori di operazioni economiche minori (quali quelle gestite da strutture che hanno, oggi, la forma della società in nome collettivo e della società a responsabilità limitata) ritengano non giustificato il maggior costo che deriverebbe dalla scelta di uno statuto "atipico", ed optino senz'altro per lo statuto standard. Lo statuto standard, infatti, rappresenta il complesso di regole che viene fornito "gratuitamente" (for free) agli operatori dal legislatore». D'altra parte, come si afferma in un noto e spesso citato (anche dall'A. che precede) passo di F.H. EASTERBROOK-D. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, 34: «*Corporate law is a set of terms available off-the-rack so that participants in corporate ventures can save the cost of contracting. (...) Corporate codes and existing judicial decisions supply these terms "for free" to every corporation*».

<sup>132</sup> A dire il vero secondo V. DI CATALDO, *op. cit.*, 309-310, le imprese medio-piccole potrebbero senza dubbio trovare giovamento da un uso intelligente dell'autonomia statutaria, «*consentendo loro la ricerca e la fruizione di formule organizzative più flessibili e meglio tarate rispetto allo statuto tipo. In questo senso, il trade-off tra costi e benefici dell'autonomia statutaria (...) può certamente dare esiti non scontati, e non identici da caso a caso, in rapporto a diverse variabili della singola situazione*». Tuttavia all'A. pare «*improbabile che, nei grandi numeri, si possa ribaltare la propensione allo statuto standard*».

5. *Considerazioni conclusive.* – Come si è avuto modo di osservare, la disciplina della valutazione dei conferimenti in natura nelle s.r.l. si è cristallizzata nel disposto dell'art. 2465 c.c. risultante dalla riforma del 2003; detta norma, da allora, è rimasta immutata ed impermeabile alle successive semplificazioni e modifiche legislative che hanno investito il tipo societario, oggetto di frequenti ed incisivi rimaneggiamenti da parte del legislatore. Non stupisce che la disposizione in parola sia stata definita<sup>133</sup> un «*significativo esempio dell'ambigua attuazione*» dell'«*autentica ossessione di emancipazione della s.r.l. dalla s.p.a.*»<sup>134</sup>. Nonostante l'obiettivo dichiarato di costruire, per la s.r.l., un insieme di norme distinte e autosufficienti, il legislatore della riforma ha fatto ricorso a tre tecniche legislative – il rinvio, la riproduzione e il silenzio – che hanno causato, in realtà, un affievolimento dell'autonomia della s.r.l. nonché l'incertezza dell'interprete<sup>135</sup>. La tecnica del silenzio, usata anche per il controllo e la revisione della stima, può trovare solo in parte una giustificazione nell'ampia autonomia statutaria, ma è sicuramente la tecnica più attaccata dalle critiche della dottrina a causa delle lacune o comunque delle difficoltà nella comprensione delle norme a cui dà origine. Effettivamente, restringendo il campo di analisi alla mancanza di una disciplina del controllo e della revisione della stima, pur trattandosi di una scelta consapevole di politica legislativa, la tecnica usata restituisce un quadro normativo non chiaro in cui non pare raggiunto un opportuno equilibrio tra flessibilità ed autonomia, da un lato, ed imperatività, dall'altro. La possibilità di regolamentare in via negoziale ciò su cui il legislatore tace realizzando così l'obiettivo tanto accanitamente perseguito, almeno nelle intenzioni, dalla riforma del 2003, non pare particolarmente sfruttato nella prassi in generale e l'aspetto qui indagato non sembra costituire un'eccezione a detta tendenza. Di conseguenza, sotto tale profilo, il silenzio normativo non sembra particolarmente utile, addossando all'interprete il compito di ricostruire una disciplina che, più che semplificata dall'assenza di una norma positiva, pare rendere il procedimento più complicato ed incerto nei suoi esiti. A ciò si aggiunge un'allocazione del rischio per così dire poco meritocratica a discapito appunto non del socio conferente ma del patrimonio comune e quindi dell'intera compagine sociale a differenza di quanto accade nel sistema pensato per le s.p.a.

Infine, se da un lato non si può che osservare che il legislatore del 2003 ha seguito, anche in relazione alla valutazione dei conferimenti nella s.r.l., una tendenza in atto già da tempo e che acquisisce progressivamente maggiore forza, ossia quella del

---

<sup>133</sup> C. MONTAGNANI, *Riflessioni in tema di conferimenti in natura nelle s.r.l.*, cit., 183.

<sup>134</sup> G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 72, citata da C. MONTAGNANI, *op. ult. cit.*, 183.

<sup>135</sup> S. BELINGUIER-RUIZ, *op. cit.*, 232-233. La tecnica del rinvio era stata ampiamente utilizzata nel 1942 e, poiché considerata uno dei fattori di "appiattimento" della disciplina della s.r.l. su quella della s.p.a., il legislatore del 2003 ne ha ridotto l'utilizzo senza peraltro abbandonarla del tutto. Inoltre, in alcuni casi il ricorso al rinvio non è esplicito, bensì dissimulato mediante l'uso della riproduzione totale o parziale di disposizioni elaborate per altri tipi societari. Proprio le discussioni relativamente a tali tecniche hanno condotto parte della dottrina a proporre la creazione di un insieme di regole comuni a più tipi societari. Sul punto v. A.A. DOLMETTA, *Sul "tipo" s.r.l.*, in *S.r.l. – Commentario*, cit., 17 ss. Per una critica alla tecnica legislativa v. C. MONTAGNANI, *La fattispecie costitutiva*, in V. SANTORO (a cura di), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Milano, 2003, 38 ss.

riposizionamento delle tecniche di tutela da meccanismi *ex ante* a rimedi *ex post* basati su misure di ordine personale<sup>136</sup>, dall'altro si ritiene vi sia spazio per opportuni interventi legislativi volti a semplificare in via sostanziale e non solo formale la disciplina in oggetto.

---

<sup>136</sup> L. SALAMONE, *op. cit.*, 366, afferma che: «Resta comunque una presa d'atto, ben nota soprattutto ai professionisti che frequentino le Sezioni Fallimentari dei Tribunali, che senza imporre garanzia alcuna di solvenza agli amministratori (l'imposizione del versamento di una cauzione degli amministratori, originariamente prevista dall'art. 2387 c.c., testo del 1942, fu poi inopinatamente abrogata dalla legge n. 281/1985), il severo impianto delle responsabilità civili riscritto dal codice della crisi e dell'insolvenza rimane poco più che una Grida di manzoniana memoria. A chiusura, occorre infine tornare sul rinvio che l'art. 2465, comma 3, c.c., opera all'art. 2343, comma 2, c.c. e – per tramite di questo – all'art. 64 c.p.c. Se la minusvalenza dipenda da dolo o colpa grave dell'esperto valutatore, egli incorre in responsabilità sia penale sia civile per i danni arrecati alla società, ai soci e ai terzi. Stante la disciplina dell'assicurazione obbligatoria per i rischi professionali, questo è l'unico soggetto sicuramente capiente (in tutto o in parte) contro il quale dirigere un'azione risarcitoria».

## SEZIONE II

# CORPORATE GOVERNANCE

### I SOCI DI SOCIETÀ QUOTATE TRA TIPOLOGIA REALE, MODELLI SOCIETARI E NEOISTITUZIONALISMO

di Mario Cera

SOMMARIO: 1. Gli azionisti delle società quotate: pluralismo di fattispecie e specialità legislativa. – 2. La fenomenologia reale e gli interessi. – 3. La diffusa rilevanza degli azionisti investitori istituzionali e le persistenti criticità di *governance*. – 4. E l'azionista-amministratore di minoranza? – 5. Azionisti e modelli societari. – 6. Le società quotate e gli interessi dell'impresa tra azionisti e *stakeholders*.

1. *Gli azionisti delle società quotate: pluralismo di fattispecie e specialità legislativa.* – Nell'*incipit* di un suo recente articolo, Paolo Montalenti ammetteva che il titolo dello stesso (“*Il socio di società quotata*”) avrebbe dovuto essere “*leggermente, ma significativamente, modificato declinandolo al plurale: I soci di società quotata*” (MONTALENTI, 2020, 227).

Infatti, rileva l'Autore, la tipologia dei soci di società quotata appare significativamente mutata nell'ordinamento nordamericano, in quello europeo ed anche (*last and least*) nel sistema societario, ammesso che tale sia ancora, italiano. In conclusione dell'articolo, dopo un'ampia e puntuale ricognizione, si prendeva atto che “*il quadro operativo dei soci di società quotate è oggi particolarmente articolato: soci di controllo, soci di riferimento, investitori istituzionali speculativi, investitori long-term, azionisti pubblici, azionisti minimi, rappresentano categorie variamente rappresentate, portatrici di interessi spesso diversi la cui composizione è affidata agli amministratori con tecniche non omologabili in un unico paradigma ma la sfida verso nuovi scenari può, con cauto ottimismo, non essere del tutto priva di possibili positivi sviluppi*” (op. cit., 250).

L'uso del plurale per descrivere la fenomenologia dei soci delle società quotate pare più che giustificato (e d'altronde già un brillante Giurista del secolo scorso aveva rimarcato tale pluralismo e le possibili contrapposizioni per categorie: il riferimento, quasi d'obbligo, è a JAEGER, 1993); come, però, dev'essere anche per le stesse società, giacché il ruolo e la disciplina dei soci si atteggiano diversamente con riguardo alla posizione delle società nell'ordinamento complessivo e nel loro assetto proprietario ed organizzativo, di talché la notissima annotazione di tanti anni fa di Maestri quali Cottino e Minervini *sulle società per azioni*, va ora riferita, anche, a quelle *quotate* (basti pensare alle varie

discipline speciali che concernono società che esercitano particolari attività o versino in situazioni legislative peculiari). Così pure, non è più corretto parlare di “azionisti” in senso generico, ancor più una parità tra i medesimi pare fuori contesto, sia reale che legale.

In effetti, un rapido inventario delle situazioni diversificate dei soci delle società quotate ci dice che il principio della parità o di uguaglianza degli azionisti è solo un retaggio ottocentesco, quasi romantico.

Beninteso, qui non si tratta del vecchio tema del peso degli azionisti riferito alla o meglio derivanti dall'entità della loro partecipazione, col riconoscimento di diritti graduati o gradualmente (maggiorazioni o premi di fedeltà che siano); invece, l'evoluzione dell'ordinamento ha portato ad una situazione differenziata, in primo luogo, quanto ad obblighi di *status*, vale a dire derivanti dal mero possesso di rilevanti quote di capitale ovvero dalla natura o dalla posizione dei soci. È, in altri termini, lo speciale obbligo legale che determina comunque la specialità della situazione soggettiva, con un salto notevolissimo rispetto alla disciplina comune codicistica, che, come noto, in tale prospettiva prendeva in considerazione solo ed unicamente la figura del socio ente pubblico.

Gioverà scorrere rapidamente la disciplina delle società emittenti di cui al t.u.i.f. per far emergere la valenza di tali obblighi, previsti in relazione al particolare *status* dei soci:

a) in primo luogo, vanno evidenziati gli obblighi vari di comunicazione di cui agli artt. 114, comma 7, 115, comma 2 e comma 3, 120 e 122 t.u.i.f. per quei soci che abbiano una partecipazione rilevante o qualificata in relazione alle singole disposizioni citate;

b) per taluni di detti soggetti, l'obbligo di comunicazione si collega altresì ad un obbligo di informazione: è quanto previsto all'art. 120, comma 4-*bis*, per i soci che superino il 10%, il 20% e il 25% del capitale (disposizioni, come noto, aggiunte di recente e miranti a prevenire paventate o presunte “invasioni” o “scorrerie”);

c) ancora per alcune categorie di investitori (i “gestori di attivi”), come s.g.r., sicav e sicaf, e gli “investitori istituzionali” vengono previsti ulteriori e speciali obblighi di informazione e comunicazione al mercato, disposti in via generale per tali categorie di soggetti, ma che si riflettono poi nello specifico delle situazioni delle società partecipate, creando un affidamento sul loro rispetto da parte delle stesse e degli altri loro azionisti;

d) il socio (o i soci) di controllo ovvero che esercitano attività di direzione e coordinamento sulla società quotata hanno prerogative e responsabilità proprie e ormai tipiche del loro ruolo: dagli obblighi di vigilanza e di comunicazione a quelli in tema di OPA, ma anche alla possibilità di loro informazione selettiva con i conseguenti doveri.

Nelle società quotate soggette a disciplina speciale in relazione alle attività esercitate (*in primis* le banche) vi sono, poi, ulteriori obblighi per i soci a seconda dei vari statuti normativi. In tali contesti, gli stessi diritti sociali risultano, come noto, affievoliti, quando non del tutto obliterati dal superiore interesse generale che poi trascolora in uno speciale interesse sociale (per le banche, v. CERA, 2018; GUIZZI, 2017).

Al di là, qui, di ogni teorica sulle ragioni e sulle finalità della disciplina delle società quotate, non vi è dubbio che, unitamente agli altri tratti ben noti che caratterizzano, e ad avviso di chi scrive tipizzano ormai (e per quanto rilevi ancora), lo statuto delle società stesse, anche la disciplina specifica che tocca lo *status* dei loro soci, almeno per determinate categorie, va ad inserirsi ed imporsi come tratto caratteristico.

D'altronde, la classificazione delle società quotate quali enti di interesse pubblico non può non avere riflessi, oltre che sull'organizzazione corporativa, sui diritti proprietari e dunque degli azionisti tutti, nonché sull'interesse sociale, come emergerà *infra*.

2. *La fenomenologia reale e gli interessi.* – Vero è che questi *vari* azionisti hanno una loro diversificata fenomenologia (qualcuno, già da tempo, ha parlato di “*tipologia reale*”: Tedeschi, 2005). Al di là di quelli cronici “assenteisti”, ma non di rado maggioritari, che rinunciano di principio all’esercizio dei diritti partecipativi, in primo luogo di voto, pur ritenuto scriminante dal legislatore (cfr. art. 120 t.u.i.f.), altri soggetti espressamente “partecipativi” o “attivisti” hanno logiche ed interessi assai variegati. La distinzione novecentesca tra azionisti imprenditori ed azionisti risparmiatori (da cui, è bene ricordarlo, è conseguita la introduzione nel 1974 delle azioni di risparmio, però destinate nel tempo al sostanziale rigetto del mercato) sembra di fatto obsoleta. Tuttavia, una distinzione di fondo tra azionisti interessati alla gestione, *rectius* a partecipare ad essa, e azionisti interessati solo al ritorno economico permane. Le stesse soglie previste per le varie comunicazioni partecipative sottendono una potenzialità di ogni partecipazione nell’effettivo governo societario. Ma ciò che è mutato è la prospettiva, e quindi la natura, dei vari soci quando non di controllo e quindi non imprenditori nel senso di professionalmente rivolti a gestire quel tipico *business*. Beninteso, questi ultimi ci sono ancora, nel segmento, però, non delle società a più alta capitalizzazione; tante sono le società che fanno capo ad un imprenditore di controllo o di riferimento ovvero in virtù di patti parasociali, ma normalmente nel segmento a media o bassa capitalizzazione. Il tema si sfrangia quando si osserva la situazione delle altre società, cioè quelle nelle quali al governo dell’impresa partecipano manager ed amministratori espressione di una indistinta maggioranza assembleare e quindi di vari soci titolari soltanto di una partecipazione relativamente significativa.

In tali situazioni, la posizione dell’azionista si confonde con quella dell’amministratore in un ibridismo foriero non solo di conflitti di interesse, ma anche di incisione della necessaria coesione e autonomia di indirizzo nell’organo amministrativo. In altri termini, si hanno soci che non sono imprenditori in quel *business* ovvero di quella attività, ma nemmeno meri investitori o, come si diceva una volta, capitalisti finanziari, in quanto sono imprenditori *aliunde*: fenomeno ricorrente, invero, soprattutto nel settore bancario-assicurativo del nostro Paese e sul quale nemmeno le norme regolamentari di vigilanza hanno potuto in passato evitare intrecci, sostanziali *interlocking* e commistioni di interessi. A tal proposito, tempo assai addietro chi scrive ebbe a rilevare, con riferimento specifico alle banche, che le pur assai criticate, allora, fondazioni bancarie con le loro significative (ma non di controllo, per divieto legislativo peraltro) partecipazioni costituivano soggetti che, a differenza di quelli industriali, potevano maggiormente garantire trasparenza di posizione, quali investitori, e neutralizzazione o perlomeno contenimento dei rischi di conflitti di interessi (CERA, 2004).

Questo tema del conflitto d’interessi dei soci come tali nelle società quotate è stato, obiettivamente e finora, un po’ trascurato (ora v. SACCHI, 2021). Come noto, la teorica tradizionale, invero sulla base di scarna disciplina legislativa, tende a rilevare il conflitto d’interessi nelle sole sedi deliberative deputate (e altresì con difficoltà ivi emergono i conflitti reali). Ma è evidente che per i soci “significativi” un conflitto d’interessi resta latente, perché insito nella stessa partecipazione con quanto potenzialmente questa comporta, sia come *exit* che in termini di *voice*. Oltre a ciò, resta che nella società quotata a proprietà non concentrata i pesi degli azionisti, direttamente in caso di loro rappresentanza in consiglio di amministrazione, indirettamente, in caso di possessi partecipativi rilevanti, incidono di fatto sugli indirizzi gestori e possono celare interessi nient’affatto coincidenti o convergenti con quello della società.



Vi sono, poi, gli azionisti “dispersi”, siano essi investitori istituzionali o solo di risparmio, poco attenti alla ovvero poco rilevanti nella *governance*, talvolta in mano ad intermediari o consulenti; azionisti appunto sparsi, il cui ruolo, ai fini di quanto si sta dicendo, non è significativo, se non sul versante, persino ovvio ormai, della loro informazione la più possibile completa e corretta.

Volendo e dovendo limitare queste note alla specifica situazione italiana, non può non rilevarsi, dalle più recenti ed attendibili ricognizioni (Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane), che la maggioranza delle società quotate al MTA abbia un socio di controllo, di solito minoritario quanto a capitale; mentre sta aumentando la presenza di investitori istituzionali, con ciò dandosi atto di una progressiva marginalizzazione degli investitori *retail* o meri risparmiatori, quindi sempre meno rilevanti dal, particolare e professionalmente interessato, punto di vista dei manager gestori.

Il più recente legislatore, come visto sopra, ha iniziato a considerare specificamente gli azionisti nelle società quotate in relazione alla loro natura e alla loro rilevanza. Qui non si vuol dire degli obblighi di mera trasparenza informativa imposti dall’art. 120 t.u.i.f., sui quali si è già detto ed è davvero superfluo soffermarsi stante la ormai acquisita e riconosciuta valenza degli stessi per una adeguata informazione del mercato. Piuttosto, gioverà soffermarsi su due tipologie di soci per i quali si pongono, nell’evoluzione normativa ma anche di prassi in corso, vari problemi di inquadramento delle loro posizioni; vale a dire gli azionisti c.d. istituzionali e gli azionisti c.d. attivisti di minoranza, questi ultimi desiderosi di od interessati al confronto ed alla interlocuzione continua con gli amministratori delle società partecipate.

3. *La diffusa rilevanza degli azionisti investitori istituzionali e le persistenti criticità di governance.* – Soffermandoci per ora sui primi, è notorio, da un lato, il peso assunto nell’assetto proprietario, dall’altro, il pure crescente loro interesse, in senso ampio e generico, alla gestione.

Ormai nelle società a più alta capitalizzazione, la partecipazione di questi soggetti è assai significativa e comunque determinante per gli indirizzi di *governance*. Senza doversi qui soffermare sull’abusato tema della informazione speciale o *selective* di essi in varie forme, più o meno trasparenti o standardizzate, occorre constatare che nell’opacità resta il ruolo proprio rivolto ad incidere sull’amministrazione delle società partecipate; ruolo che può essere anche svolto soltanto con lo strumento dell’*exit*, come noto e soprattutto quando la partecipazione è di entità rilevante, ma che sempre più viene sancito dalla presenza di esponenti negli organi delle società o da stringenti protocolli di *stewardship*. Per tali soci “*caratterizzati*”, secondo una felice espressione dottrinale (TEDESCHI, 2020), il potere di “*orientamento*” è reale e diretto, non più potenziale o teorico, come tradizionalmente. Tale profilo da tempo è stato ritenuto critico dalla più autorevole nostra dottrina: proprio Pier Giusto Jaeger, fra altri, ormai trent’anni or sono, scriveva che seppure fosse necessaria una distinzione fra gli investitori istituzionali e i piccoli investitori, vi sarebbero stati “*pure dei problemi in merito all’immissione di rappresentanti degli investitori istituzionali nei consigli di amministrazione, in considerazione del pericolo di conflitti di interesse e di «divided loyalties» nei confronti della società e dell’istituzione che li ha designati*” (JAEGER, 1993, 40).

Il legislatore europeo prima e, ovviamente, italiano dopo sembra aver eluso il problema, ponendosi solo in un'ottica di mera *disclosure*. Le disposizioni sulle "politiche di impegno" attivo (artt. 124-*quinquies* e 124-*sixies* t.u.i.f.), senz'altro opportunamente circa "funzione" e "utilità" della stessa (si veda, in particolare, PRESCIANI, 2020, 242 ss.), soltanto dettano prescrizioni informative, peraltro di improbabile censura o verifica nel concreto (la stessa nuova sanzione amministrativa prevista all'art. 193-*bis* t.u.i.f. pare particolarmente tenue, tenuto conto dei soggetti cui sarebbe applicata: da 2.500 a 150.000 euro). Inoltre, il dibattito sul ruolo ovvero sull'attivismo degli investitori istituzionali quali soci di società quotate sembra essersi incentrato quasi esclusivamente sui diritti relativi all'assemblea (tra informazione ed esercizio dei vari diritti e rapporti con i *proxy advisors*). Certamente, il dialogo o forse meglio il confronto, l'*engagement*, col "*reciproco riconoscimento*", può essere utile in "*un'ottica di efficienza e di perpetuazione dell'impresa*", ma così ai "*problemi già esistenti, se ne affiancano altri*" (il virgolettato è ripreso ancora da TEDESCHI, 2020, 578).

Il nodo vero resta quello dei conflitti di interesse di questi investitori e gestori, nelle ambiguità del loro approccio alle decisioni che concernono la gestione e l'indirizzo delle società partecipate: da un lato, investitori attenti al mero ritorno economico; dall'altro inclini, soprattutto quando la partecipazione è rilevante, ad interessarsi attivamente della gestione, addirittura esprimendo propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione (ha di recente ripreso il tema SACCHI, 2021).

Il punto critico può individuarsi nell'interesse reale dell'investitore istituzionale alle sorti e alla continuità della società e quindi nell'influsso orientativo di tale interesse sugli amministratori e sulla loro azione, in sostanza sull'attività della società. Come scriveva, con la solita, arguta acutezza Guido Rossi (2008, 47 ss.), per questi soggetti si ha una "*dissociazione della proprietà dalla proprietà*", ragione per la quale, alla fine, le sorti dell'impresa quotate finiscono per essere una partita tra manager ed altri manager, sovente nel prioritario loro interesse personale. Qui non si tratta di rivalutare pur autorevoli tesi circa la negatività e la possibilità di privazione del diritto di voto ai soggetti di cui si parla, se non altro per la semplice, e pratica, ragione che ormai ciò sarebbe fuori dalla realtà e alla fine contrario all'interesse economico della stessa società, inteso, almeno per chi scrive, come diverso e distinto da quello dei soci. Parimenti, nemmeno pare di dover considerare con maggior favore rispetto alla *public company* quotata l'assetto societario a proprietà concentrata in uno o più soci di controllo, per una certa nitidezza di rapporti e posizioni, giacché anche negli assetti proprietari concentrati il ruolo degli investitori istituzionali può essere rilevante ed altresì positivo, in quanto proattivo rispetto agli azionisti apatici, si noti di minoranza ma anche di maggioranza (PRESCIANI, 2020, 70-71). Invece, occorre porsi il problema di come rendere neutri i vari interessi di questi soggetti rispetto appunto a quello sociale. E la strada non può che essere quella di separare la partecipazione, chiaramente con la sua inevitabile libertà di circolazione e disposizione, dalla gestione; con la pure sempre maggior esigenza di sua autonomia e stabilità. Giustamente è stato notato come, al di là delle prescrizioni legislative, resti "*aperta la domanda di come si possa conciliare l'interesse a un pronto disinvestimento di una partecipazione rilevante con quello, presunto dalla legge, al perseguimento di una politica di lungo periodo*" (LENER, 2019, 508). Non solo, ma pare illusorio un catalogo distinguendo gli investitori istituzionali tra quelli orientati al lungo periodo e quelli rivolti allo *short-term*, giacché tutti questi sono comunque liberi

e a volte tenuti a disinvestire; e altresì non è affatto detto che la prospettiva di *long-term* sia più benefica per l'impresa rispetto a quella a breve (STELLA RICHTER JR., 2021, *Riv. soc.*, 40). Beninteso, non si intende negare né opportunità né tantomeno legittimità di quell'attivismo degli investitori istituzionali ormai parte integrante delle dinamiche mercato-amministratori, ancor più in generale della *corporate governance* delle società quotate (sul tema in generale, fra i vari, oltre il noto e risalente lavoro di PREITE, 1993 e ora le considerazioni in CERA, 2020, in particolare, i densi contributi di DACCÒ, 2020, e STRAMPELLI, 2020). Il punto critico non sta nella informazione proattiva, nella sollecitazione, nel confronto o dialogo che sia fra investitori istituzionali e consigli di amministrazione; quanto nella partecipazione diretta od indiretta dei primi alla gestione o anche cogestione dell'impresa.

A nessun c.d. *CEO*, per quanto autoreferenziale, verrebbe di negare, ormai, impegni di *stewardship* o comunque di periodica consultazione con investitori istituzionali interessati alle sorti della società. E d'altronde, al di là del tramonto del “credo” sullo *shareholder value* e delle tendenze ormai inarrestabili di *ESG*, resta l'interesse alla massimizzazione dei valori di portafoglio (ENRIQUES, 2020) ed è questo è uno “*dei temi cruciali del funzionamento dei mercati finanziari*” (MONTALENTI, 2020, 249), a conferma dell'intreccio irrisolvibile tra disciplina societaria e regolamentazione dei mercati. Diverso è quando questo interesse si tramuti in diretta partecipazione alle decisioni gestorie. Sono temi e questioni ben note, sui quali non è possibile né opportuno qui dilungarsi. Però, resta la peculiarità sostanziale della posizione dell'investitore istituzionale rispetto al tradizionale azionista pure solo investitore; il quale, da un lato, risponde del rischio dell'investimento, dall'altro nemmeno si sogna di incidere in qualche modo sulla gestione della società. È senz'altro corretto dire che la nuova normativa sulla politica d'impegno degli investitori istituzionali in società quotate “*li vuole stabili nel medio lungo periodo*” e appunto impegnati ed attivi (TEDESCHI, 2020, 582); ma una cosa è che ciò avvenga nella prospettiva o in funzione dell'esercizio del diritto di voto, verrebbe da ricordare *uti socii*, altra è se si pensa ad un coinvolgimento di questi soggetti nella gestione diretta dell'impresa (come pare di capire ancora in TEDESCHI, 2020, 583 ss.). Su tale terreno non è affatto detto che gli interessi degli investitori istituzionali possano convergere con gli interessi dell'impresa, che sono tanti e variegati, ben oltre l'abusata creazione del valore. E qui emerge, ancora una volta, il tema della pluralità e varietà dei fenomeni, giacché un gestore di un fondo pensione ha visione di lunghissimo periodo e processi di valutazione ispirati principalmente alla preservazione del capitale, mentre un fondo speculativo, ancor di più il suo *management*, ha una prospettiva di profitto di corto termine, dovendo rispondere fiduciarmente ai propri beneficiari, a loro volta investitori (e prestando di solito attenzione alle personali gratifiche di fine esercizio).

Se, dunque, è acquisito come legittimo, fors'anche opportuno, l'attivismo di quegli investitori istituzionali ai fini del miglior esercizio del diritto di voto e dello stimolo professionale e trasparente verso gli amministratori delle società partecipate, resta il nodo critico del loro diretto coinvolgimento nella gestione dell'impresa. Come noto, nella esperienza italiana si riscontrano situazioni disparate: dalla presenza in consiglio di amministrazione di rappresentanti espressi da un unico fondo “attivista”, via via fino ad amministratori espressi da alcuni investitori tra loro collegati ovvero da numerosissimi gestori sollecitati e sotto l'egida di una importante associazione di categoria. Tut-

to, ovviamente, lecito di principio, con talune anomalie, pure ben note: a cominciare dalla circostanza che i rappresentanti espressi dagli investitori istituzionali debbano essere di stretta minoranza nel consiglio di amministrazione, pur essendo eletti da una maggioranza assembleare, con sotteso ma inevitabile peso condizionante sulla maggioranza degli amministratori e sul funzionamento e sull'attività del consiglio stesso, dandosi così luogo ad una insincera formula di governo e altresì ambigua dialettica endo-consiliare. Come, altresì, si è rilevato che a volte il fondo rappresentato in consiglio quale minoranza dismetta in buona parte o totalmente la sua partecipazione, continuando però il "suo" rappresentante ad essere amministratore, non si sa bene per conto e nell'interesse di chi, al di là di sé medesimo. Ancora: sovente gli amministratori non sembrano avere riferimenti di sorta se non ad organismi associativi, però di non trasparente o sicuro od univoco orientamento. Si potrebbe continuare. In breve: la presenza nell'organo gestorio dei rappresentanti degli investitori istituzionali, non di rado e al di là della loro, di solito ma non sempre, obiettiva indipendenza e professionalità, può essere foriera di ambiguità ed opacità. Oltre alla fenomenologia, gli è che l'orizzonte, quasi per loro naturale, degli investitori istituzionali rimane lo *short-term* e pare alquanto improbabile che le politiche di impegno volute dal legislatore possano davvero allungare quell'orizzonte. Ed è pacifico che tale prospettiva finisca per riflettersi, più o meno direttamente, su quella delle società quotate partecipate, con inevitabili ricadute sulle strategie delle stesse a vantaggio dei mercati finanziari (e delle loro anime speculative) nel breve periodo (GLIOZZI, 2020, *passim*).

In altri termini, se già l'attivismo degli investitori istituzionali come soci (fermo, come detto, il legittimo esercizio del diritto di voto) può comportare criticità nella indipendente e responsabile gestione dell'impresa (che dovrebbe restare un punto inderogabile ed imperativo nella organizzazione corporativa azionaria), ancor di più si pongono problemi con la loro presenza nell'organo amministrativo, sia pure, come di norma accade, quale minoranza, in considerazione della varietà di interessi dell'impresa che gli amministratori devono perseguire. Si è scritto, molto recentemente (STELLA RICHTER JR., 2021, *Giur. comm.*, I, 424), che la funzione del consiglio di amministrazione nelle grandi società è, dev'essere, oltre che ponderatoria, anche, anzi "*prima di tutto e necessariamente compositoria*"; donde, qui si può aggiungere, una opportuna diversità professionale e di interessi. Tuttavia, non deve trascurarsi che ogni impresa necessita di chiarezza e speditezza di azione, la quale non può essere rimessa, alla fine e di fatto, agli onnipotenti ed onniscienti *CEO*. A questo riguardo, non può essere eluso il nodo del grande potere ormai attribuito (e valorizzato anche dalle Autorità di vigilanza) proprio agli amministratori delegati, "i veri e solitari gestori dell'impresa, su cui neppure si esercita il collegiale dovere di vigilanza del consiglio di amministrazione"; posizione sulla quale resta insufficiente ogni trasparenza ai fini di "*una effettiva tutela dell'ampia platea degli stakeholders*" (così nitidamente FORTUNATO, 2020, 23). In fondo, sono state "*le pratiche della shareholder value*" che "*hanno reso il manager non più l'attore contemporante i vari interessi in gioco – secondo lo stakeholder value approach –, ma l'agente di se stesso e del capitale finanziario*" (così, PENNACCHI, 2021, 74).

In siffatto contesto, può essere particolarmente arduo e "complesso" comporre obiettivi e scopi divergenti tra *short-term* e *long-term* (come ancora opportunamente rilevato sempre da STELLA RICHTER JR., 2021, *Riv. soc.*, 46-47), giacché "*anche le assonanze tra short-termism e shareholderism, da un lato, e tra long-termism e stakehol-*

derism, dall'altro, sono selettive"; ne consegue che "spostare al livello degli amministratori della società in cui si investe il compito di perseguire interessi generali, collettivi, sociali e ambientali significa svuotare di contenuti e di mezzi e mettere in discussione la stessa capacità di perseguire i fini del medesimo ordine da parte dei soci investitori istituzionali". Ma questi stessi azionisti come tali potrebbero voler perseguire scopi più ampi rispetto al mero profitto (VENTORUZZO, 2020, 1285). Tuttavia, non è affatto detto che tali scopi siano in pratica o in realtà quelli, pur ampi e non esclusivamente lucrativi, della società nella quale hanno investito e nel cui organo amministrativo sono rappresentati. Gli è comunque che l'interesse sociale, come ben noto, si esplica nella gestione dell'impresa che spetta esclusivamente agli amministratori. Tentativi di riconoscere un vero e proprio "ruolo del socio nella gestione della s.p.a. quotata" (MOLLO, 2018), al di là di approssimazioni e contraddizioni varie, si scontrano inevitabilmente con la disciplina imperativa e la stessa natura delle società quotate come società aperte all'investimento, che non possono essere trattate come s.p.a. chiuse o addirittura s.r.l. E non c'è dubbio che una rilevante presenza di investitori istituzionali speculativi renda "problematica" l'applicazione di fondamentali categorie del diritto azionario e un disallineamento di interessi (SACCHI, 2021, 594). Ciò rilevato, pare forse troppo ritenere che la presenza degli investitori istituzionali possa determinare una crisi alla radice dello strumento della società quotata e della sua *ratio*. In fondo, è la quotazione che rende possibile o perlomeno agevola un ruolo degli investitori istituzionali, che per contro possono, e di molto, agevolare la raccolta del risparmio di rischio da parte delle grandi imprese e al tempo stesso che quel risparmio vada in complessi produttivi d'interesse generale, temperando l'accentuata finanziarizzazione e favorendo un pur minimo accesso al mercato di rischio della massa dei risparmiatori privati.

4. *E l'azionista-amministratore di minoranza?* – A proposito di amministratori, un accenno dev'essere anche fatto, in questa ricognizione sommaria, alla figura dell'azionista di minoranza, in particolare a costui non come mero azionista, che continua a non rilevare giuridicamente, ma a colui che riesca ad esprimere almeno un amministratore all'interno del consiglio di amministrazione secondo l'art. 147-ter t.u.i.f.

Il tema delle minoranze e della loro tutela nelle società quotate fa insorgere più interrogativi che certezze, se non che in queste società la tutela di tali azionisti è, più che altro ovvero in concreto, nel mercato (M. CAMPOBASSO, 2015, sulla scia di MAZZONI, 1998).

L'ambiguità della figura dell'azionista di minoranza come tale, al di là della discutibile valenza positiva di un amministratore di minoranza e delle obiettive criticità del suo ruolo (per tutti, ora, MEO, 2020, 1820 ss.), resta evidente, a seconda dei casi, tra mera subordinazione e opportunismo rispetto alla maggioranza o, peggio ovviamente, potere di condizionamento. Fatto è che l'azionista di minoranza è, e comunque si ritiene, svincolato da qualsiasi dovere, non solo nei confronti della società, ma anche verso le Autorità, che tuttavia lo tengono in, forse utile per loro, considerazione. Tale azionista può anche avere una posizione significativa nell'orientamento gestorio, attraverso il suo o i suoi rappresentanti, ma di fatto non risponde di alcunché, peraltro disponendo liberamente e a piacimento della sua partecipazione. In sostanza, ove non sia investitore istituzionale, l'azionista di minoranza (e per certi versi il "suo" amministratore) fa il suo esclusivo interesse, a volte in trasparenza, a volte nell'opacità, soprattutto quando

la sua partecipazione non superi le soglie che impongano una qualche *disclosure*. Certamente, la tutela delle minoranze resta un punto fermo e chiaro nella disciplina delle società quotate, al di là dell'enfasi eccessiva nei decenni passati e del sempre più evanescente mito della democrazia azionaria; ma giustamente e da tempo si è rilevato come non vi sia "una" minoranza, ma tante minoranze (MAZZONI, 2004) e che ogni società, a seconda che sia *public company* o a proprietà concentrata, può avere "un proprio modello di relazioni fra maggioranze e minoranze" (ancora MEO, 2020, 1826). Resta, però, che non dovrebbe né potrebbe riconoscersi un qualsivoglia ruolo "prefigurato" o una posizione speciale ad un azionista o a più azionisti di minoranza, al di là di quanto spettante in sede di assemblea e in particolare di composizione dell'organo amministrativo (il che se non altro, va detto, potrebbe favorire dialettiche e varietà di espressioni). In breve, gli azionisti di minoranza dovrebbero vedere la loro miglior tutela, oltre che nel corretto funzionamento del mercato, semplicemente nella buona informazione, nelle chiare regole di governo societario e in norme imperative più stringenti in occasione di operazioni straordinarie (così già G. ROSSI, 2005, 80).

5. *Azionisti e modelli societari*. – Il ruolo, lo *status*, l'incidenza effettivi degli azionisti di cui si è sopra detto derivano tuttavia dalla peculiarità dei modelli delle società alle quali essi partecipano. Come si è detto in principio, le società con azioni quotate hanno le loro differenze, e loro modelli, che si riflettono sulle posizioni degli azionisti. Ormai queste distinzioni sono acquisite. Lo stesso nuovo Codice di *Corporate Governance* suddivide le società in "grandi" e "a proprietà concentrata", prevedendo un diverso regime applicativo del Codice stesso. In realtà, non basta tale differenziazione; bisognerebbe aggiungere le differenze derivanti dal frazionamento del capitale sociale (come già accennato, una *public company* è tale ed è "differente" al di là della mera capitalizzazione) e dall'eventuale, e ricorrente, ulteriore specialità legislativa, come pure si è già sopra rilevato. Ancora, vi sono i singoli statuti delle società che possono delineare situazioni o posizioni degli azionisti, in piena autonomia, e che possono discostarsi dalle disposizioni di legge e vieppiù di autodisciplina. Neanche pare il caso di indugiare su tali risvolti od eventualità, se non per rimarcare che non solo è tramontato il principio della parità tra gli azionisti, ma anche quello della uniformità più o meno rigida delle società per azioni quotate, tra modelli, categorie, assetti, in parte per diverse soluzioni legislative, in parte per la realtà delle fattispecie. D'altronde, la stessa *self regulation* così tanto enfatizzata, porta, ove non ben definita o canalizzata (VELLA, 2019, 441-442), verso una ambiguità normativa non proprio compatibile con le esigenze di imperatività che comunque dovrebbero connotare una grande società per azioni, altresì di interesse pubblico come quella quotata. Ma, e quasi al contrario, i codici di autodisciplina qualora standardizzati e rigidi diventano strumenti impropri di regolazione se non criptoregolazione (ancora VELLA, 2019). In ogni caso, "nessun codice di condotta pare concepito a misura di un modello di società per azioni coerente e credibile"; come pure "sostituire il sistema in vigore, che prevede norme inderogabili, con un'assoluta libertà contrattuale finirebbe insomma per aumentare conflitti, asimmetrie e disparità di trattamento" (G. ROSSI, 2003, 85 e 42).

La società con azioni quotate continua a poggiare su alcuni principi fondamentali inderogabili: la libera e continua circolazione delle azioni, l'informazione societaria

verso il mercato, la contendibilità e la trasparenza del controllo societario. Tali principi costituiscono la base e l'essenza della disciplina speciale. L'assetto di governo societario e il relativo ruolo degli azionisti sono invece profili peculiari di ogni società (ritorna alla mente la nota immagine dell'abito sartoriale per ogni singola persona) e che non possono non essere rimessi all'autonomia degli stessi, evitandosi modelli troppo standardizzati e rigidi. È inevitabile pensare che per talune categorie di società, quelle di interesse strategico o nazionale (forse meglio europeo), l'attenzione del legislatore sia più stringente, ma comunque la proporzionalità e il rispetto dei diritti degli investitori richiedono che ogni società possa adottare il suo modello di *governance*, nel quale gli azionisti liberamente potranno o non riconoscersi. Di recente si è rilevato (TOMBARI, 2021, 14) come sia questo il tempo di un modello di società per azioni "*funzionalmente orientabile*", con conseguenti "*necessari adattamenti della disciplina organizzativa e strutturale della società*". In ogni modello, quindi, ruoli, poteri, anche obblighi degli azionisti potrebbero trovare la loro più opportuna collocazione e ciò finirebbe col costituire un elemento di competizione sul mercato degli investimenti e altresì di adeguata composizione degli interessi tra società e soci e tra questi ultimi. Mutuando l'immagine da un recente film di Hamaguchi, ispirato ad una novella di Murakami, vien da pensare che gli azionisti di una società quotata siano come attori partecipi di uno stesso copione, ma che parlano ognuno una lingua differente, il che però riflette e compone quella realtà; mentre, viceversa, gli amministratori devono parlare la stessa lingua, che confluisce in una voce sola e che è quella dell'impresa necessariamente unitaria.

6. *Le società quotate e gli interessi dell'impresa tra azionisti e stakeholders.* – Si torna, così, al tema degli interessi – evidenti, sottesi, generali, privati *et cetera* – che coinvolgono ed avvolgono la società quotata, la quale, in sé, si rammenti ancora una volta, è di interesse pubblico, beninteso principalmente e come detto collegato alla continua sollecitazione del risparmio data dalla quotazione; ma, sempre più s'impone o meglio si ripropone l'interesse generale, anche di scopo, implicito e proprio delle grandi imprese, che non sempre può coincidere con quell'interesse pur ritenuto pubblico che tende a favorire i mercati finanziari come tali, ancorché a scapito a volte dell'economia reale (GLIOZZI, *passim*).

Il dibattito in corso sulla sostenibilità, sullo scopo o meglio sugli scopi della grande impresa azionaria, sugli *stakeholders* vari non può non toccare anche il tema concernente la posizione dei soci investitori. Certamente, una riflessione sull'attualità e valenza concreta del testo dell'art. 2247 c.c., e in particolare sullo scopo lucrativo ivi enunciato ma in realtà discrezionale, s'impone come ineludibile. Gli è che una società quotata non potrebbe sfuggire all'obiettivo o perlomeno all'attesa di remunerare i propri azionisti-investitori, né di affermare la subordinazione di tale obiettivo ad altri.

Comunque, è l'interesse dell'impresa-società che non può essere obliterato, come, ma non da ora, lo stesso ordinamento impone. Temi quali la sostenibilità dell'attività economica, della continuità aziendale, della visione di un interesse sociale come interesse generale oggi sono declinati ed enfatizzati, ma non costituiscono affatto uno stravolgimento dei principi fondanti e nemmeno della storia della grande impresa azionaria: a prescindere d'altro, gli artt. 41, comma 2, e 47, comma 2, della nostra Costituzione repubblicana sono sempre e fortunatamente lì, da oltre settant'anni, a dimostrare come

la coniugabilità tra istanze sociali e investimenti privati non sia affatto uno stravolgimento e nemmeno un progresso ideologico e giuridico di questo millennio, dovendosi avvertire il rischio che quanto ora variamente rappresentato come il nuovo orizzonte del diritto della grande impresa azionaria sia solo un “*bluff*” (come paventa, solo paventa, col suo indiscutibile acume uno dei nostri attuali Maestri: P. MARCHETTI, 2019, 1306). Così, ancora, quando si rimarcano come nuovi i profili della continuità e della sostenibilità nel lungo periodo (che certo non coincidono, ma sono comunque collegati perché non dovrebbe esservi sostenibilità senza continuità: cfr., di recente, RICCIARDELLO, 2022, 60), si dovrebbe rammentare, tra l’altro, che il principio della prudenza in materia di bilanci di esercizio, come l’interesse sociale nell’art. 2441, comma 5, c.c. e ancora nell’art. 2409 c.c. o addirittura i termini di durata della società a cinquanta o cent’anni depongono già in quel senso (sul rapporto, in particolare, tra *short-term* e durata della società un veloce ma significativo cenno in STELLA RICHTER JR., 2021, *Riv. soc.*, 36). Come pure, non si dovrebbe ignorare che per talune imprese, quelle assicurative e bancarie in primo luogo, la sostenibilità è implicita nei loro *business*, improntati al lungo periodo ma anche alla salvaguardia degli interessi dei loro clienti e basati sulla fiducia degli stessi, che potremo definire prolungata.

È stato giustamente invocato “*un ritorno ai fondamentali*”, un “*back to basic*” (PALMIERI, 2021, 38). Certamente, gli interessi in giuoco sono più complessi, incerti ed incontrollabili di un tempo e anche eterogenei e confliggenti; ciò non solo per gli azionisti, ma anche per gli *stakeholders* (basterà, per tutti, il rinvio alle note pagine di TOMBARI, 2019, 74 ss., nonché al testé citato, recente e stimolante scritto di STELLA RICHTER JR., 2021, *Riv. soc.* e alle altre pure recentissime considerazioni di SACCHI, 2021, 391 e nota 26), in particolare circa il conflitto di interessi tra le varie categorie e all’interno di una stessa categoria di *stakeholders*.

Rimanendo sul terreno, impervio, della posizione dei soci nelle società quotate complessivamente considerati, pare arduo oggi ricostruire un quadro armonico e chiaro, che coniughi i loro svariati interessi con quello generale dell’impresa.

In ogni caso, parecchi sono gli spunti che portano a riconoscere come evidente, proprio nelle società quotate, un neoinstituzionalismo, in una prospettiva che, superando quel “*credo*” dello *shareholder value* di fine Novecento, recuperi una funzione dell’interesse sociale atta a coniugare la creazione di valore per gli azionisti investitori con l’impegno a tener conto degli interessi di tutti gli *stakeholders*; si noti, come già detto, in una soluzione di continuità rispetto ad una tradizione consolidata (MONTALENTI, 2020, 245). Del resto, con specifico riguardo alle società quotate, non può non rilevarsi che gli stessi principi di piena *disclosure* e di vigilanza pubblica informativa già costituiscono, in sé, forte temperamento e anzi limitazione di una visione contrattualistica. È ben noto che detti principi vanno al di là della tutela degli azionisti attuali, quanto invece tendono verso gli azionisti potenziali indistinti, quindi il pubblico. Ai primi, forse, il rigore della totale e immediata *disclosure* potrebbe andare persino stretto in un’ottica di *value* shortermistica (senza poterci qui dilungare, il caso “Atlantia-Autostrade per l’Italia” potrebbe costituire un utile se non addirittura esemplare paradigma nel conflitto di interessi o perlomeno nella partita azionisti *vs. stakeholders* dell’impresa nelle società quotate e non solo in esse).

E, altresì, cosa c’è di più “neoinstituzionalistico” dei criteri cosiddetti *ESG* in generale e delle restrizioni alla distribuzione di dividendi nelle società soggette a vigilanza



pur quotate? Certo si possono utilizzare espressioni nuove come “*capitalismo degli stakeholders*” o “*concezione pluralistica dello scopo sociale*” o “*corporate purpose*” (tutte tratte dal recente e interessante studio di FRIGENI-SCIARRONE ALIBRANDI, 2020), ma alla fine toccherà tornare ancora, con le opportune rivisitazioni, all’antico dibattito circa i “battelli del Reno”; tuttavia senza la contrapposizione ideologica e quasi manicheistica della seconda metà del Novecento e tenendo conto che, poi, il mercato ha comunque fatto valere le sue ragioni economiche e giuridiche, che sono diverse da quelle dell’impresa come tale (STELLA RICHTER JR., 2021, *Riv. soc.*).

Gli azionisti, anche gli investitori istituzionali e speculativi, devono dunque tener conto, come già accaduto, di tale contesto, in particolare dei vincoli “sociali” imprescindibili. Gli stessi principi *ESG* si rivolgono direttamente agli investitori istituzionali, suggerendo particolare attenzione ai temi della sostenibilità nelle loro strategie e condotte di investimento (TEDESCHI, 2020, 588-589). Ma pare evidente che potrebbe rivelarsi alquanto illusoria una strategia incentrata sul ruolo dei soci-investitori istituzionali per “favorire la transizione verso la crescita sostenibile” (così STRAMPELLI, 2021, 367).

Avviandoci alla fine di queste troppo brevi note, vien da ribadire, al contempo, la specialità della posizione degli azionisti, di ogni sorta, delle società quotate e la solo relativa neutralità di queste quanto al modello azionario, richiamando qui l’attualissimo insegnamento di Guido Rossi, certamente aperta, sia nel capitale, sia a scopi ed utilizzi variegati ed innominati, ma comunque con i vincoli operativi dati dalla continua sollecitazione del pubblico risparmio e dal libero, ma regolamentato, mercato delle azioni.

L’interesse generale sotteso alla disciplina delle società quotate come emittenti titoli diffusi, ma anche come grandi imprese contornate da una varietà di *stakeholders*, importa la soggezione dei loro azionisti alle prescrizioni, varie ed imperative, delle norme speciali, nonché al rispetto di un interesse sociale dell’impresa venato di “pubblicismo”, che ne affievolisce i diritti partecipativi, in cambio della estrema od assoluta libertà della negoziazione delle azioni: elemento, questo, che rimane davvero caratterizzante la società e la posizione dell’azionista stesso (tant’è che il *delisting* comporta in sé il diritto di recesso secondo l’art. 2437-*quinquies*, c.c., al di là di ogni modifica circa scopi ed assetti statutari).

Il rapporto societario od intrasocietario rimane invece condizionato da quell’interesse generale o pubblico, che a volte rafforza ma altre volte limita i diritti e gli interessi degli azionisti. Certo, l’impresa azionaria quotata deve rimanere, come detto in sé e tendenzialmente, lucrativa, altrimenti la quotazione stessa costituirebbe una contraddizione, ma tale interesse va coniugato con gli “altri interessi” collegati all’impresa azionaria (ora per tutti il già citato e molto noto lavoro di TOMBARI, 2019, 28 ss.), cui devono attendere con una certa discrezionalità di azione gli amministratori; sempre dovendosi badare al fatto, sopra rilevato, che la s.p.a. pur quotata non è una fattispecie uniforme, tantomeno unitaria e che quindi la società potrebbe darsi una propria funzione effettivamente perseguita.

E gli azionisti? Richiamando ancora alcune felici pagine di Guido Rossi del 2012, bisogna anzitutto prendere atto che la categoria degli azionisti nelle società quotate, anzi la mancanza di una loro identità e la divergenza fra i loro stessi interessi, rende quanto mai arduo dare un contenuto generale e reale alla figura in sé e altresì prive di significato le suggestioni contrattualistiche, a volte mosse da interessi particolari, ormai anacronistiche. Quello sbandierato contrattualismo “*fondamento ideologico del capita-*

lismo”, con la “*deregolamentazione selvaggia*” e “*l’ostinata esaltazione del mercato come grande suggeritore delle proprie stesse regole*” (ROSSI, 2006, 27), sembra tramontato o comunque oscurato. Non solo; ma è a tutti evidente che gli azionisti sono essenzialmente investitori con le più disperate prospettive ed esigenze, “*indifferentemente e indiscriminatamente, al di là e al di fuori di ogni conoscenza degli affari sociali*” (G. ROSSI, 2012, 5 ss.); donde la pratica impossibilità di identificare un vero e comune interesse dei soci tutelabile come tale e prevalente su quello dell’impresa. In ogni caso, dovendosi evitare fallaci generalizzazioni, la loro variegata posizione, legale e reale, non può non scontare le peculiarità, pur esse legali e reali, delle società quotate partecipate, con diritti e vincoli propri del loro *status*; con il limite, imperativo senz’altro, dato dal rispetto delle competenze esclusive degli amministratori circa la gestione dell’impresa. E ciò può apparire persino banale; tuttavia non tanto e soprattutto non per tutti, visto che vari azionisti tendono ad “allargarsi” ed ad invadere campi propri della gestione ovvero a confondere ruoli e responsabilità.

Più significativo, nell’attuale contesto di *revirement* circa *shareholder value* e dintorni, può essere il rilievo per cui l’impresa di una società quotata non è un fatto privato tra amministratori ed azionisti. Vi sono le esigenze del mercato e della contrattazione, ma vi sono anche gli obiettivi generali propri delle norme imperative, che, da sempre, accompagnano la grande società per azioni, e che in quanto tali non sono né potranno essere nella disponibilità dei privati né trasformarsi in codici di autodisciplina. Gli azionisti, come noto e acquisito da tempo, non sono proprietari né di primo né di secondo grado dell’impresa né la possono gestire. La società quotata offre loro, e solo a loro in quanto investitori, due grandi discrezionali opzioni: di voler acquisire le azioni sulla base di libere valutazioni, fino all’acquisizione ove contendibile del controllo, e di poter alienare tutte o parte delle azioni stesse, sempre, va sottolineato, sulla base della miglior e corretta informazione. Ed è questo, alla fine, il tratto essenziale e caratteristico della loro posizione e con essa della società quotata; la quale rimane, ancora, utile strumento di mobilitazione e di indirizzo del risparmio privato verso i grandi complessi produttivi del Paese secondo l’art. 47, comma 2, della Costituzione, e perciò di interesse pubblico; che non può essere condizionato né oscurato dagli interessi privati degli azionisti, ammesso, come detto, che si possa rinvenire un qualche fattore davvero comune in tali interessi.

### *Nota bibliografica dei riferimenti*

CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall’eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 139; CERA M., *Assetti proprietari delle banche italiane e “interessi” societari: problemi e questioni*, in *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, a cura di MONTALENTI P.-NOTARI M., Milano, 2018, 179; CERA M., *Le fondazioni e la gestione delle banche fra luoghi comuni ed interessi*, in *AGE-Analisi Giuridica dell’Economia*, 2004, 1, 31; CERA M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, 2 ed., Bologna, 2020; DACCÒ A., *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da CERA M.-PRESTI G., Bologna, 2020, 2, 1782; ENRIQUES L., *Missing in Friedaman’s Shareholders Vallue Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285; FRIGENI C.-SCIARRONE ALIBRANDI A., *Emergenza pandemica e restrizioni alle distribuzioni a favore degli azionisti:*

spunti in tema di corporate purpose, in *Riv. soc.*, 2020, 482; FORTUNATO S., *L'informazione del socio*, in *RDS*, 2020, 13; GLIOZZI E., *Lo short-termism*, in *Riv. trim. dir. civ.*, 2020, 841; GUIZZI L., *Interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241; JAEGER P.G., *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 23; LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in *AGE-Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2019, 505; MARCHETTI P., *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 1303; MAZZONI A., *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*, Pisa, 2004, 16; MEO G., *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da CERA M.-PRESTI G., Bologna, 2020, 2, 1813; MOLLO G., *Il ruolo del socio nella gestione della s.p.a. quotata*, Napoli, 2018; MONTALENTI P., *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 227; PALMIERI G., *La crisi del diritto societario nell'economia post-Covid 19*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 18; PENNACCHI L., *Democrazia economica*, Roma, 2021; PRESCIANI C., *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020; RICCIARDIELLO E., *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 53; ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003; ROSSI G., *Il gioco delle regole*, Milano, 2006; ROSSI G., *Il mercato dell'azzardo*, Milano, 2008; ROSSI G., *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 1; SACCHI R., *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, 581; STELLA RICHTER M. JR., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416; STELLA RICHTER M. JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16; STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Black rock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51; STRAMPELLI G., *La strategia dell'Unione Europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 365; TEDESCHI C., *"Potere di orientamento" dei soci nella società per azioni*, Milano, 2005; TEDESCHI C., *La direttiva shareholder right II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 557; TOMBARI U., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019; TOMBARI U., *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"*, in *Riv. soc.*, 2021, 1; VELLA F., *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *AGE-Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2019, 431.

# SPUNTI IN TEMA DI INFORMAZIONE PREASSEMBLEARE

di *Massimo Bianca*

SOMMARIO: 1. Flussi informativi endosocietari e informazione preassembleare: una vera esigenza? – 2. Gli argomenti ricavabili dal diritto positivo: quelli a contrario. – 3. (*Segue*): gli argomenti a favore. – 4. Un’ipotesi *de jure condendo*.

1. *Flussi informativi endosocietari e informazione preassembleare: una vera esigenza?* – Il transito delle informazioni costituisce una delle chiavi di volta su cui poggia la moderna governance societaria; un essenziale elemento lapideo, la cui robustezza si misura in termini di completezza, qualità e tempestività dei “flussi informativi” e della loro idoneità a soddisfare le esigenze di conoscenza del destinatario.

La ricognizione del perimetro occupato dallo scambio di informazioni che intersecano la governance dell’impresa è complessa e la difficoltà è accresciuta dalla constatazione che la nozione è divenuta nel tempo sempre più polisemica e multifunzionale<sup>1</sup>. Infatti, non comprende solo le informazioni circolanti tra i componenti degli organi sociali e tra gli stessi organi. A questi flussi, endosocietari, se ne possono aggiungere anche altri, esosocietari: si pensi agli scambi informativi infragruppo o, nelle società di più grandi dimensioni, alle informazioni destinate al mercato ed alle autorità di vigilanza o la *voluntary disclosure*<sup>2</sup>. Si tratta quindi, come suggerisce il titolo di un recente volume, di un fenomeno davvero “caleidoscopico”<sup>3</sup>.

Accantonando le informazioni esosocietarie, è appena il caso di ricordare che, una volta declinati sul piano precettivo, i flussi informativi intraorganici<sup>4</sup> ed interorganici danno luogo a dei veri e propri doveri. D’un lato, quello gravante sul soggetto che, trovandosi per la carica in possesso di dati e conoscenze inerenti alla società, è tenuto a renderne partecipi gli altri componenti degli organi sociali. Dall’altro il diritto, che spesso si risolve a sua volta anche in un dovere, di ricevere, conoscere e valutare le suddette informazioni, riguardante tutti i soggetti chiamati ad assumere, anche sulla base di quanto così appreso, delle decisioni riguardanti la medesima impresa. Relazione efficacemente sublimata, almeno in relazione alla funzione di gestione, nel “dovere di

---

<sup>1</sup> Si tratta, in effetti, di una locuzione polifunzionale, sul punto v. S. FORTUNATO, *L’informazione dei soci*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 3.

<sup>2</sup> Si tratta, peraltro, di informazioni ora rivolte ad un determinato destinatario, ora offerte ad una platea indeterminata, quali gli investitori qualificati o il mercato. Il tema, qui semplicemente accennato, è oggetto di vasta attenzione. Si vedano, tra i tanti, P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, II ed., Oxford, 2010, 115; P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance, mercati finanziari*, Milano, 2011, 255.

<sup>3</sup> Nel testo ci si riferisce al recente volume AA.VV., *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati*, P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI (a cura di), Milano, 2020, *passim*.

<sup>4</sup> Si veda, per tutti, G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012, 85.

agire informati” e, quindi, di reclamare il trasferimento di adeguate informazioni, gravante su ogni amministratore<sup>5</sup>.

Si tratta, insomma, di un vero e proprio meccanismo, oliato da regole che, volte ad elevare gli standard qualitativi della governance dell’impresa, costituiscono allo stesso tempo anche una cartina di Tornasole utile alla loro continua valutazione<sup>6</sup>.

Alla luce di queste brevissime riflessioni, che sarebbe sterile approfondire in questa sede, è facile capire perché i “flussi informativi” abbiano catalizzato l’attenzione degli interpreti, divenendo una sorta di mantra per gli studiosi della corporate governance.

A fronte di una simile evidenza, sorprende constatare che altrettanto interesse non sia stato invece generalmente riservato ad un’altra importante direttrice dei flussi informativi interorganici, qual è la informativa preassembleare. In sintesi, il novero di informazioni sulle materie iscritte all’ordine del giorno che l’organo amministrativo, o chi altrimenti provveda alla convocazione, mette a disposizione dei soci chiamati ad esprimersi in sede assembleare<sup>7</sup>.

Non è facile indagare le ragioni del contenuto interesse riscosso dal tema<sup>8</sup>, ma è possibile provare ad immaginarne alcune.

Anzitutto, potrebbe aver pesato il fatto che, fatte salve alcune disposizioni che si ricorderanno nel terzo paragrafo, anche il diritto positivo sembra prestare poca attenzione all’informativa preassembleare<sup>9</sup>; disinteresse accentuato dall’osservare proprio l’attenzione che è invece contestualmente riservata dal legislatore all’informazione preconsiliare. L’obiettivo divario tra le due discipline potrebbe persino ingenerare la sensazione che, in applicazione di un noto brocardo, la mancata espresa previsione di flussi informativi preassembleari intenda proprio escluderne la necessità.

In secondo luogo, la medesima sensazione e la stessa conclusione potrebbero essere suggerite anche dalla netta differenza corrente con le società emittenti, che, già destinatari di una cospicua disciplina a presidio dell’informazione preassembleare, sono destinate a guadagnare ancora maggior terreno con l’attuazione della Direttiva Shareholders’ Rights 2<sup>10</sup>.

<sup>5</sup> Su questa vera e propria clausola generale si vedano: G. RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi nella società per azioni: i flussi informativi*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. IRRERA (op. diretta da), Bologna, 2016, 98; M. STELLA RICHTER JR., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 331.

<sup>6</sup> Una valutazione, quindi, non solo preventiva o sincronica, ma anche successiva, allorché l’entità, la completezza e la tempestività dei flussi informativi vengano prese in esame al fine di apprezzare, secondo i noti criteri indicati dalla *Business Judgement Rule*, la qualità del processo decisionale. Sul punto si consulti, tra i tanti, G. MERUZZI, *Sub. art. 2381*, in *Codice Civile commentato*, M. FRANZONI-R. ROLLI (diretto da), Torino, 2018, 3388.

<sup>7</sup> A tale questione è assimilabile, per la sostanziale identità, quella riguardante i transiti informativi a favore dei soci che nella s.r.l. siano chiamati ad esprimersi tramite decisioni assunte per iscritto o tramite consultazione scritta. Sulle decisioni assunte con metodi non assembleari si veda il recente studio di P. BUTTURINI, *Written Resolution in UK Companies Act 2006 and Their Possible Relevance beyond UK Borders*, in *ECFL*, 2020, 760.

<sup>8</sup> Sul quale si veda, però, il recente contributo di C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell’informazione*, in AA.VV., *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati*, cit., 313.

<sup>9</sup> Espressione utilizzata, tra i tanti, anche da P. MONTALENTI, *La direttiva azionisti e l’informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685.

<sup>10</sup> Sono in effetti molte le prospettive aperte dalla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggia-

Infine, è plausibile che possa aver giocato a sfavore anche la constatazione empirica che, seppur in assenza di precettivi transiti informativi, i soci sono spesso comunque in possesso delle necessarie informazioni, altrimenti acquisite, ad esempio, grazie ad un serrato quanto informale passaparola o per essere allo stesso tempo amministratori – o almeno prossimi agli amministratori – della medesima società<sup>11</sup>.

Se così fosse, si tratterebbe però di argomenti solo parzialmente condivisibili, che potrebbero forse spiegare il relativo interesse per il tema, ma non valere sino al punto di negare la stessa sussistenza di un'esigenza che merita invece maggiore considerazione<sup>12</sup>.

Questo breve saggio intende muovere proprio in questa direzione<sup>13</sup>. Nella prima parte dello scritto verranno esaminate le indicazioni ricavabili dal vigente quadro normativo; nella seconda parte si proverà ad avanzare delle proposte *de jure condendo*. Data la destinazione dello studio, le nozioni più istituzionali verranno date per note, fornendo alcuni riferimenti bibliografici utili al loro approfondimento.

2. *Gli argomenti ricavabili dal diritto positivo: quelli a contrario.* – I primi due argomenti, accomunati dal trarre un'opposta indicazione in virtù del canone interpretativo secondo cui “*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*”<sup>14</sup>, non sembrano convincenti. Se non altro, perché in entrambi i casi i flussi informativi vengono previsti nel perseguimento di più esigenze, che, ferma comunque restando l'importanza dell'informazione, non si esauriscono solo in quella di consentire una più consapevole deliberazione.

È opportuno dare meglio conto di questa affermazione.

Si consideri, anzitutto, l'informazione endoconsiliare, che, nella configurazione datale dall'art. 2381 c.c.<sup>15</sup>, riguarda tanto i rapporti tra il presidente del consiglio di am-

---

mento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Per alcuni cenni si vedano S. CAPPELLO-U. MORERA, *L'assemblea nelle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2020, 277; P. MARCHETTI, *Sulla informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in AA.VV., *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, cit., 105; P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 227.

<sup>11</sup> È appena il caso di accennare al fatto che siffatto fenomeno non riguarda solo le società di più modeste dimensioni, ma persino le società emittenti, dove, malgrado l'istituzionalizzazione dell'informazione preassembleare, è frequente la circolazione di ulteriori informazioni di cui sono destinatari solo alcuni soci. Sul punto C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione*, cit., 320.

<sup>12</sup> Come già riconosceva, ancor prima della riforma del 2003, Trib. Milano 12 settembre 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 827, con nota di D. PISELLI, *Note in tema di diritto di informazione dell'azionista*. Secondo il Tribunale, infatti «Gli amministratori debbono spontaneamente porre a disposizione dei soci nel corso dell'assemblea (e, se lo ritengono necessario od utile, anche prima di questa), la documentazione, le informazioni i chiarimenti e le giustificazioni necessari e complessivamente ed oggettivamente sufficienti a consentire il voto cosciente e meditato sugli argomenti sottoposti alle determinazioni dell'assemblea [...]».

<sup>13</sup> Direzione che è stata già indicata in M. BIANCA, *Sub art. 2374*, in *Codice Civile commentato*, M. FRANZONI-R. ROLLI (diretto da), cit., 3351.

<sup>14</sup> Si veda R. GUASTINI, *L'interpretazione dei documenti normativi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, P. SCHLESINGER (diretto da), Milano, 2004, 149.

<sup>15</sup> Nell'impossibilità di dar conto dei tanti contributi, si ricordano: F. BARACHINI, *Sub art. 2381*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), tomo I, Milano, 2016, 1181; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 85; P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nella società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), vol. II, Torino, 2006, 442; A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010,

ministrazione ed i singoli consiglieri, quanto quelli tra gli eventuali amministratori delegati ed il *plenum* del medesimo consiglio<sup>16</sup>. Scorrendo il testo della norma, oggi applicabile anche alla s.r.l.<sup>17</sup>, è evidente che i flussi informativi in questione assolvono ad una funzione trascendente l'interesse individuale dei destinatari, che non solo non potrebbero rinunciarvi, ma devono anzi valutarne l'adeguatezza e richiedere un supplemento di informazioni qualora quelle ricevute sembrino loro inadeguate. Inoltre, come si ricava anche dall'art. 2392 c.c., la completezza delle informazioni e la "conoscenza" che ne consegue sono tra i principali criteri di valutazione della condotta degli amministratori. Insomma, il transito dei flussi informativi risponde a più finalità<sup>18</sup>, tra le quali primeggiano la diligente organizzazione e gestione dell'impresa.

Altrettanto può dirsi della cospicua disciplina prevista t.u.f. e dalla normativa secondaria in materia di informativa preassembleare nelle società emittenti<sup>19</sup>. L'art. 125-ter del t.u.f. impone agli amministratori di mettere anticipatamente a disposizione una relazione sulle materie all'ordine del giorno<sup>20</sup> e l'Allegato 3 del Regolamento Emittenti n. 11971/1999 individua minuziosamente le informazioni che devono essere fornite in relazione ad un ampio ventaglio di deliberazioni. Tuttavia, ciò non vuol dire che l'unica finalità così perseguita sia quella di consentire ai soci una migliore conoscenza sulle materie che saranno oggetto di votazione. Gli obiettivi sono anche altri. A tal proposito merita anzitutto ricordare che la suddetta relazione va messa a disposizione «del pubblico» e non, quindi, dei soli soci<sup>21</sup>. Inoltre, è sufficiente scorrere i *considerando* che precedono la Direttiva 2007/36 CE<sup>22</sup> e la già ricordata Direttiva (UE) 2017/828 per rendersi conto di quante e quali siano le finalità assolute dalla suddetta relazione sul piano, ad esempio, del proficuo intervento all'assemblea<sup>23</sup>, del diritto di porre domande,

---

97; G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, *passim*.

<sup>16</sup> Per tutti, F. BARACHINI, *L'amministrazione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008, *passim*.

<sup>17</sup> Il d.lgs. 14 gennaio 2019, n. 14 ha novellato l'art. 2475 c.c., introducendovi un espresso richiamo all'intero art. 2381 c.c. La dottrina tendeva peraltro ad ammetterne già l'applicabilità alla s.r.l. Si vedano, *ex multis*: A. BARTOLACELLI, *Struttura e funzionamento dell'organo amministrativo*, in *La governance della società a responsabilità limitata*, E. PEDERZINI-R. GUIDOTTI (a cura di), Milano, 2018, 173; O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2016, 577; A. MIRONE, *Sub art. 2475*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, Milano, 2011, 542.

<sup>18</sup> Ben descritte da P. MARCHETTI, *Sulla informativa preconsegnare e sulla sua possibile complessità*, cit., 115.

<sup>19</sup> Cui si aggiunge, per gli emittenti che vi aderiscano, l'art. 9 del Codice di Autodisciplina.

<sup>20</sup> Si veda R. GUIDOTTI, *Sub art. 2366*, in *Codice Civile commentato*, diretto da M. FRANZONI-R. ROLLI (diretto da), cit., 3322.

<sup>21</sup> Aspetto ben evidenziato da: N. DE LUCA, *Sub art. 125-ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), tomo II, Milano, 2016, cit., 3898; R. GUIDOTTI, *Sub art. 125-ter*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da V. CALANDRA BUONAURA (diretto da), Milano-Padova, 2020, 978; F. INNOCENTI, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 349.

<sup>22</sup> Si veda, ad esempio, il Considerando 6, «Gli azionisti dovrebbero poter votare con cognizione di causa nel corso dell'assemblea, o prima della sua tenuta, indipendentemente dal luogo in cui risiedono. Tutti gli azionisti dovrebbero disporre di tempo sufficiente per esaminare la documentazione che sarà sottoposta all'assemblea e decidere di come far uso dei diritti di voto conferiti dalle loro azioni. A tal fine, l'assemblea dovrebbe essere convocata per tempo e gli azionisti dovrebbero ricevere tutte le informazioni che saranno sottoposte all'assemblea».

<sup>23</sup> Sul punto, ancorché in termini più generali, M. STELLA RICHTER JR., *Partecipare, intervenire ed assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 2013, 892.

dell'*engagement* degli investitori istituzionali<sup>24</sup> e del coordinamento con la disciplina della consulenza in materia di voto e della sollecitazione delle deleghe<sup>25</sup>.

Quanto al terzo argomento, è facile obiettare che, anche a voler ammettere che i soci siano spesso altrimenti informati sulle materie iscritte all'ordine del giorno, ciò non vuol dire che lo siano sempre e, soprattutto, che tutti dispongano delle medesime informazioni. Si tratterebbe, insomma, di un postulato che non solo sarebbe smentito dalla scarsa o nulla informazione di sovente lamentata dai soci, specie di minoranza, ma che rischierebbe anche di mettere a repentaglio il principio di parità di trattamento.

3. (Segue): *gli argomenti a favore*. – Come si è detto nel paragrafo introduttivo, è invece vero che diverse norme disciplinanti il procedimento assembleare nelle società non quotate sembrano presupporre la necessità di un'adeguata informativa preassembleare dei soci.

Il primo argomento militante a suo favore discende dall'art. 2366, quarto comma, c.c. che, in relazione all'assemblea totalitaria della s.p.a., consente ad ognuno dei partecipanti – ciascuno dei soci, degli amministratori e dei componenti dell'organo di vigilanza – di opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informati<sup>26</sup>. Il riconoscimento di siffatto diritto<sup>27</sup> pare quindi presupporre che di regola il socio debba disporre di sufficienti informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno. La sensazione è rafforzata dal notare che il diritto in questione è riconosciuto ad ogni socio – e probabilmente anche ad ogni portatore di strumenti finanziari muniti di diritto di voto – quale che sia la misura della sua partecipazione al contratto sociale.

Un secondo indizio può trarsi dall'art. 2374 c.c. La norma, che a differenza della precedente opera in presenza di convocazione e, quindi, in un contesto fisiologico<sup>28</sup>, consente ad una minoranza qualificata di azionisti<sup>29</sup>, che si dichiarino insufficientemente informati «“sugli oggetti posti in deliberazione”», di chiedere ed ottenere un rinvio dell'assemblea a non oltre cinque giorni<sup>30</sup>. Per quanto la norma nulla dica in merito al riscontro del lamentato deficit informativo e delle modalità e dei tempi con cui dovrà poi essere colmato, lacuna foriera di intuibili interrogativi e di possibili condotte abusive, è indubbio che questa sia dettata a presidio del diritto ad un'informazione adeguata e ad un consapevole esercizio del diritto di voto.

Analoghe indicazioni possono trarsi dalla disciplina della s.r.l., che appare anzi assegnare ancora maggior peso all'informazione.

<sup>24</sup> Sul punto: S. FORTUNATO, *L'informazione dei soci*, cit., 21; P. MARCHETTI, *Sulla informativa pre-consigliare e sulla sua possibile complessità*, cit., 115.

<sup>25</sup> F. INNOCENTI, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, cit., 353.

<sup>26</sup> Sul punto A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 2, Torino, 2007, cit., 35.

<sup>27</sup> È noto che, almeno nelle società quotate, si tratta di un vero e proprio “diritto soggettivo”. Per tutti, S. FORTUNATO, *L'informazione dei soci*, cit., 21.

<sup>28</sup> In merito al rapporto tra le due fattispecie, si veda nuovamente A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, cit., 54.

<sup>29</sup> Diritto che si ritiene spetti anche ai portatori di strumenti finanziari muniti di diritto di voto: M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e diritto di voto poteri di voice*, Milano, 2006, 1.

<sup>30</sup> Per eventuali approfondimenti si permette di rinviare a M. BIANCA, *Sub art. 2374*, in *Codice Civile commentato*, diretto da M. FRANZONI-R. ROLLI, cit., 3351.



Un primo importante segnale si ricava dall'art. 2479-*bis*, primo comma, c.c., che, demandando all'atto costitutivo la disciplina della convocazione dell'assemblea dei soci, prevede che questa debba comunque assicurarne la tempestiva informazione sugli argomenti da trattare<sup>31</sup>. Prescindendo dalle note questioni riguardanti il mezzo prescelto, preme sottolineare che la preposizione articolata utilizzata nella norma suggerisce l'idea che i quotisti abbiano diritto di essere informati non solo – come prevede l'art. 2366 c.c. per gli azionisti – delle materie da trattare, ma anche sugli argomenti stessi. In altre parole, una lettura sintonica e sistematica delle due norme – che dovrebbe essere sempre condotta – induce a ritenere che la scelta di una diversa preposizione articolata sia proprio volta ad evidenziare il maggior diritto all'informazione preassembleare spettante al quotista.

Un'analoga indicazione potrebbe trarsi anche dall'art. 2479-*ter*, terzo comma, c.c. che, tracciando il perimetro delle “decisioni” passibili di nullità, non parla, come si esprime l'art. 2379 c.c. per la s.p.a., di “mancanza di convocazione”, ma di “assenza assoluta di informazione”. Per quanto la diversa scelta lessicale sia probabilmente dovuta all'esigenza di adattarla ad ogni processo decisionale e, quindi, anche all'eventualità di decisioni adottate con metodi non assembleari<sup>32</sup>, il dato non può essere del tutto trascurato<sup>33</sup>.

Merita solo aggiungere che se così fosse, ovverosia se il fabbisogno di informativa preassembleare (e predecisionale) del socio fosse nella s.r.l. maggiore che nella s.p.a., non ci sarebbe da stupirsi e per almeno tre buone ragioni.

In primo luogo, perché le competenze dei soci sono nella s.r.l. tendenzialmente più ampie che nella s.p.a. ed è frequente che – per previsione di legge, statutaria o per la richiesta fattane ai sensi dell'art. 2479, quarto comma, c.c. – i quotisti siano chiamati ad esprimersi anche su scelte gestionali, decisioni che nessun organo<sup>34</sup> potrebbe consapevolmente assumere in assenza di adeguate e tempestive informazioni<sup>35</sup>.

In secondo luogo, ed è questione ancillare alla precedente, perché per i soci di s.r.l. è prevista una vera e propria responsabilità decisionale ai sensi dell'art. 2476, penultimo comma, c.c.; responsabilità che, come si ricava dalla norma, presuppone una piena conoscenza dei termini dell'operazione posta in decisione<sup>36</sup>.

<sup>31</sup> *Sub art. 2479-bis*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, cit. *S.R.L.*, commentario dedicato a G.B. PORTALE, Milano, 2011, 822; G. ZANARONE, *Sub art. 2479-bis*, in *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario al Codice Civile Schlesinger*, Milano, 2010, 1327.

<sup>32</sup> Sul punto, G. PALMIERI, *Ssub art. 2479-ter*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale S.R.L.*, commentario dedicato a G.B. PORTALE, cit., 853; G. ZANARONE, *Sub art. 2479-ter*, in *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1424.

<sup>33</sup> La prevalente dottrina tende a minimizzare la differenza lessicale, ritenendo che l'assenza di informazione si risolva nella sola mancata conoscenza della convocazione dell'assemblea o dell'avvio del processo decisionale. Si veda, ad esempio, G. ZANARONE, *Sub art. 2479-ter*, in *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1424 (nota 75).

<sup>34</sup> E quindi, per l'evidente analogia, nemmeno l'assemblea degli azionisti, allorché convocata ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5, c.c. per dare autorizzazioni o pareri in merito al compimento di specifiche operazioni. Sul tema si vedano: G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 2, cit., 5; G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 39.

<sup>35</sup> Si tratta, d'altronde, di una competenza anche potenzialmente concorrente con quella degli amministratori. Si veda, anche per i richiami alla Relazione al d.lgs. 06/2003, G. ZANARONE, *Sub art. 2479*, in *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1253.

<sup>36</sup> Sul punto, anche per un attento esame delle varie tesi proposte in merito al significato dell'avverbio

Infine, perché nella s.r.l., mancando spesso un organo di controllo, l'impugnazione delle delibere e delle decisioni annullabili è per lo più affidata all'iniziativa dei soci che non abbiano consentito alla decisione; circostanza che, ancor più che nella s.p.a., sembra richiedere un'adeguata informazione di tutti i quotisti, tanto al fine di permettergli di valutare per tempo se e con che intento partecipare alla votazione, quanto al fine di consentirgli di disporre di tutti gli elementi necessari per scrutinare i plausibili elementi di invalidità della decisione.

4. *Un'ipotesi de jure condendo*. – Dati i limiti di ampiezza giustamente indicati dai promotori, è tempo di passare alle conclusioni.

Le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi consentono di ipotizzare che vi sia spazio per ragionare dell'introduzione di una disciplina dell'informazione preassembleare anche al di fuori del ristretto perimetro delle società emittenti. Le indicazioni ricavabili dall'ordinamento societario non sembrano escluderlo e vanno, semmai, in questa direzione.

Tuttavia, non è certo semplice tradurre un simile enunciato in termini di diritto positivo. Infatti, sovengono tanti interrogativi. Come soddisfare l'esigenza di informazione dei soci senza pregiudicare la semplicità e la speditezza dei loro processi decisionali? Come scongiurare o, almeno contrastare, il sempre latente rischio di condotte abusive ed il proliferare di impugnazioni aventi ad oggetto proprio la carenza di informazioni?

*De jure condendo*, la definizione di un simile diritto impone di individuare l'aggettivo con cui qualificare la misura di tali informazioni. Chi scrive ha già ricordato in altre sedi l'importanza di un rigoroso criterio sistematico nelle scelte lessicali; un esempio lo si è appena visto allorché si sono messe in luce le conseguenze plausibilmente derivanti dall'uso di diverse preposizioni articolate.

Dato il tema, si tratterebbe di scegliere tra "adeguate", aggettivo notoriamente utilizzato dal codice civile anche in relazione all'informazione degli amministratori, e "sufficienti", già impiegato, come si è visto nel paragrafo precedente, in rapporto al procedimento assembleare. Probabilmente, proprio per quest'ultima ragione, sembrando eccessivo pretendere un'informazione di caratura identica a quella degli amministratori ed allineandosi alle tante disposizioni già dettate per l'assemblea, sarebbe preferibile riconoscere al socio il diritto di ricevere, con l'avviso di convocazione, o unitamente alla documentazione del processo decisionale, "*sufficienti informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno*". Che queste siano veicolate con lo stesso avviso, o contestualmente messe a disposizione online, non fa differenza; oggigiorno il problema sarebbe comunque facilmente risolvibile, anche dall'autonomia statutaria.

La questione è semmai un'altra: cosa vuol dire "sufficienti" informazioni? Vi è differenza tra la s.p.a. e la s.r.l.?

Iniziando dal primo quesito, è evidente che si tratterebbe di un'ennesima clausola generale del diritto societario<sup>37</sup> che, come le altre, andrebbe di volta in volta applicata – tanto dalla società, quanto dai soci – con buona fede e correttezza alla fattispecie

---

"intenzionalmente", U. TOMBARI, *Sub art. 2476*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, cit., 717.

<sup>37</sup> In merito al ruolo delle clausole generali nel diritto societario, si veda, tra i tanti, M. LIBERTINI, *Anco- ra a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in *Rivista ODC*, 2018, fasc. 2, 1.

concreta. Pertanto, data la finalità del diritto in questione, la quantità e la qualità delle informazioni dovrebbe essere tale da consentire al destinatario di scegliere se votare e come votare la proposta; in assemblea il socio potrà chiedere maggiori informazioni, ma quelle già ricevute dovrebbero essere, per appunto, sufficienti.

Quanto al secondo quesito è risaputo che, esercitando il diritto riconosciutogli dall'art. 2476, secondo comma, c.c., il socio di s.r.l. può direttamente accedere a ben maggiori informazioni di quante potrebbe mai averne l'azionista che si avvalsesse dell'art. 2422 c.c. La differenza, così netta da rendere inutile ogni confronto, non deve però trarre in inganno. Anzitutto perché, anche ad ipotizzare che il quotista possa per questo ricevere più informazioni dell'azionista, in entrambi i casi conta solo il fatto che quelle trasmesse al socio in occasione della convocazione siano sufficienti alla votazione. In secondo luogo perché, vista la ben più ampia gamma di decisioni spettanti al socio di s.r.l., si pensi a quelle in materia gestoria, è plausibile che, ma solo per questo, le informazioni siano più ampie e complesse.

Resta solo da affrontare il tema dei rimedi attivabili a fronte della violazione della regola, ovverosia allorché il socio lamenti di non aver ricevuto sufficienti informazioni.

Fermo restando che, secondo la tesi qui ipotizzata, le informazioni dovrebbero evidentemente essere le stesse per tutti i soci e messe a disposizione o inoltrate a tutti allo stesso modo e momento, la fattispecie più ricorrente potrebbe essere quella del socio che si dolga di una deliberazione (o di una decisione) da altri adottata a fronte di informazioni che sono, invece, da lui ritenute insufficienti.

Dato per scontato che si tratterebbe di un vizio di natura procedimentale che dovrebbe quindi comportare la sola annullabilità della delibera<sup>38</sup>, tutto sta a decidere se l'azione meriti di essere diversamente regolata in ragione della sua peculiarità. In particolare, se le usuali regole in tema di legittimazione attiva possano adattarsi alla fattispecie o meritino di essere altrimenti disciplinate, magari legittimando nella s.r.l. i soli quotisti detenenti una certa soglia di capitale o, all'opposto, legittimando gli azionisti non in possesso della percentuale di azioni richiesta dall'art. 2377 c.c.

Per quanto entrambe le soluzioni possano sembrare quanto meno accattivanti, gli interessi che sarebbero così maggiormente tutelati non sembrano tali da giustificare l'apertura di una breccia nella disciplina unitaria dell'azione di annullamento che, a ragionare in quei termini, dovrebbe allora essere di volta in volta adattata a fattispecie spesso obiettivamente diverse tra loro.

---

<sup>38</sup> Ovviamente, salvo che si sposi l'idea che la "mancanza di informazione", cui si riferisce l'art. 2479-ter c.c. abbia un significato più ampio di quello usualmente attribuitogli; si vedano le considerazioni svolte in corrispondenza della nota 34.

# I TEMPI DI CONVOCAZIONE DELL'ASSEMBLEA SU RICHIESTA DEI SOCI

di *Giuseppe Ferri jr*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il tempo della convocazione. – 3. Il tempo della riunione. – 4. Conclusioni.

1. *Premessa.* – Il riconoscimento agli azionisti del potere di chiedere la convocazione dell'assemblea rappresenta, storicamente, uno degli strumenti più significativi previsti dall'ordinamento a tutela innanzitutto, ma non soltanto<sup>1</sup>, delle minoranze: una tutela, questa, che, per quanto estesa dalla riforma organica delle società di capitali mediante la riduzione della quota di capitale a tal fine rilevante, rischia di essere in concreto poco efficace, non tanto e non solo alla luce dell'espressa esclusione della possibilità di avvalersi di tale potere nelle ipotesi in cui la deliberazione dell'assemblea presuppone una proposta, un progetto o una relazione degli amministratori<sup>2</sup>, quanto piuttosto, e soprattutto, in ragione della sostanziale genericità dei tempi del procedimento che prende avvio dalla richiesta dei soci.

L'art. 2367 c.c., infatti, si limita a indicare – per quanto con una formula, «senza ritardo», logicamente stringente, ma contenutisticamente indeterminata – *quando* la convocazione deve essere effettuata, non anche *per quando* debba esserlo: si limita, cioè, a regolare, ancorché genericamente, il *tempo della convocazione*, e cioè del relativo *atto*, disponendo che gli amministratori devono provvedervi, appunto, «senza ritardo»; nulla invece dice, almeno espressamente, in ordine al *tempo della riunione*: e cioè a quello specifico profilo del *contenuto* dell'atto di convocazione concernente l'individuazione della *data* in cui si dovrà tenere l'assemblea in tal modo convocata.

I due profili, quelli relativi al *tempo della convocazione* e, rispettivamente, al *tempo della riunione*, sollevano, dunque, problemi tra loro diversi: quanto al primo, in presenza di una norma espressa, per quanto di contenuto come detto generico, si tratta soltanto di verificare se essa, nel caso concreto, sia o meno stata rispettata; quanto al secondo, invece, sarà necessario, prima ancora, verificare se, nel silenzio della legge, gli amministratori possano liberamente fissare la data della riunione: o se invece la loro discrezionalità sul punto debba ritenersi in qualche modo limitata.

---

<sup>1</sup> E v., infatti, A. TUCCI, in R. LENER-A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale* fondato da V. BUONOCORE, diretto da R. COSTI, Sez. IV, Tomo 4.V, Torino, 2021, 70 s., e ID., *sub art. 2367*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. GABRIELLI, *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, artt. 2247-2378, Torino, 2015, da 1549, 1551 s.

<sup>2</sup> Sul punto, v., per tutti, C. MONTAGNANI, *sub art. 2367*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES, vol. I, artt. 2325-2379 *ter*, Napoli, 2004, da 479, 480 ss. e 483 ss.

Resta in ogni caso fermo che, almeno nel sistema attuale, gli amministratori, lungi dal potersi dire tenuti ad assecondare in ogni caso la richiesta dei soci, sono, al contrario, tenuti, prima di farlo, a sindacarne la legittimità<sup>3</sup>, sotto il profilo tanto della legittimazione “soggettiva” ai sensi del comma 1 dell’art. 2367 c.c., quanto della legittimità “oggettiva” di cui al comma 3 del medesimo articolo, ed a farlo negli stringenti tempi (della convocazione) sopra indicati: come si evince, indirettamente ma inequivocabilmente, dallo stesso art. 2367, comma, 2, c.c. (e dalla parallela disposizione di cui all’art. 126 *bis*, comma 5, TUF), il quale, nel momento in cui subordina la convocazione giudiziale alla circostanza che «il rifiuto di provvedere» da parte degli organi sociali «risulti ingiustificato», sembra imporre al tribunale di ordinare l’integrazione solo dopo aver accertato la sua illegittimità, sulla premessa, allora, che analogo accertamento debba essere effettuato, ancor prima, dagli organi sociali.

2. *Il tempo della convocazione.* – In ordine a quello che si è indicato come il *tempo della convocazione*, risulta necessario, ma anche sufficiente, interrogarsi sul significato dell’espressione, generica, utilizzata dalla legge, che impone a costoro di convocare l’assemblea «senza ritardo».

Al riguardo, vale la pena di osservare che, per un verso, è stato abrogato l’art. 125 TUF, il quale, in materia di società quotate, determinava in trenta giorni il termine entro il quale gli amministratori, richiesti dai soci, dovevano effettuare la convocazione, ma che, per altro verso, l’art. 2361 c.c., tuttora vigente, considera integrato l’illecito di omessa convocazione, in mancanza di espressa previsione legale o statutaria del «termine entro il quale effettuare la convocazione», nell’eventualità in cui gli amministratori non vi provvedano entro «trenta giorni dal momento in cui... sono venuti a conoscenza del presupposto che obbliga alla convocazione dell’assemblea dei soci».

A fronte di questi elementi, è diffusa la tendenza ad accordare rilevanza al termine di trenta giorni anche ai fini dell’interpretazione dell’espressione «senza ritardo» utilizzata dall’art. 2367 c.c., ancorché in termini tra loro non coincidenti: parte della dottrina<sup>4</sup>, infatti, mostra di applicare in via esclusiva, e per certi versi automatica, siffatto riferimento cronologico, considerando tardive tutte (e solo) le convocazioni effettuate dopo trenta giorni dalla (ricezione della) richiesta e, parallelamente, tempestive tutte (e solo) le convocazioni effettuate entro tale periodo; altra parte della dottrina, invece, mostra di individuare in quello di trenta giorni esclusivamente il *termine massimo* del periodo entro il quale gli amministratori sono tenuti a procedere alla convocazione: il

<sup>3</sup> In questo senso, v. P. MARCHETTI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, *Assemblea, Art. 2363-2379 ter c.c.*, a cura di A. PICCIAU, Milano, 2008, *sub art. 2367*, da 73, 76 s., testo e nota 13, ove ultt. citt.

<sup>4</sup> In questa prospettiva, v. A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 2, *Assemblea e amministrazione*, Torino, 2006, da 35, 45, P. MARCHETTI, *sub art. 2367*, cit., 77 s., e N. DE LUCA, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, a cura di M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI, Tomo I, Milano, 2016, *sub art. 2367*, da 897, 903, come pure, sostanzialmente, F. MAGLIULO, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’ALESSANDRO, Vol. II, Tomo I, Padova, 2010, *sub art. 2367*, da 577, 585.

che, se, da un lato, vale a ribadire la tardività di ogni convocazione effettuata oltre i trenta giorni, apre la strada, dall'altro, alla possibilità di considerare comunque tardiva, alla luce delle circostanze del caso concreto, anche una convocazione effettuata prima della scadenza di tale termine<sup>5</sup>.

Le due impostazioni, pur distinguendosi tra loro in ordine al trattamento da riservare alle convocazioni effettuate entro trenta giorni, concordano tanto sulla rilevanza da assegnare a tale termine, quanto sul fatto di escludere in via di principio che una convocazione ad esso successiva possa ritenersi effettuata «senza ritardo».

In realtà, appare a ben vedere più convincente, oltre che maggiormente coerente tanto all'avvenuta abrogazione dell'art. 125 TUF (e, prima ancora, alla mancata riproduzione, nel codice civile, della norma di cui all'art. 159 Cod. comm., che prevedeva espressamente, a questo stesso fine, un termine di un mese), quanto, e soprattutto, alla circostanza che il termine di trenta giorni di cui all'art. 2361 c.c., decorre non già dalla richiesta, ma dalla «conoscenza del presupposto che obbliga alla convocazione dell'assemblea dei soci», e cioè dal suo avvenuto accertamento, ricollegare l'espressione «senza ritardo» alle circostanze del caso concreto<sup>6</sup>, e, in particolare, ai tempi fisiologici di volta in volta necessari per accertare la legittimità della richiesta, che rappresenta, in tal caso, il presupposto del relativo obbligo: gli amministratori, insomma, non possono «ritardare» la convocazione al di là del tempo richiesto (qualunque esso sia) da tale verifica, la quale, d'altra parte, dovrà essere da costoro avviata non appena ricevuta la richiesta di convocazione.

In questa prospettiva, che, da un lato, esclude la rilevanza a tal fine di un termine predeterminato, come quello di trenta giorni, ma, dall'altro, qualifica come «ritardo», ai sensi dell'art. 2367 c.c., ogni dilatazione di tale stringente tempistica, e ricostruendo la situazione in ordine cronologico, può dirsi che (i) la ricezione della richiesta di convocazione impone agli amministratori di iniziare immediatamente la verifica sulla sua legittimità, (ii) la verifica deve essere effettuata nei tempi in concreto a tal fine necessari, (iii), una volta conclusa siffatta verifica, gli amministratori dovranno provvedere immediatamente, a seconda dei casi, a convocare l'assemblea, accogliendo la richiesta, anche se non siano ancora trascorsi trenta giorni dalla stessa, ovvero a rifiutarsi di provvedere, indicando i motivi che giustificano, ed anzi impongono, di rigettarla<sup>7</sup>: motivi tra i quali, è appena il caso di notare, non può più annoverarsi, all'esito dell'abrogazione dell'art. 125 TUF, l'interesse sociale, che tale norma permetteva invece agli amministratori di invocare al fine di non procedere alla convocazione<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> In questo senso, v. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni. Art. 2363-2379 ter c.c.*, Milano, 2016, *sub art.* 2367, da 121, 131, richiamando, in particolare, il «principio di correttezza nell'esecuzione dei rapporti obbligatori», e, in giurisprudenza, Trib. Catania, 16 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, da 445, con nota adesiva di V.D.(I)C.(ATALDO), *Convocazione dell'assemblea da parte del collegio sindacale e "giustificazione" del ritardo degli amministratori*, *ivi*, da 447.

<sup>6</sup> Nella medesima prospettiva, ma in relazione al sistema originario, v. A. SERRA, *L'assemblea: il procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, Vol. 3, *Assemblea*, Tomo I, Torino, 1994, da 47, 86 s.

<sup>7</sup> Sul punto, v. A. SERRA, *L'assemblea: il procedimento*, cit., 75 s.; ID., *Il procedimento assembleare*, cit., 45 s.; P. MARCHETTI, *sub art.* 2367, cit., 76 s., e N. DE LUCA, *sub art.* 2367, cit., 904 s.

<sup>8</sup> In senso diverso, v. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., 135 s.

3. *Il tempo della riunione.* – Passando al tema del *tempo della riunione*, si è detto che l'art. 2367 c.c. nulla dispone sul *contenuto* dell'atto di convocazione, né, in particolare, sull'individuazione della *data* alla quale convocare la riunione dell'assemblea: spetta dunque all'interprete individuare eventuali criteri e limiti al relativo potere degli amministratori.

A questo fine, appare opportuno muovere dalla premessa che, indipendentemente da ogni considerazione in termini di buona fede e di correttezza, e avendo riguardo esclusivamente alla *funzione* della disposizione<sup>9</sup>, la stringente tempistica imposta dalla legge in relazione all'atto di convocazione risulterebbe, in quanto tale, del tutto priva di senso, se poi gli amministratori potessero liberamente fissare la data della riunione<sup>10</sup>: l'esigenza dei soci richiedenti di vedere convocata «senza ritardo» l'assemblea, infatti, si riferisce non tanto e non solo all'interesse, di per sé solo strumentale, relativo al *tempo della convocazione*, vale a dire a ricevere tempestivamente il relativo avviso; quanto piuttosto, e soprattutto, a quello, finale, concernente il *tempo della riunione*, ad ottenere cioè che l'assemblea sia convocata – può dirsi per adesso genericamente – in tempi altrettanto brevi o comunque non eccessivamente dilatati: ed è proprio, e solo, a partire dall'analisi del *tempo della convocazione*, cioè del relativo atto, che appare possibile ricostruire quello specifico profilo del *contenuto* di quest'ultimo rappresentato, come detto, dal *tempo della riunione*.

Se è vero, da un lato, che la legge impone agli amministratori di procedere bensì in tempi non rigidamente predeterminati, ma pur sempre, per dir così, “a tappe forzate” – nel senso che, come si è visto, costoro sono tenuti ad iniziare a verificare la legittimità della richiesta subito dopo averla ricevuta, a concluderla nei tempi più brevi e, una volta conclusa, a provvedere immediatamente – non essendo consentiti differimenti che non siano strettamente giustificati: e se è vero, dall'altro, che l'istanza alla rapidità che si vuole in tal modo perseguire, a tutela dei soci richiedenti, riguarda non tanto e non solo i tempi della convocazione, ma quelli della riunione, allora gli amministratori devono ritenersi tenuti a convocare l'assemblea – beninteso in assenza di specifiche ragioni, che si tratterebbe comunque di indicare – nella prima data utile, da individuarsi sulla base, e nel rispetto, dei tempi, per così dire “tecnici”, a tal fine fissati dalla legge: vale a dire, a seconda dei casi, immediatamente a ridosso della (se non addirittura in concomitanza con la) scadenza termine di quindici giorni previsto per le società non quotate dall'art. 2366, comma 2, c.c., e in quello di trenta – o a seconda dei casi, quaranta o ventuno (o anche a quindici: art. 104, comma 2, TUF) – giorni previsto per le società quotate dall'art. 125 *bis* TUF, a decorrere, è appena il caso di notare, dalla data del consiglio di amministrazione che ha convocato la relativa assemblea<sup>11</sup>, e non anche da quella della ricezione della richiesta del socio.

Tutto ciò, per un verso, significa negare il carattere discrezionale del potere spettante al riguardo agli amministratori, o quantomeno ridurre entro margini assai ristretti gli spazi della loro discrezionalità, e, per altro verso, consente di comprendere la scelta, che potrebbe risultare singolare, operata dall'art. 2367 c.c. di non occuparsi espressamente del tempo della riunione: una scelta, questa, che appunto si presta ad essere inte-

<sup>9</sup> In questa prospettiva, v. A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, cit., 45.

<sup>10</sup> Sul punto, v. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., 131 s.

<sup>11</sup> E v., infatti, P. MARCHETTI, *sub art. 2367*, cit., 78, e N. DE LUCA, *sub art. 2367*, cit., 903.

sa in termini di rinvio, implicito, alle discipline, tra loro diverse, che individuano il periodo minimo che deve intercorrere tra la pubblicazione dell'avviso di convocazione e la data prevista per la riunione.

Al riguardo, appare possibile avanzare un ulteriore ordine di considerazioni, di taglio squisitamente normativo: come è noto, l'art. 2367, comma 1, c.c. riconosce il potere di *chiedere la convocazione* dell'assemblea, a seconda che si tratti di società "chiuse" o "aperte", ai soci in possesso del decimo e, rispettivamente, del ventesimo del capitale; è parimenti noto che l'art. 126 *bis* TUF riconosce una distinta, e meno incisiva, prerogativa, quella cioè di *chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno* di una riunione già convocata, ai soci di società quotate che rappresentino il quarantesimo del capitale, e cioè una percentuale diversa, e, logicamente, minore, di quella necessaria a chiedere la convocazione dell'assemblea: proprio la differenza sussistente tanto tra i presupposti, soggettivi, di siffatte prerogative (ventesimo e, rispettivamente, quarantesimo del capitale), quanto, e prima ancora, tra l'oggetto delle rispettive richieste (convocazione e, rispettivamente, integrazione dell'ordine del giorno) rappresenta un ulteriore, ed autonomo, limite al potere degli amministratori di fissare la data della riunione convocata su richiesta dei soci.

Di là da ogni considerazione in ordine al problema, più generale, della data della riunione, certo è che la scelta di provvedere alla richiesta di convocazione fissando la data della riunione in concomitanza con, o comunque anche solo contestualmente a, quella di altra assemblea già convocata, o che, come quella avente ad oggetto l'approvazione del bilancio, si sarebbe comunque dovuta convocare indipendentemente dalla richiesta del socio di minoranza, finisce per "degradare", surrettiziamente, il potere di richiedere la convocazione dell'assemblea a quello, meno pregnante, e proprio per ciò riservato ai soci in possesso di quote di capitali minori, di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno.

4. *Conclusioni.* – Restano da precisare le conseguenze del *mancato rispetto* dei tempi della convocazione e, rispettivamente, di quelli della riunione: conseguenze, queste, tra loro profondamente diverse, a conferma dell'opportunità di distinguere tra loro la rilevanza giuridica di ciascuno di tali "tempi".

Se non è dubbio che il mancato rispetto del *tempo della riunione* vale a rendere non conforme alla legge, e dunque invalida, la corrispondente deliberazione dell'organo amministrativo, quella cioè che, pur accogliendo la richiesta dei soci, abbia convocato l'assemblea in un momento eccessivamente lontano, più articolata appare la situazione in relazione al mancato rispetto del *tempo della convocazione*.

A fronte dell'ingiustificato ritardo nell'adozione di tale deliberazione da parte dell'organo di amministrazione, la legge prevede una duplice linea di interventi sostitutivi, ad opera dapprima dell'organo di controllo, e, nel caso di sua inerzia, del tribunale. Si allude, da un lato, alla disposizione generale di cui all'art. 2406, comma 1, c.c., ai sensi del quale, «in caso... di ingiustificato ritardo da parte degli amministratori», il collegio sindacale è tenuto a «convocare l'assemblea», e, dall'altro, all'art. 2367, comma 2, c.c., che, nel caso in cui entrambi gli organi sociali, di amministrazione e di controllo, rifiutino "ingiustificatamente" di provvedere, o meglio, deve aggiungersi, di provvedere tempestivamente, l'assemblea è convocata dal tribunale: un meccanismo,



questo, pressoché analogo a quello successivamente introdotto dall'art. 126 *bis*, comma 5, TUF, in ordine al già segnalato potere di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno.

A questo proposito, appare opportuno sottolineare che l'*omessa convocazione* dell'assemblea in tanto vale a legittimare l'esercizio di siffatto potere sostitutivo da parte, a seconda dei casi, dell'organo di controllo o del tribunale, in quanto derivi dalla *mancata valutazione* della regolarità della richiesta dei soci (ovvero, a maggior ragione, consegua ad una sua valutazione in senso positivo): un'ipotesi, questa, che deve essere tenuta nettamente distinta da quella, a ben vedere profondamente diversa, se non addirittura logicamente opposta, in cui la mancata convocazione dell'assemblea consegua ad una *valutazione negativa* di siffatta regolarità.

Qualora, infatti, la richiesta del socio sia stata oggetto di valutazione, ma l'esito di quest'ultima sia stato negativo, la possibilità di un intervento sostitutivo deve in via di principio escludersi: in caso contrario, infatti, l'organo di controllo o il tribunale finirebbero per svolgere non già una funzione "surrogatoria", l'unica che l'ordinamento mostra di riconoscere loro, e che presuppone appunto l'"inerzia" dell'organo sociale competente, quanto piuttosto il compito, del tutto improprio, di riesaminare, per dir così in seconda istanza, una richiesta che è già stata oggetto di valutazione da parte di tale organo; nei confronti della deliberazione dell'organo di amministrazione che non accoglie, avendola valutata illegittima, la richiesta di convocazione, il medesimo organo di controllo, e prima ancora i soci, avranno piuttosto il dovere e, rispettivamente, l'onere di impugnarla, ai sensi dell'art. 2388, comma 4, c.c.: strumento, quest'ultimo, del resto ovviamente attivabile anche nei confronti dell'analoga deliberazione adottata, a fronte dell'inerzia degli amministratori, dall'organo di controllo<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> In questo senso, v. Trib. Milano, 23 aprile 2018: in argomento v. altresì, più in generale, C. ANGELICI, *Sulla impugnativa delle deliberazioni del collegio sindacale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, II, da 359.

# L'ESPERIENZA DEL VOTO MAGGIORATO NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

di *Giovanni Figà-Talamanca*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Gli effetti della maggiorazione del voto. – 3. Una panoramica sulla maggiorazione del voto nelle società quotate italiane. – 4. Gli assetti azionari delle società con voto maggiorato. – 5. Prime conclusioni.

1. *Introduzione.* – Trascorsi alcuni anni dall'entrata in vigore delle disposizioni che consentono di prevedere statutariamente il “voto maggiorato” nelle società quotate (art 127-*quinquies* del TUF, inserito dal D.L. n. 94 del 2014), si prospetta l'opportunità di uno studio empirico sull'applicazione del nuovo istituto, per contribuire a valutare le implicazioni di questa innovazione normativa.

A più riprese negli anni recenti, a partire dalla riforma del 2003, il legislatore italiano si è avventurato in iniziative innovative del diritto societario, con l'intento, spesso esplicitato, di favorire lo sviluppo economico, plausibilmente sull'influsso delle dottrine *legal origins* e della “concorrenza tra ordinamenti”.

Pur collocandosi nel più ampio novero delle “deviazioni” dall'assunto della proporzionalità tra entità della partecipazione azionaria e spettanza dei diritti di voto, le disposizioni che prevedono una maggiorazione dei diritti di voto in funzione della durata del possesso azionario operano in modo significativamente differente rispetto ai meccanismi di modulazione di voto “per categoria”, già radicati nell'esperienza giuridica nazionale e ampliati con la riforma del 2003.

La maggiorazione del voto è, infatti, caratterizzata da un profilo dinamico: sia in senso temporale, stante che consegue al decorso di un termine minimo di possesso azionario, determinando pertanto potenziali variazioni degli assetti a scadenze differite; sia in senso relazionale, nella misura in cui l'effetto di maggiorazione, per una data partecipazione, dipende dalle maggiorazioni di cui eventualmente godono le altre partecipazioni azionarie.

Questa peculiarità del voto maggiorato rende più complesso apprezzarne l'effettivo impatto, e rende cruciale l'accesso ad un quadro informativo completo ed aggiornato: a tal fine la legge ha demandato alla Consob l'emanazione di apposita normativa secondaria, introdotta con l'attuale art. 143-*quater* e con una serie di ulteriori interpolazioni del Regolamento Emittenti.

La presente indagine, basata sui dati reperibili sul sito internet della Consob e sui siti delle singole società interessate al 31 ottobre 2021, consentirà anche di verificare l'adeguatezza e la funzionalità di tale sistema informativo.

Si ritiene sin da ora utile rilevare come il nuovo istituto imponga, tra l'altro, una riflessione relativa all'usuale terminologia in uso relativamente alle soglie di partecipazione “rilevanti”: mettendo in discussione l'abituale metafora che fa del “capitale” il denominatore

cui rapportare i diritti dei soci. Terminologia già meritevole di revisione, nella misura in cui diverse categorie di azioni in cui si “suddivide” il capitale possono essere più o meno dotate di diritti di voto; comunque discutibile in quanto legata al *medium* concettuale del valore nominale delle azioni, da reputarsi ormai quale vestigio storico privo di valenza precettiva; terminologia oggi ancora più incongrua, nella misura in cui ad un “capitale fisso” si correlino “diritti di voto variabili” in conseguenza della maggiorazione.

Sicché la formulazione dell’art. 120 del TUF, per cui “*nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto [...] per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*”, appare come un tentativo disperato di mantenere in uso il lessico tradizionale. Meno forzata la tecnica redazionale dell’art. 85-*bis* del Regolamento Emittenti, che richiede la comunicazione della variazione dei diritti di voto come informazione *aggiuntiva* rispetto a quelle relative alle modifiche del capitale sociale.

Sul punto peraltro converrà tornare in sede di conclusioni, con il proposito di suggerire possibili miglioramenti del quadro regolamentare e delle prassi attuative connesse.

2. *Gli effetti della maggiorazione del voto.* – La maggiorazione del voto, quale “premieria” per il possesso azionario prolungato, comporta una variazione contestuale del numeratore dei voti assegnati all’azionista (fino a due voti per ogni azione) e del denominatore dei diritti di voto complessivamente esercitabili. Pertanto è ovvio che l’effetto, in termini strettamente aritmetici, è tanto più accentuato quanto minore sia il numero delle azioni che godono della maggiorazione, fino ad azzerarsi nell’ipotesi in cui tutte le azioni abbiano maturato la maggiorazione.

La tabella che segue illustra tale effetto, esemplificando la situazione che si verifica in una società che abbia emesso 1.000.000 azioni, con possibilità di ottenere la maggiorazione in ragione di 2 voti per azione.

% azioni a voto doppio sul totale	voti spettanti alle azioni a voto doppio (in migliaia)	voti spettanti alle azioni a voto singolo (in migliaia)	Totale voti esercitabili (in migliaia)	% voti doppi sul totale	Coefficiente di maggiorazione
1%	20	990	1010	1,98%	1,98
5%	100	950	1050	9,52%	1,90
10%	200	900	1100	18,18%	1,82
15%	300	850	1150	26,09%	1,74
20%	400	800	1200	33,33%	1,67
30%	600	700	1300	46,15%	1,54
40%	800	600	1400	57,14%	1,43
50%	1000	500	1500	66,67%	1,33
60%	1200	400	1600	75,00%	1,25
70%	1400	300	1700	82,35%	1,18
80%	1600	200	1800	88,89%	1,11
90%	1800	100	1900	94,74%	1,05
100%	2000	0	2000	100,00%	1,00

Tab. 1 – *L’effetto della maggiorazione decresce al crescere della percentuale delle azioni beneficiarie*

Il beneficio di maggiorazione è massimo, sfiorando il raddoppio del “peso” proporzionale dell'azionista titolare, quando a goderne sono solo partecipazioni di minima entità. Il beneficio decresce poi significativamente all'aumentare dell'entità delle azioni beneficiarie: quando la maggiorazione interessa il 30% delle azioni, essa si traduce in un incremento pari a poco più del 150%; quando la maggiorazione è conseguita dalla metà delle azioni, l'incremento del “peso” del voto risulta di circa un terzo; come già accennato, nessuna maggiorazione nel caso limite in cui tutte le azioni raddoppiano i diritti di voto spettanti.

Naturalmente il beneficio della maggiorazione sarà di fatto trascurabile fintanto che la partecipazione interessata rimanga di modesta entità: operativamente è assai probabile che non faccia una grande differenza disporre di 10.000 voti su 1.000.000 (1%) o di 20.000 voti su 1.010.000 (1,98%), soprattutto nel contesto italiano caratterizzato da una forte concentrazione degli assetti proprietari.

Sicché, a ben vedere, gli effetti della maggiorazione risultano effettivamente rilevanti solo quando consentano di raggiungere significative soglie di partecipazione, tali da attribuire al titolare un decisivo peso in assemblea: oltre al controllo di diritto, viene in rilievo per le società quotate la soglia di legge dell'OPA obbligatoria, che il più delle volte può considerarsi come indicatore di uno stabile controllo di fatto; e poi, ovviamente, nei diversi contesti, quelle soglie che consentano di esercitare un ruolo nelle decisioni assembleari, non solo in termini di controllo di fatto individuale ma anche come parte determinante di una coalizione di controllo; o quantomeno un ruolo interdittivo rispetto a talune se non a tutte le decisioni della maggioranza assembleare.

Del resto, è appena il caso di rimarcare che lo slogan “una azione un voto” non implica affatto, sul piano operativo, una reale proporzionalità tra partecipazione azionaria e “peso” dell'azionista nel processo decisionale: peso che il più delle volte resta pari a zero per tutte le azioni che non siano determinanti nella formazione della maggioranza, mentre risulta pari al 100% per quelle azioni (metà o meno del totale) che invece quella maggioranza esprimono o consolidano. Solo nel caso in cui quella maggioranza debba ripermetrarsi, i voti già spettanti alle minoranze potranno entrare in gioco, concorrendo a determinare una nuova e diversa maggioranza o a consolidare quella preconstituita. Sul tema converrà tornare, stante il particolare effetto che l'istituto della maggiorazione sviluppa su tali dinamiche.

Per ora conviene invece approfondire gli effetti della maggiorazione con riferimento al raggiungimento, da parte delle azioni che ne beneficiano, delle soglie significative di voti cui si è accennato.

La tabella che segue illustra l'effetto della maggiorazione in relazione al conseguimento e mantenimento da parte dei beneficiari della posizione di controllo di diritto e di controllo di fatto stabile (che nelle società quotate può identificarsi con la soglia dell'OPA obbligatoria), sempre esemplificando una società con 1.000.000 azioni e la maggiorazione del voto in ragione di 2 voti per azione.

% azioni a voto doppio sul to- tale	voti spet- tanti alle azioni a voto dop- pio (migliaia)	voti spet- tanti alle azioni a voto sin- golo (migliaia)	totale voti  (mi- gliaia)	% voti spettanti alle azioni a voto doppio sul totale	% in azioni a voto dop- pio, sul to- tale azioni, per rag- giungere il controllo di diritto	% in azioni a voto dop- pio, sul to- tale azioni, per raggiu- gere il 30% dei voti	% in azioni a voto dop- pio, sul to- tale azioni, per rag- giungere il 25% dei voti
1%	20	990	1010	1,98%			
5%	100	950	1050	9,52%			
10%	200	900	1100	18,18%			
<b>14,29%</b>	<b>286</b>	<b>857</b>	<b>1143</b>	<b>25,02%</b>			<b>14,29%</b>
15%	300	850	1150	26,09%			<b>14,38%</b>
<b>17,65%</b>	<b>353</b>	<b>824</b>	<b>1177</b>	<b>30,00%</b>		<b>17,65%</b>	<b>14,71%</b>
20%	400	800	1200	33,33%		<b>18,00%</b>	<b>15,00%</b>
25%	500	750	1250	40,00%		<b>18,75%</b>	<b>15,63%</b>
30%	600	700	1300	46,15%		<b>19,50%</b>	<b>16,25%</b>
<b>33,33%</b>	<b>667</b>	<b>667</b>	<b>1333</b>	<b>50,00%</b>	<b>33,34%</b>	<b>20,00%</b>	<b>16,67%</b>
40%	800	600	1400	57,14%	<b>35,00%</b>	<b>21,00%</b>	<b>17,50%</b>
50%	1000	500	1500	66,67%	<b>37,50%</b>	<b>22,50%</b>	<b>18,75%</b>
60%	1200	400	1600	75,00%	<b>40,00%</b>	<b>24,00%</b>	<b>20,00%</b>
70%	1400	300	1700	82,35%	<b>42,50%</b>	<b>25,50%</b>	<b>21,25%</b>
80%	1600	200	1800	88,89%	<b>45,00%</b>	<b>27,00%</b>	<b>22,50%</b>
90%	1800	100	1900	94,74%	<b>47,50%</b>	<b>28,50%</b>	<b>23,75%</b>
100%	2000	0	2000	100,00%	<b>50,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>25,00%</b>

Tab. 2 – *Maggiorazione del voto e raggiungimento di determinate soglie di voto*

Come si vede, nel caso in cui un solo azionista godesse della maggioranza del voto, gli sarebbe sufficiente una partecipazione superiore al 33,33% per esercitare il controllo di diritto, e una partecipazione del 17,65% o del 14,3% per attestarsi sopra la soglia dell'OPA obbligatoria rispettivamente nelle società PMI e nelle altre società. Tuttavia, in presenza di altri azionisti con voto maggiorato lo scenario muterebbe: il controllo di diritto richiederebbe percentuali azionarie via via più alte, e la soglia OPA si allontanerebbe corrispondentemente.

Quanto sopra illustra la peculiare situazione in cui può trovarsi un azionista che fonda sul voto maggiorato la sua posizione di influenza sulla società: posizione tanto più incerta quanto più alto il numero delle altre azioni che conseguano, nel tempo, la maggioranza.

3. *Una panoramica sulla maggioranza del voto nelle società quotate italiane.* – A distanza di sette anni dall'introduzione legislativa del voto maggiorato, si può constatare che l'istituto, dopo una fase iniziale di applicazione piuttosto circoscritta, interessa oggi oltre un quarto delle società quotate: sicuramente una diffusione molto significativa, in confronto ad altre innovazioni proposte da norme più o meno recenti, dalle azioni di risparmio al "modello dualistico".

Peraltro si deve osservare che il voto maggiorato non è adottato da nessuna delle società di maggiore capitalizzazione, sicché, considerandone la diffusione in termini di capitalizzazione delle società interessate, rispetto alla capitalizzazione totale di borsa, si tratta di meno del 10%.

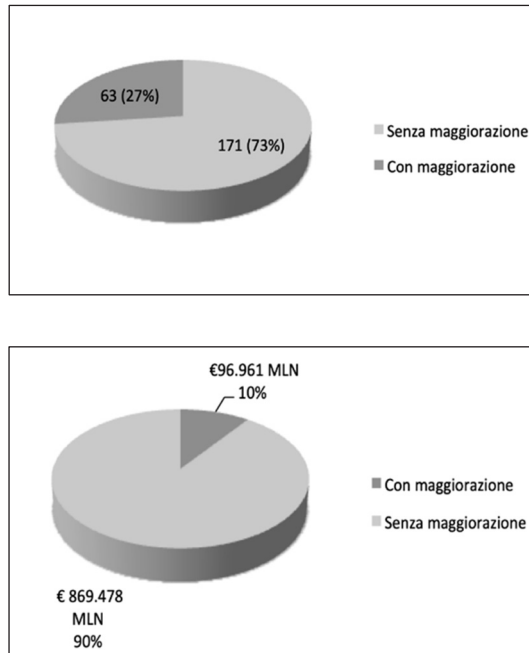


Fig. 1 – Diffusione del voto maggiorato per numero di società e per capitalizzazione

Verificando più specificamente la diffusione della previsione statutaria nei diversi segmenti del mercato borsistico, si nota che essa ricorre in 1/3 delle società del FTSE MID CAP, solo nel 10% di quelle del FTSE MIB, e nel 20% di quelle del FTSE SMALL CAP. Risulta notevolmente diffusa (quasi il 30%) nelle società del segmento STAR, cui appartengono anche le quattro società del FTSE MIB dotate di maggioranza del voto.

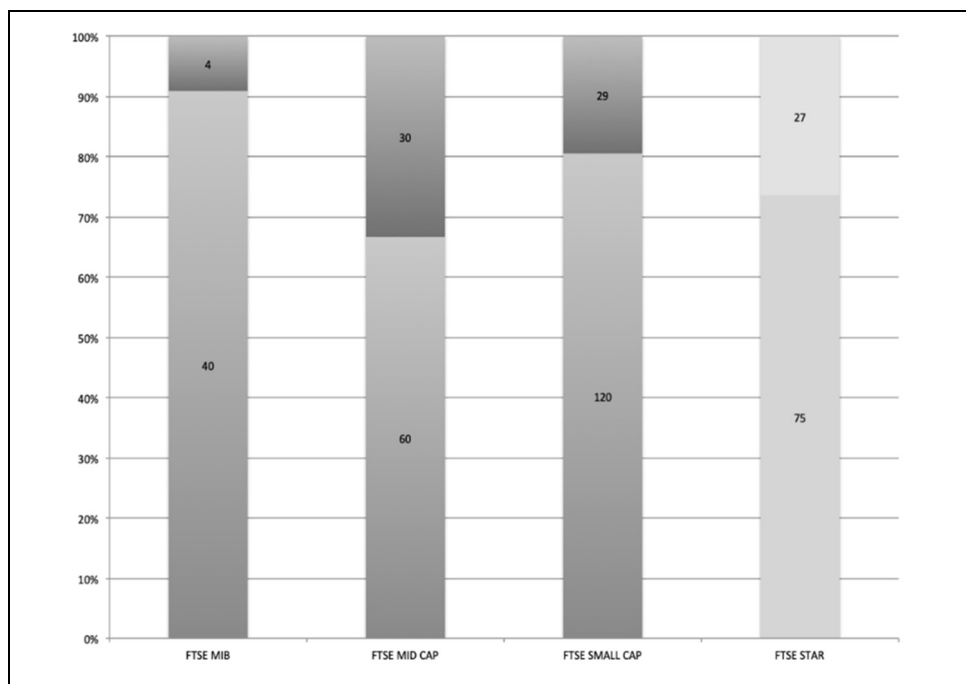


Fig. 2 – Il voto maggiorato nei segmenti del mercato borsistico italiano

È inoltre interessante osservare che circa un sesto delle società con voto maggiorato sono di recente quotazione, essendosi affacciate al mercato dopo il 2015.

Quanto alla formulazione della clausola statutaria e al relativo regolamento, si riscontra, nelle diverse società interessate, una sostanziale omogeneità: la maggiorazione è sempre prevista con l'attribuzione di due voti per ogni azione, e il tempo richiesto per maturarla è quasi sempre di due anni, tranne che in due casi: una società, neoquotata, che ha fissato in tre anni il requisito di possesso continuativo; e un'altra, che avendo originariamente previsto una durata biennale, ha successivamente modificato lo statuto portando il termine a quattro anni,

4. *Gli assetti azionari delle società con voto maggiorato.* – Con riferimento alla struttura dell'azionariato si ritiene opportuno, sulla scorta di una metodologia applicata in precedenti studi empirici, suddividere le società che hanno introdotto nello statuto il voto maggiorato in tre gruppi: (a) società sottoposte a controllo di diritto; (b) società per le quali si può presumere un controllo di fatto stabile, con il primo azionista titolare di una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, ancorché inferiore al 50%; (c) società in cui il primo azionista non risulta titolare di una partecipazione sufficiente ad assicurare l'esercizio stabile di una influenza dominante: controllo instabile dunque, o controllo "condiviso" da una coalizione, formalizzata o meno in un patto parasociale.

Si precisa che la suddivisione in gruppi è stata effettuata sulla base dell'entità delle partecipazioni, senza tener conto degli effetti della maggioranza del voto, che saranno, invece, esaminati di seguito analiticamente per ogni gruppo.

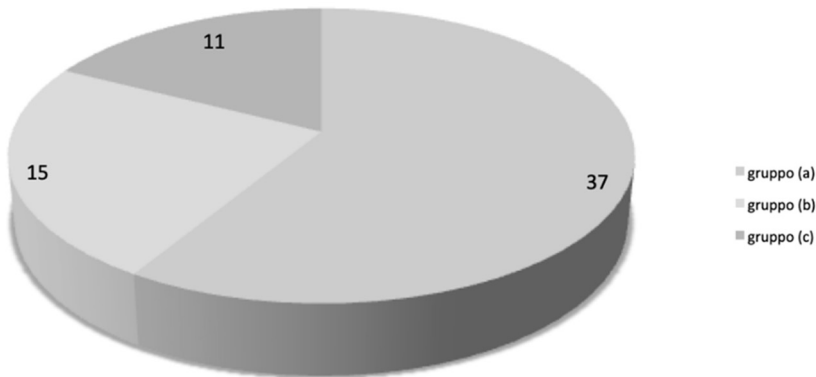


Fig. 3 – *Struttura dell'azionariato delle società con voto maggiorato*

(a) La gran parte delle società con voto maggiorato appartiene al primo gruppo: il primo azionista detiene una partecipazione superiore al 50%, a prescindere dalla maggioranza. Tale situazione, nella quasi totalità dei casi, preesisteva all'introduzione del voto maggiorato ed è ovviamente destinata a persistere per effetto della maggioranza, stante che, come ci si poteva attendere, in quasi tutte le società considerate il maggiore azionista si è iscritto al registro per ottenere la maggioranza. Si segnala un unico caso in cui la maggioranza, già conseguita, è stata oggetto di rinuncia, (con l'intento dichiarato di aumentare il flottante per accedere al segmento STAR), nonché un caso in cui l'azionista di maggioranza risulta iscritto solo per una piccola parte delle azioni possedute; in entrambi i casi resta fermo il controllo di diritto in capo al primo azionista.

Pertanto per le società di questo primo gruppo la maggioranza del voto risulta, allo stato dei fatti, ininfluenza: non attribuisce infatti un beneficio concreto all'azionista di controllo, né consente agli altri azionisti di conseguire nel tempo, tramite la maggioranza, un peso più significativo: ciò accadrebbe solo nel caso, puramente scolastico, in cui il socio di maggioranza omettesse di richiedere la maggioranza o vi rinunciaste, mentre altri soci, titolari di una partecipazione (che dovrebbe essere quantomeno superiore al 33%), la ottenessero, surclassando così nei voti il primo azionista. Al proposito, si segnala che l'iscrizione all'elenco speciale per ottenere la maggioranza da parte di azionisti diversi dal primo, in questo gruppo, è piuttosto infrequente, ed operativamente trascurabile in più dell'80% delle società. Tra le poche società in cui soci diversi dal primo azionista hanno richiesto la maggioranza, spiccano quelle in cui il socio di maggioranza condivide il governo della società attraverso un patto parasociale, ed è ovvio pertanto che anche gli altri soci sindacati chiedano la maggioranza. Nelle restanti, il socio in controllo di diritto risulta essere, se non il solo iscritto, l'unico evidenziato dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti.



Cionondimeno, si deve osservare che in un numero considerevole di società in controllo di diritto (oltre un terzo) l'azionista di controllo risulta aver dismesso una parte delle azioni di cui era precedentemente titolare; sicché si può ipotizzare che, in futuro, ulteriori cessioni possano condurre l'azionista sotto la soglia del 50% di partecipazione, pur mantenendo il controllo di diritto per effetto della maggiorazione.

In considerazione dell'entità delle partecipazioni per le quali è richiesta la maggiorazione, il relativo coefficiente, che misura il peso della maggiorazione, varia in questo gruppo per il socio di maggioranza da un minimo di 1,05 (maggiorazione di trascurabile entità) ad un massimo di 1,3 (quando il primo azionista è l'unico iscritto con una partecipazione di poco superiore al 50%). Nell'unico caso in cui il socio in controllo di diritto non è iscritto all'elenco speciale, avendo rinunciato alla maggiorazione, questa opera a favore dei pochi soci di minoranza iscritti con il ragguardevole coefficiente di 1,98: senza che peraltro si abbia alcuna influenza sugli equilibri di *governance* (la minoranza iscritta con la maggiorazione non raggiunge l'1,5%).

(b) Sono circa un quarto del totale le società con voto maggiorato che appartengono al secondo gruppo, cioè con un azionista titolare di una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, che pertanto, a prescindere dalla maggiorazione, può reputarsi in posizione di "controllo di fatto stabile", anche in virtù della protezione offerta dalla disciplina delle offerte pubbliche.

Il più delle volte, la maggiorazione del voto, conseguita dal primo azionista, lo conduce ad ottenere la maggioranza assoluta dei diritti di voto e dunque una situazione di controllo di diritto. Si osservi tuttavia che tale *status* può essere caratterizzato da una instabilità, più o meno marcata, in funzione dell'entità delle quote di altri azionisti che, nel tempo, potrebbero conseguire anche essi la maggiorazione, ripristinando la situazione di "controllo di fatto".

È appena il caso di notare che l'azionista di maggioranza si trova comunque in una posizione di vantaggio rispetto a tale evenienza, potendo avere un accesso privilegiato alle informazioni relative all'iscrizione nel registro di altri soci intenzionati ad ottenere la maggiorazione, e disponendo di un lasso di tempo almeno biennale per adottare opportune contromisure: tra queste potrebbe annoverarsi la modifica statutaria diretta a prolungare il tempo intercorrente dall'iscrizione all'elenco al conseguimento della maggiorazione, cui si è assistito, come già accennato, in un caso. Inoltre il socio di maggioranza, nelle società di questo gruppo, detenendo in partenza una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, non solo può contare sull'effetto antiscaletta di tale normativa, ma potrebbe anche determinare, con la rinuncia anche parziale alla maggiorazione, un superamento "passivo" della soglia da parte dell'*insurgent*.

Si segnala peraltro che in diversi casi, nell'ambito di questo gruppo, l'azionista di maggioranza ha richiesto la maggiorazione solo per una parte delle azioni possedute.

Conviene sottolineare poi che, in più della metà delle società di questo gruppo, la maggiorazione è stata richiesta, oltre che dal primo azionista, anche da altri soci titolari di quote rilevanti, in genere non legati da patti parasociali: quasi sempre con il risultato di neutralizzare significativamente l'effetto della maggiorazione per il primo azionista, impedendogli cioè di conseguire il controllo di diritto.

È interessante poi notare che quasi la metà delle società ascritte al secondo gruppo provengono da situazioni di controllo di diritto antecedenti alla maggiorazione: il primo azionista ha ridotto la sua partecipazione, ma grazie alla maggiorazione quasi sempre mantiene la maggioranza assoluta dei voti.

In generale, in oltre 4/5 delle società di questo gruppo il primo azionista, in concomitanza con la maggiorazione del voto, o in un periodo comunque successivo all'introduzione della clausola di maggiorazione, risulta aver ceduto una parte più o meno consistente delle azioni inizialmente possedute. Questo dato appare significativo di una forte correlazione tra maggiorazione del voto e dismissione parziale della partecipazione sociale (correlazione che, per inciso, depotenzia l'incidenza dell'OPA obbligatoria da consolidamento che conseguirebbe alla maggiorazione).

L'effetto della maggiorazione, in questo gruppo, è generalmente più marcato, stante che la percentuale di azioni che ne beneficiano è minore. Salvi i casi in cui il socio di maggioranza ha iscritto solo una parte delle sue azioni, il coefficiente di maggiorazione va da un minimo di 1,1 ad un massimo di 1,5, ma spesso, come si è detto, ne beneficiano, oltre al primo azionista, anche altri.

(c) Infine il terzo gruppo, a cui sono ascritte le società in cui il primo azionista non raggiunge la soglia dell'OPA obbligatoria (considerata a prescindere dalle maggiorazioni), e pertanto potrebbe in principio esercitare un controllo di fatto relativamente instabile perché facilmente contendibile; situazione in cui è frequente che si attesti un controllo condiviso da una coalizione di azionisti.

In queste situazioni potrebbe sembrare più probabile che la maggiorazione del voto abbia un effetto significativo, stante la contendibilità del controllo e le diverse possibili configurazioni di una maggioranza di coalizione. Tuttavia, la rilevanza della maggiorazione del voto ai fini del superamento della soglia per l'OPA obbligatoria costituisce indubbiamente un disincentivo ad utilizzare la maggiorazione per conseguire o rafforzare un controllo di fatto individuale.

In tre delle società di questo gruppo, in effetti, il futuro conseguimento della maggiorazione del voto porterebbe il primo azionista (oggi iscritto al registro speciale, in attesa del decorso del termine), a disporre di oltre il 30% dei diritti di voto, passando così ad un "controllo di fatto stabile", ma contestualmente imponendogli di procedere all'offerta pubblica di acquisto totalitaria (salva, beninteso, la possibilità di rinunciare alla maggiorazione).

Negli altri casi l'iscrizione al registro per la maggiorazione di altri azionisti titolari di partecipazioni rilevanti impedisce, comunque, in concreto, il superamento della soglia OPA da parte del primo azionista per mezzo della maggiorazione. Peraltro qualora in futuro, a seguito di cessione delle partecipazioni o di rinuncia alla maggiorazione da parte di taluno degli azionisti, si dovesse verificare un superamento "passivo" della soglia, non ne conseguirebbe l'obbligo di OPA, stante l'esenzione prevista dal Regolamento Emittenti (art. 49 comma 1 lettera d-bis): disposizione che sembra dar luogo ad un ingiustificato disallineamento tra la situazione del socio che supera la soglia direttamente per effetto della maggiorazione e quella – *ceteribus paribus* – di chi, con la medesima maggiorazione, non la supera immediatamente, stante la presenza di altri azionisti con voto maggiorato, ma solo in un secondo tempo, a seguito della perdita della maggiorazione da parte di questi ultimi.

Si osserva peraltro che in quasi tutte le società di questo gruppo ricorre un patto parasociale, che lega tutti o parte dei soci con voto maggiorato. Il dato non sorprende, stante che in assenza di una maggioranza precostituita è normale che si configuri un controllo condiviso. In questo contesto si può osservare che la maggiorazione del voto rafforza il peso complessivo della coalizione di controllo, sebbene in alcuni casi la maggiorazione sia stata richiesta anche da azionisti estranei al patto. D'altra parte, si

può notare che la maggiorazione del voto, quale “premio di fedeltà”, è funzionalmente coerente con quei patti di sindacato che comportano un coinvolgimento degli azionisti nel governo della società a fronte dell’impegno a non cedere le proprie azioni.

In generale si può constatare che nelle società di questo gruppo la maggiorazione del voto non comporta significativi mutamenti negli equilibri interni all’azionariato. Piuttosto, come già osservato per le società del gruppo (b), essa si accompagna spesso a parziali dismissioni di partecipazioni da parte degli azionisti di riferimento: più che incrementare i diritti di voto mantenendo la stessa partecipazione, si tende molto spesso a mantenere gli stessi diritto di voto o comunque lo stesso ruolo nella *governance* societaria, con una partecipazione ridotta. Cessioni di azioni si registrano per diversi azionisti di riferimento in più della metà delle società del gruppo (c), considerando anche una società neoquotata che entra in borsa con una maggiorazione già operativa, con contestuale cessione di azioni da parte dei fondatori.

La figura che segue illustra, per il complesso delle società con voto maggiorato e per ognuno dei tre gruppi considerati, le scelte attuate degli azionisti di riferimento, beneficiari della maggiorazione, con riguardo al mantenimento o alla parziale cessione della loro partecipazione azionaria.

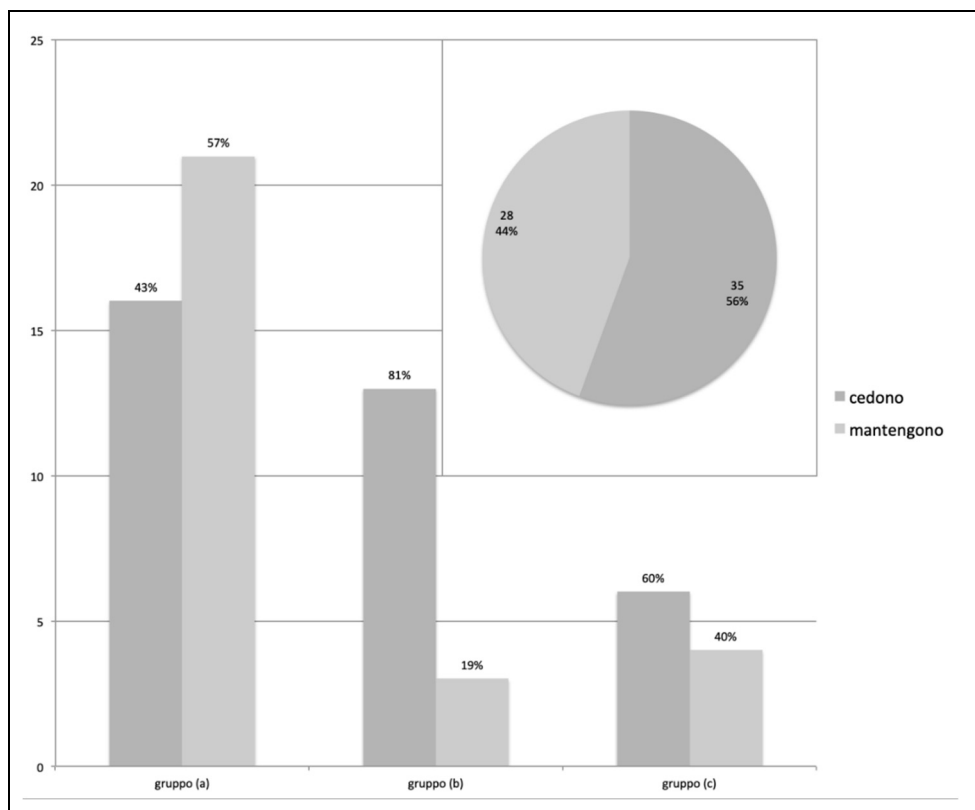


Fig. 4 – *Dismissione di partecipazioni maggiorate*

5. *Prime conclusioni.* – Nell’esperienza applicativa il voto maggiorato non sembra aver portato a rilevanti variazioni degli assetti di controllo delle società interessate. Nelle società soggette a controllo di diritto, scarso e sostanzialmente irrilevante è stato l’interesse per la maggiorazione da parte degli azionisti esterni. Ma anche nelle società con assetti proprietari meno concentrati risultano sostanzialmente confermati, in esito alla maggiorazione, gli equilibri preesistenti.

Il dato più significativo che emerge dall’analisi svolta è indubbiamente la correlazione tra maggiorazione del voto e parziale dismissione della partecipazione degli azionisti di controllo. Si è visto, infatti, che la maggiorazione del voto è molto spesso utilizzata dal socio di maggioranza per conservare l’influenza che già in precedenza esercitava sulla società, pur cedendo una parte anche rilevante delle azioni possedute.

In questo senso, ancorché presentato come premialità per i *loyal shareholders*, il voto maggiorato beneficia soprattutto una ben calibrata “infedeltà” dell’*incumbent* che intenda ridurre la sua partecipazione: la diminuzione del numero delle azioni possedute viene compensata dalla maggiorazione del voto per le rimanenti azioni detenute.

L’indagine empirica conferma dunque come il voto maggiorato giochi sistematicamente a favore dell’*incumbent*<sup>1</sup>. Non solo e non tanto per il rafforzamento del controllo, quanto per la possibilità, effettivamente sfruttata dagli azionisti di maggioranza (e, talvolta, dagli azionisti membri di una coalizione di controllo) di ridurre il proprio investimento senza perdere l’influenza dominante sulla società.

Si può pertanto convenire che l’istituto della maggiorazione ha offerto un incentivo alla cessione di azioni da parte di chi già deteneva una maggioranza e dunque un controllo più o meno stabile sulla società, ovvero, per meglio dire, ha neutralizzato il disincentivo della perdita del controllo, che altrimenti condizionerebbe pesantemente un *going public*<sup>2</sup>: in ultima analisi, la riforma può dirsi aver avuto successo nel favorire la diffusione dell’azionariato.

Peraltro, la posizione di controllo del primo azionista che riduca la sua partecipazione, mantenendo però, grazie alla maggiorazione, un controllo di diritto o comunque rimanendo, in termini di diritti di voto, al di sopra della soglia dell’OPA obbligatoria, potrebbe apparire meno stabile; si prospetta infatti la possibilità che altri azionisti, maturando la maggiorazione del voto, possa contendergli il controllo.

Tuttavia l’ipotesi che taluno, attraverso la maggiorazione del voto, possa compiere una “scalata paziente”, raggiungendo e surclassando il socio di controllo, non è solo implausibile, in considerazione dei tempi di maturazione della maggiorazione (tempi che sono di fatto nella disponibilità del socio di maggioranza, potendosi prolungare il termine con semplice modificazione statutaria)<sup>3</sup>. Soprattutto, è la disposizione che prevede l’OPA obbligatoria anche nel caso in cui le relative soglie siano superate per effetto di maggiorazione, a mettere l’azionista titolare di “controllo da maggiorazione” al riparo da una scalata che non comporti l’obbligo dell’offerta pubblica.

Questo non significa che un controllo “da maggiorazione” abbia invariabilmente la stessa stabilità del controllo che deriva dal possesso azionario senza voto maggiorato. Nulla osterebbe, infatti, all’iniziativa di più azionisti di minoranza, che, ottenendo la

<sup>1</sup> Così MONTALENTI, in *Giur. comm.*, 2015, I, 223.

<sup>2</sup> MONTALENTI, *loc. cit.*; ANGELICI, *ibid.*, 215.

<sup>3</sup> Il rilievo è di MONTALENTI, *loc. cit.*

maggiorazione del voto, pur restando ampiamente sotto le soglie OPA e dunque senza surclassare individualmente l'azionista di controllo, ne compromettano la saldezza: al maturare della maggiorazione in capo ad altri soci, il socio di maggioranza vedrebbe ridursi il beneficio delle proprie azioni, rischiando anche di scendere sotto la soglia del controllo di diritto o dell'OPA obbligatoria.

Infatti se è vero che la maggiorazione, ove conseguita dal solo primo azionista, consente di mantenere oltre il 30% dei diritti di voto anche, ad esempio, avendo ridotto la propria partecipazione al 20%, tuttavia non appena altri azionisti, supponiamo titolari complessivamente del 10%, conseguissero la maggiorazione, il primo azionista scenderebbe sotto il 30% dei voti complessivamente disponibili e dunque perderebbe la protezione anti-scalata derivante dall'obbligo di OPA. Con riguardo alla soglia OPA per le società medio-grandi, si consideri una partecipazione del 15% con maggiorazione, sufficiente a mantenere il 25% dei voti, solo fintanto che le azioni a voto maggiorato non superino il 20% del totale.

Facendo riferimento alla Tab. 2 riportata sopra, si può considerare una partecipazione del 24% con maggiorazione del voto quale situazione relativamente stabile, capace di garantire il 30% dei diritti di voto fintanto che le azioni a voto maggiorato non superino complessivamente il 60% del totale. Allo stesso modo, una partecipazione con voto maggiorato del 20% garantisce voti per il 25% del totale finché le azioni a voto maggiorato non siano più del 60% del totale. Ancora, il controllo di diritto "da maggiorazione" è garantito fino a quando le azioni a voto maggiorato non superino il 60% del totale, purché la partecipazione detenuta non sia inferiore al 40%.

È evidente peraltro che il rischio di destabilizzazione del controllo, a seguito dell'incremento del numero delle azioni a voto maggiorato, potrà essere facilmente gestito dal socio di maggioranza, semplicemente monitorando il registro delle azioni per le quali è stata richiesta la maggiorazione: potendo facilmente adottare adeguate contromisure di consolidamento, in un orizzonte temporale di due anni.

Non è difficile constatare che l'introduzione del voto maggiorato ha rappresentato per gli attuali azionisti di maggioranza una sorta di beneficio *una tantum*, consentendo di usufruire di nuovi margini entro i quali poter disinvestire senza perdere il controllo; laddove la maggiorazione, in assenza di un controllo precostituito, non consente di conseguirlo senza soggiacere all'obbligo dell'OPA.

L'istituto pertanto risulta del tutto coerente, negli obiettivi e nella portata, con la disposizione, introdotta dallo stesso D.L. n. 94 del 2014, che riduce al 25% la soglia dell'OPA obbligatoria per le società quotate non PMI: infatti anche in questo caso, lungi dal favorire nuove e favorevoli occasioni di *exit* agli azionisti di minoranza, la nuova norma offre un'opportunità agli azionisti di maggioranza, e in particolare a chi già disponeva di un controllo di fatto stabile, con una partecipazione superiore al 30%: che potrà ora permettersi di scendere fino al 25% senza perdere il controllo, e rimanendo al riparo da una scalata che non avvenga con le modalità (e con gli oneri) dell'offerta pubblica.

\* \* \*

Chiudo con alcune considerazioni sull'accessibilità delle informazioni essenziali per monitorare la dinamica innescata dal nuovo istituto. La Consob ha in qualche misura integrato la sezione Emittenti del sito, inserendo i riferimenti alla maggiorazione del

voto. Tuttavia il link “Maggiorazione del voto”, presente sulle schede delle società che lo hanno introdotto, non conduce a informazioni specifiche per quell’emittente, ma solo ad un elenco, peraltro non aggiornato, delle società i cui statuti prevedono il voto maggiorato o il voto plurimo. Quanto alla scheda “capitale sociale” delle singole società, essa riporta le informazioni relative al numero delle azioni e al numero dei diritti di voto complessivamente spettanti in modo non uniforme: in taluni casi le azioni a voto maggiorato sono descritte come “azioni a voto plurimo”; spesso dei voti maggiorati non vi è traccia, e quasi mai i dati riportati coincidono con quelli rinvenibili sui siti internet delle società, emergendo a volte anche delle incongruenze rispetto a quanto riportato nella scheda “Azionariato”.

La scelta di demandare ai siti societari un compito informativo così delicato non sempre si è rivelata felice: vuoi perché le società non mettono in evidenza l’URL dal quale reperire le informazioni, vuoi perché le informazioni non sono organizzate secondo uno standard omogeneo, anzi spesso non sono affatto organizzate, limitandosi ad affastellare in modo frammentario le varie comunicazioni inviate alla Consob in ottemperanza alla normativa vigente.

Come si è visto, il voto maggiorato comporta nel tempo variazioni sia del denominatore sia del numeratore della frazione che esprime il “peso” dell’azionista nelle deliberazioni assembleare, ed è pertanto importante per gli azionisti esterni, e in genere per il mercato, non solo poter conoscere con esattezza la situazione attuale, ma anche elaborare una proiezione delle variazioni che si verificheranno con la maturazione della maggiorazione per altre azioni già iscritte o simulare gli scenari che potrebbero darsi con eventuali rinunce o cessione di pacchetti azionari.

Sicuramente, quindi, non è privo di interesse conoscere l’entità cumulativa delle partecipazioni, ancorché inferiori alla soglia di comunicazione, che beneficino o beneficino della maggiorazione, e quantomeno il semestre in cui maturerà il beneficio.

Peraltro l’aver riportato nella scheda “Azionariato” non già la percentuale di partecipazione sociale bensì la percentuale di voti, rende difficile se non impossibile paragonare le situazioni nel tempo, né comprendere se la percentuale oggi riferibile ad un dato azionista è frutto della maggiorazione o se invece è suscettibile di crescere ulteriormente con il maturare del beneficio. La scorciatoia adottata con la formula “*per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*” non è solo formalmente inesatta, ma finisce dunque per rendere l’informazione opaca.

Un quadro informativo minimo dovrebbe allora comprendere, per ogni società, in quella che attualmente è la scheda “capitale”, le seguenti informazioni (analiticamente per ogni categoria di azioni se sussistono), in formato omogeneo: (i) numero delle azioni complessivamente emesse; (ii) numero dei diritti di voto complessivamente esercitabili tenendo conto delle maggiorazioni già maturate; (iii) numero dei diritti di voto complessivamente esercitabili considerando anche le maggiorazioni richieste ma non ancora maturate. In tutto questo, evidentemente, il riferimento al “capitale” è solo un ossequio alla tradizione, stante che nessuno dei suddetti dati da indicare è collegato all’importo del capitale sociale.

L’aggiornamento tempestivo della scheda “Capitale” in seguito alla maturazione, rinuncia o perdita della maggiorazione è di fondamentale importanza, perché in ogni momento il numero dei voti complessivamente esercitabili è il denominatore con cui il singolo azionista – maggiorato o meno – rappresenterà il suo pacchetto azionario verifi-

cando l'eventuale superamento delle soglie dell'art. 120 comma 2 del TUF. Sebbene sarebbe preferibile mantenere l'obbligo di comunicazione e la conseguente trasparenza anche per le partecipazioni comunque superiori al 3% indipendentemente dagli effetti delle maggiorazioni, oltre che per quelle che superano effettivamente la soglia tenendo conto delle maggiorazioni.

Nella scheda "Azionariato" dovrebbero dunque essere riportate, per ognuno dei "dichiaranti": la percentuale delle azioni possedute rispetto a quelle complessivamente emesse; la percentuale dei voti spettanti rispetto ai voti complessivamente esercitabili; la percentuale dei voti che spetteranno alla maturazione delle richieste di maggiorazione ancora in corso: i tre numeratori sono in possesso dell'azionista (quante azioni ho oggi; di quanti voti dispongo oggi; quanti voti avrò in seguito alla maturazione della maggiorazione richiesta); mentre i tre denominatori (azioni emesse; totale voti esercitabili oggi; totale voti a maturazione delle maggiorazioni in corso) si dovrebbero trovare sulla scheda "Capitale", oltre che sul sito della società.

Volendo offrire un quadro di vera trasparenza, nella scheda "Capitale" per ogni società dovrebbe essere indicato anche il numero delle azioni proprie possedute, riducendo conseguentemente i diritti di voto complessivamente esercitabili, e pertanto anche le percentuali di possesso degli azionisti di riferimento dovrebbero essere calcolate tenendo conto che le azioni proprie non votano: molto opportunamente la Consob adotta questo criterio nel determinare la soglia dell'OPA obbligatoria, ma allora coerentemente le azioni proprie dovrebbero scomputarsi anche ai fini delle altre soglie rilevanti.

Quanto sopra potrebbe ridurre l'asimmetria informativa e la conseguente imprevedibilità delle dinamiche derivanti dalla maggiorazione del voto, a beneficio di tutti.

# IL VOTO MULTIPLO ALLA PROVA DEI FATTI, GUARDANDO OLTRE LA CRISI COVID

di *Emanuele Rimini*

SOMMARIO: 1. Una premessa: l'opportunità di proseguire nelle verifiche sulla reale applicazione di meccanismi di potenziamento del voto da parte di emittenti che accedono ai mercati del capitale di rischio. – 2. Un'analisi dei maggiori dati disponibili, il Coronavirus, gli interventi normativi e regolatori (non sempre condotti in porto) e le avvisaglie di un New Deal post Covid-19. – 3. Un aggiornamento dei dati: le società quotate che hanno adottato il voto maggiorato e quelle che hanno emesso azioni a voto plurimo *ante* quotazione, nonché il più variegato scenario che caratterizza le società ammesse al sistema multilaterale di negoziazione, denominato Euronext Growth Milan, già AIM Italia. – 4. Le conferme circa la scarsa tenuta di alcune delle motivazioni di carattere "politico" indicate per consentire anche in Italia un potenziamento dei *voting powers*. – 5. Il voto multiplo come meccanismo di stabilizzazione del controllo meno opaco di altri e come possibile misura di contenimento dei *golden powers* post-pandemia.

1. *Una premessa: l'opportunità di proseguire nelle verifiche sulla reale applicazione di meccanismi di potenziamento del voto da parte di emittenti che accedono ai mercati del capitale di rischio.* – È ormai passato un discreto lasso di tempo da quando nell'anno 2014, tramite la conversione in legge del c.d. "Decreto competitività"<sup>1</sup>, anche l'ordinamento italiano ha permesso l'emissione di azioni a voto plurimo e ha disciplinato l'istituto della maggiorazione del voto.

La relazione accompagnatoria al predetto provvedimento normativo aveva al riguardo chiarito che una maggiore flessibilità nella struttura del capitale sociale, in deroga al principio *one share-one vote* poteva consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento. La stessa relazione precisava, inoltre, che l'uso di diverse classi di azioni con diritti di voto differenziati e di meccanismi di incremento del diritto di voto per gli azionisti stabili, era prassi comune in altri Paesi, tra i quali Francia, Olanda, Paesi nordici europei e Stati Uniti<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce, come noto, al D.L. n. 91/2014 convertito con modificazioni dalla L. n. 116/2014.

<sup>2</sup> Il Belgio si è unito approvando nel 2019 una riforma del diritto societario che, tra l'altro, consente la creazione su base volontaria di *loyalty shares* a partire dall'anno 2020, sul punto cfr. E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares*, in *Finance Working Paper* N° 619/2019, April 2020, in [Http://ssrn.com.abstract\\_id=3828887](http://ssrn.com.abstract_id=3828887), 24 e già P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 222 ss.; nonché N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in [www.giustiziavivile.com](http://www.giustiziavivile.com), Approfondimento del 29 settembre 2014, 6 ss.



In momenti relativamente recenti – ci si trovava, tuttavia, prima del diffondersi della emergenza epidemiologica da Covid-19 – sono stati effettuati alcuni interessanti studi multidisciplinari, che prendendo spunto dalle evidenze empiriche volta per volta considerate, si sono proposti di concentrare l'attenzione sulla reale applicazione di strumenti comunque in grado di potenziare i *voting powers*, soprattutto nello scenario degli emittenti con azioni negoziate sul principale mercato borsistico italiano, con l'obiettivo, quasi sempre esplicitamente dichiarato, di verificare quali effettive finalità fossero state alla prova dei fatti conseguite<sup>3</sup>. D'altronde, non si è mai dubitato della sicurezza poliedricità del tema del voto multiplo, complessivamente riguardato, messa chiaramente in luce non soltanto dalle riflessioni dottrinali risalenti ai primi decenni del secolo scorso<sup>4</sup>, ma anche dalle notazioni ritraibili dall'esame delle differenze e delle somiglianze tra sistemi giuridici diversi messi a confronto da parte degli approfondimenti comparatistici<sup>5</sup>.

In un caso, sono state pure indicate prospettive di riforma del tessuto normativo esistente, orientate comunque al rilancio del sistema economico-finanziario nazionale<sup>6</sup>.

2. *Un'analisi dei maggiori dati disponibili, il Coronavirus, gli interventi normativi e regolatori (non sempre condotti in porto) e le avvisaglie di un New Deal post Covid-19.* – In questa appena contestualizzata cornice sono state individuate alcune precise tendenze. Più in particolare, è stato osservato che nel nostro Paese i meccanismi di potenziamento del voto nel loro complesso, per un verso, non avevano dato luogo ad un processo di disinvestimento da parte dello Stato negli emittenti italiani dallo stesso direttamente od indirettamente partecipati; per altro verso, avevano permesso soprattutto ai soci di imprese a carattere familiare, spesso con esponenti della famiglia stessa alla guida o comunque ad azionisti già forti in compagini sociali sprovviste di un blocco contrapposto di soci in grado di opporsi, con successo, nelle riunioni assembleari, di ridurre la propria quota di partecipazioni, mantenendo il controllo e riducendo al contempo la propria personale esposizione alle necessità finanziarie; e, per altro verso, infine, avevano fatto registrare andamenti mediamente positivi delle quotazioni sui mercati non necessariamente regolamentati dei capitali di rischio, tanto all'indomani dell'annuncio dell'introduzione degli specifici meccanismi di voto multiplo, quanto negli anni immediatamente a venire<sup>7</sup>.

Ad oggi, come si cercherà di porre in risalto, si sono aggiunti una serie di elementi

<sup>3</sup> Cfr. P. MARCHETTI, C. MOSCA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1549 ss.; G. D. MOSCO, *Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma*, in *LLR* n. 2/2019, 21 ss.; E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, 2 ss.; L. SCHIUMA, *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c'è*, in *Dirittifondamentali.it*, Data di pubblicazione 31 maggio 2020, 5.

<sup>4</sup> In argomento sia consentito a rinviare a E. RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in U. TOMBARI, *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, Torino, 2016, 79 ss.

<sup>5</sup> Cfr. La indagine promossa da ECGI nel giugno 2018, *Roundtable on Loyalty Shares*, in <https://ecgi.global/content/loyalty-shares>.

<sup>6</sup> Cfr. in tal senso G.D. MOSCO, *op. cit.*, 21 ss.

<sup>7</sup> Questa empirica constatazione ha indotto E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, 24, a concludere che gli investitori istituzionali non hanno dato seguito al loro voto “with hands” con un “vote with their feet”, probabilmente perché le società in questione erano “more profitable, faster-growing, more cash-generating and pay more cash dividends”.

rilevanti ulteriori, di matrice peraltro disomogenea, che nel loro complesso suggeriscono un riaggiornamento del punto della situazione.

La assoluta straordinarietà e per molti versi la ancor più accentuata imprevedibilità dello scenario attuale, inducono, infatti, a proseguire nelle analisi essenzialmente empiriche prima d'ora impostate.

In primo luogo, è possibile tener conto di un maggior numero di dati ricavabili non soltanto osservando la platea delle società per azioni quotate in borsa<sup>8</sup>, ma anche considerando il contenuto delle clausole statutarie delle società che hanno deciso di far negoziare propri titoli sul sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan, già AIM Italia<sup>9</sup>.

In secondo luogo, pare doveroso soffermare l'attenzione oltre che sulla Comunicazione Consob n 5/2020 dell'8 maggio 2020 che ha effettuato chiarimenti in merito all'applicazione della disciplina del voto maggiorato di cui all'art. 127-quinquies TUF<sup>10</sup>, sul percorso, senz'altro accidentato, lungo il quale si sono mossi, o hanno provato a muoversi, i provvedimenti normativi di natura emergenziale, per domandarsi se gli schemi protettivi forniti alle imprese italiane, soprattutto forzando le finalità tipiche dei *golden powers* che hanno visto progressivamente allargarsi gli ambiti della tutela nazionale della sicurezza e dell'ordine pubblico, debbono ritenersi confinate alla fase pandemica ancora lontana dal risolversi, o seguono impronte non più cancellabili per il futuro.

Altrimenti detto, muovendo dal rilievo non contestabile secondo cui la crisi epidemiologica ha dato un forte impulso verso forme assai penetranti di salvaguardia della nazionalità<sup>11</sup>, converrà chiedersi se tale tendenza fa perno su regole provvisorie dettate per il solo momento contingente e quindi dotate di fisiologica precarietà<sup>12</sup>.

Ormai da anni si ripete che ogni forma di *Shareholder engagement* che possieda un orizzonte temporale di più ampio raggio è in grado di temperare gli effetti negativi della c.d. *short-terminism pressure* e di favorire nel lungo periodo il *firm value*<sup>13</sup>.

Ma al tempo stesso è chiaro che l'adozione di qualsiasi meccanismo di consolidamento del controllo va attentamente ponderato a seconda delle specificità che caratte-

<sup>8</sup> La stessa Consob riferisce costantemente sul proprio sito quali emittenti hanno adottato, indicando anche in virtù di quale deliberazione assembleare, il voto maggiorato ex art. 127-quinquies TUF e quali emittenti hanno comunque emesso azioni a voto plurimo ex art. 127-sexies TUF cfr. [www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/società\\_quotate/voto\\_maggiorato\\_plurimo](http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/società_quotate/voto_maggiorato_plurimo).

<sup>9</sup> Relativamente a tale piattaforma che, come risaputo, non rappresenta un mercato regolamentato, ma un sistema multilaterale di negoziazione, non è immediatamente disponibile un database che in modo sinottico e pressoché immediato, fornisca informazioni sulla sussistenza, o meno, di azioni a voto multiplo o sulla loro già contemplata, possibile emissione, od ancora sulla presenza di fenomeni maggiorazione del voto sulla falsariga di quanto prevede l'art. 127-quinquies TUF.

<sup>10</sup> Per un primo commento cfr. D. SIRACUSA, *Voto maggiorato: brevi note sulla Comunicazione Consob dell'8 maggio 2020*, 28 maggio 2020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Con questa comunicazione la Consob ha chiarito che nel periodo di possesso continuativo *ante listing* possono essere ricompresi anche i momenti in cui la società, poi diventata "emittente", aveva la forma di s.r.l.

<sup>11</sup> Il fenomeno era già in atto da qualche anno, cfr. senza pretese di completezza, R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e «sviamento protezionistico»*, in *Dir. comm. int.*, 2014, 319 ss.

<sup>12</sup> Sul punto sia consentito rinviare a M. RESCIGNO, E. RIMINI, *Golden Power e Coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *AGE* 2/2020, 517 ss.

<sup>13</sup> Su questi argomenti, anche per numerosi riferimenti bibliografici, U. TOMBARI, *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine*, in *BBTC*, 2016, I, 304 ss.

rizzano i diversi contesti e i distinti momenti storici nei quali vengono svolte le osservazioni. Peraltro, il ricorso a qualsiasi forma di voto multiplo può certamente indebolire la posizione degli investitori di minoranza ed alleggerire la portata delle spinte del mercato, a maggior ragione in quegli ambiti nei quali la proprietà è concentrata ed il governo societario da parte di una stessa famiglia o comunque di sodalizi ristretti sulle imprese anche di più grandi dimensioni, è particolarmente frequente.

Per questi motivi, come pure l'attualità sta ponendo in luce, anche nel nostro Paese vanno attentamente soppesati, al preciso fine di non dare luogo a reazioni troppo avverse sul versante delle negoziazioni e degli scambi azionari<sup>14</sup>, tutti i fattori originati dal progressivo aumento e dal sempre più significativo peso degli investitori stranieri, non solo di stampo istituzionale<sup>15</sup>.

In terzo luogo, e per proseguire nelle valutazioni poc'anzi soltanto accennate, sembra necessario considerare il panorama socio-economico degli ultimi mesi, che ha portato al conio della suggestiva espressione "New Deal post-Covid-19"<sup>16</sup>, che sta comunque mettendo in risalto manifestazioni concrete di accesso diretto ai mercati dei capitali di rischio da parte di società che già possiedono pure azioni a voto plurimo e non si sono quindi limitate a consentire il ricorso all'istituto maggiorazione del voto a coloro che avessero maturato il periodo continuativo di "appartenenza"<sup>17</sup>, individuato con qualche margine di flessibilità da parte del legislatore. Una casistica che, indipendentemente dalla scomparsa nel "Decreto rilancio"<sup>18</sup> di una disposizione introduttiva del "Voto plurimo" anche nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, che era viceversa circolata (si trattava dell'art. 45) nelle versioni diffuse nei giorni precedenti, merita di essere commentata<sup>19</sup>.

Inoltre, occorre rammentare che nella stessa primavera 2020, pure la Autorità di Vigilanza si era espressa sull'argomento del potenziamento del voto e dei suoi possibili

<sup>14</sup> All'indomani della scomparsa – come si tornerà a dire tra breve – nel "Decreto Rilancio" della norma che sembrava ormai acquisita in merito alla possibilità di consentire anche alle società quotate di emettere azioni a voto plurimo *post* quotazione, A. DE NICOLA, *Il voto plurimo nella foresta pietrificata*, ne *La Repubblica*, 25 maggio 2020, ha rilevato: "Ebbene, evitare di aggiungere un altro tassello che trasformasse il mercato italiano in una foresta pietrificata, forse non è stato un male".

<sup>15</sup> Anche i *mass media* segnalano il fenomeno. Senza pretesa di completezza, cfr. V. PULEDDA, *Un salvadanaio da 5.000 miliardi*, in *Affari&Finanza*, *La Repubblica*, 11 ottobre 2021; *Rischio Paese ai minimi da 30 anni, aumenta il numero dei compratori. L'intervista ad Eugenio Morpurgo*, ne *Il Sole 24 ore*, 24 ottobre 2021, il quale riferisce che stanno nascendo nuovi fondi ed i fondi che operavano altrove, hanno iniziato a guardare all'Italia con interesse.

<sup>16</sup> Cfr. M. PALMIERI, *La ricapitalizzazione pubblica delle imprese nel "Decreto Rilancio" – luci e ombre di un New Deal post-Covid-19*, in *AGE 2/2020*, 441 ss.

<sup>17</sup> Per l'utilizzo di questa espressione, cfr. P. MONTALENTI, *op. cit.*, 224 ss. e C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 793.

<sup>18</sup> Il per più profili noto D.L. n. 34 del 19 maggio 2020.

<sup>19</sup> Nella relazione all'art. 45 della bozza del Decreto Rilancio era stato chiarito che la scelta di diversi ordinamenti giuridici stranieri, sia nell'ambito dell'Unione Europea, sia al di fuori di essa, di permettere anche alle società per azioni quotate in mercati regolamentati, di derogare alla regola *one share, one vote* mediante la previsione di categorie di azioni a voto plurimo rischiava di "comportare una concorrenza tra ordinamenti, a danno del mercato borsistico italiano" e che per questa ragione "in assenza di comprovati effetti negativi che tale istituto possa generare alle società che lo adottano, si ritiene preferibile lasciare alle autonomie statutarie ed alle valutazioni del mercato la possibilità di emettere azioni a voto plurimo anche da parte di società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati": su tale argomento, cfr. in senso decisamente critico, L. SCHIUMA, *op. cit.*, I ss. e nota 1.

impatti, approfondendo con la Comunicazione Consob n. 5/2020 dell'8 maggio 2020, alcuni aspetti applicativi della disciplina del voto maggiorato di cui all'art. 127-quinquies TUF<sup>20</sup>, non foss'altro perché proprio molti recenti avvenimenti stanno rivelando che i mercati mobiliari italiani non attribuiscono totale disvalore a strutture<sup>21</sup> che prevedono la creazione o la permanenza nelle mani essenzialmente dei soci fondatori o comunque dei soci di riferimento pre-ammissione (anche se si tratta di sistemi multilaterali di negoziazione) di azioni a voto plurimo, solitamente non negoziabili nel mercato aperto, e azioni "ordinarie", attributive di un solo voto, comunque *listed*.

Ci si intende riferire alle recenti quotazioni su Euronext Milan delle azioni di Ariston Holding NV e di Mfe-MediaforEurope NV: due società riferibili a imprenditori nazionali che hanno, in tempi relativamente recenti, trasferito la loro sede legale in Olanda.

Scelte di questa natura comportano senz'altro sia una maggior divaricazione tra potere e responsabilità, amplificata nel nostro ordinamento dalla singolare utilizzabilità dell'intera gamma delle possibili opzioni in tema di rapporti tra voti ed azioni, che a partire dalle azioni "ordinarie", può abbracciare l'intero campionario delle categorie speciali<sup>22</sup>; sia una più ingessata contendibilità della *governance*: un aspetto sul quale non può essere sottovalutata la incombenza, neppure troppo latente, dei sempre più estesi e diffusi *golden powers*<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Come si è già accennato la Consob ha chiarito che in caso di trasformazione da s.r.l. a s.p.a. e successiva quotazione sul mercato regolamentato, ai fini del calcolo dei 24 mesi per l'attivazione del voto maggiorato, si può ricomprendere "anche il periodo in cui la società quotanda rivestiva la forma di srl e non di spa".

<sup>21</sup> Strutture create sulla falsariga di quelle c.d. *dual class* nord-americane, in merito alle quali la letteratura è vastissima e le opinioni conseguentemente sostenute molto articolate. Per un inquadramento critico del fenomeno cfr. L. BEBCHIUK, K. KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-class Stock*, in *103 Virginia Law Review*, 2017, 585 ss.; nonché L. BEBCHIUK, K. KASTIEL, *The Perils of Small-Minority Controllers*, in *Georgetown Law Journal*, 2018, 1453 ss.; nonché, per una breve sintesi, L. SCHIUMA, *op. cit.*, 2 ss.

<sup>22</sup> Su questi temi e segnatamente sulla ampiezza e varietà degli interventi che possono essere predisposti grazie all'autonomia statutaria: cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014, *passim*; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134 ss.; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 779 ss.; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.; P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *TOMBARI, Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto.*, cit., 30 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche d'acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266 ss.; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, in [www.assonime.it](http://www.assonime.it); L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *RDS*, 2019, 317 ss. Tuttavia, va constatato che osservando il panorama comparatistico si riscontra che molto frequentemente se viene prevista la via della introduzione di azioni a voto multiplo, non viene al contempo consentita la possibilità di ammettere azioni senza diritto di voto. Per questo motivo può ritenersi che all'interno del nostro Paese il tema dell'esercizio del diritto di voto risulta attualmente essere una delle più modulabili prerogative endosocietarie: in argomento cfr. ancora L. SCHIUMA, *op. ult. cit.*, 340 e nota 55.

<sup>23</sup> Le recenti vicende pandemiche – come si è già accennato – hanno messo significativamente alla prova la normativa comunitaria e nazionale sugli investimenti esteri diretti. Sono stati significativamente ampliati i settori imprenditoriali rilevanti rispetto ai quali lo Stato italiano può avvalersi dei *golden powers*, è aumentato in modo assai significativo il numero delle notifiche da parte delle imprese nazionali al fine di attivare il controllo sugli investimenti e sulle operazioni, ma soprattutto gli interventi dello Stato fondati sui *golden powers* hanno riguardato anche il rimedio più drastico del divieto alla attuazione della operazione. Ci si riferisce spesso al blocco alla vendita del 70% di una impresa italiana di semi conduttori, la LPE

Tuttavia – e si tratta di una indubbia peculiarità del panorama economico-finanziario italiano – questi innegabili effetti non soltanto non hanno sensibilmente allontanato la schiera degli investitori istituzionali e dei soci investitori di minoranza, ma neppure hanno troppo negativamente influito sul valore di scambio delle partecipazioni comunque diffuse tra il pubblico.

In altre parole, soluzioni sempre più *tailor-made* per mantenere salda (e spesso in mani soltanto italiane<sup>24</sup>) la gestione imprenditoriale, anche se possono rendere meno sensibile e reattivo il mercato domestico del governo societario, sono comunque presenti e di loro sarà opportuno prendere atto. A maggior ragione se si considerano, vuoi il recente aumento del volume degli investimenti effettuati dall'estero in Italia<sup>25</sup>, vuoi i risultati esposti dal Rapporto Scenari Industriali del Centro Studi Confindustria di novembre 2021<sup>26</sup>. In tale documento – che ha attirato l'interesse anche dei *mass media* – si legge che il settore manifatturiero italiano, che a marzo-aprile 2020 aveva subito un tracollo di oltre quaranta punti percentuali, è tornato ai livelli di fine 2019. Un buon risultato che è parso il frutto di una combinazione favorevole di fattori. Da un canto, le misure governative di sostegno ai redditi di lavoro e di stimolo di spesa e, dall'altro canto, il basso grado di esposizione delle imprese italiane alle strozzature che stanno affliggendo le catene globali di valore<sup>27</sup>.

3. *Un aggiornamento dei dati: le società quotate che hanno adottato il voto maggiorato e quelle che hanno emesso azioni a voto plurimo ante quotazione, nonché il più variegato scenario che caratterizza le società ammesse al sistema multilaterale di negoziazione, denominato Euronext Growth Milan, già AIM Italia.* – Le ricerche empiriche più aggiornate alle quali si è prima d'ora fatto cenno<sup>28</sup>, hanno considerato i dati sull'adozione dell'istituto della maggiorazione del voto e sulle emissioni di azioni a voto plurimo riguardanti gli emittenti quotati su Borsa Italiana nel primo caso sino al 2018 e nel secondo caso sino al 2019.

---

S.p.A. di Baranzate, che era stato programmato a beneficio di investitori cinesi, la Shenzhen Investment Holdings Co., Ltd., disposto con provvedimento governativo ad aprile 2021. Di tale misura – ma ce ne sono state altre: cfr. la *Relazione al Parlamento in materia di poteri speciali sugli assetti proprietari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (Golden Powers), dati dall'1 gennaio al 31 dicembre 2020*, in [www.governo.it](http://www.governo.it) – parla frequentemente anche la stampa quotidiana. Senza pretese di completezza, cfr. D. MANCA, *I poteri del governo e la partita per riportare la rete allo Stato con il "golden power"*, ne *Il Corriere della Sera*, 22 novembre 2021, 3.

<sup>24</sup> Storicamente la possibilità di emettere azioni a voto potenziato è apparsa decisamente influenzata da prospettive fortemente protezionistiche; cfr. U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2016, 587 e nota 17, ove ulteriori citazioni bibliografiche.

<sup>25</sup> Cfr. Di Maio: *2021 anno d'oro per attrazione degli investimenti*, ne *Il Sole 24 ore*, 25 novembre 2021, 27.

<sup>26</sup> Cfr. Scenari Industriali – Centro Studi Confindustria. *La manifattura al tempo della pandemia. La ripresa e le sue incognite*, novembre 2021, in [www.confindustria.it](http://www.confindustria.it).

<sup>27</sup> Un effetto agevolato dalla accelerazione effettuata dalle imprese italiane sul fronte del rimpatrio delle forniture sin dagli anni immediatamente antecedenti il diffondersi del coronavirus mediante l'attivazione di percorsi totali o anche soltanto formali di *back shoring*: cfr. M. SABELLA, *La manifattura italiana è la locomotiva di Europa*, ne *Il Corriere della Sera*, 22 novembre 2021, 35.

<sup>28</sup> Ci si intende riferire sia a G.D. MOSCO, *op. cit.*, 21 ss.; sia a E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, 2 ss.

In entrambe le indagini è stato segnalato un *trend* di progressiva crescita del numero degli emittenti che hanno deciso di adottare il voto maggiorato ai sensi e per gli effetti dell'art. 127-quinquies TUF. Quella norma che – come è noto, a far tempo dall'anno 2015 – ha consentito alla società per azioni quotate di attribuire su base volontaria tramite apposita disposizione statutaria (che in un primo momento transitorio poteva esser attuata con un *quorum* deliberativo più basso rispetto alla normalità dei casi) ai soci che detengono le partecipazioni sociali per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi, una maggiorazione del voto non superiore a due voti per ciascuna azione detenuta<sup>29</sup>.

Questa tendenza si è mantenuta costante nei mesi successivi, anche se, da un lato, non va sottovalutata la crescita del numero delle società, che hanno deciso di quotarsi sui principali “mercati” italiani<sup>30</sup>, e, dall'altro lato, va constatato il perdurante mancato *opt-in* dell'istituto della maggiorazione del voto da parte delle società già quotate, controllate direttamente o indirettamente dello Stato. Quest'ultimo aspetto era già stato opportunamente rilevato in un non lontano passato<sup>31</sup> e non sono mancate spiegazioni plausibili al riguardo, soprattutto da parte degli “operatori pratici”<sup>32</sup>. Ed al novero delle spiegazioni possibili va aggiunto il rilievo secondo cui in questi momenti emergenziali il Governo *in primis* è maggiormente in grado di utilizzare forme protettive strutturalmente differenti, sulle quali ci si soffermerà comunque più avanti.

I dati riguardanti l'adozione del voto maggiorato, verificabili anno per anno, a parti-

<sup>29</sup> Come è noto, la maggiorazione del voto, a differenza di quanto può verificarsi nel caso delle azioni a voto plurimo *ex art.* 2351 c.c., non costituisce “una caratteristica intrinseca di una categoria speciale di azioni”, per usare le espressioni della Autorità di Vigilanza, “ma è connessa proprio alla “persona” del socio e alla detenzione da parte di questi, della partecipazione sociale per un certo periodo di tempo”: cfr. la già citata Comunicazione Consob n. 5/2020.

<sup>30</sup> Dal 2014 al 2018 si sono verificate complessivamente 157 ammissioni, di cui 131 IPOs e 26 altre ammissioni. Dal 2019 ad oggi, invece, ci sono state complessivamente 106 ammissioni, di cui 97 IPOs e 9 altre ammissioni.

	IPO			Altre ammissioni			Totale Ammissioni
	Euronext Growth Milan	Euronxt MIV Milan	Euronext Milan	Euronext Growth Milan	Euronxt MIV Milan	Euronext Milan	
2014	21		5	1		1	28
2015	19	1	8	3	1	1	33
2016	11		3	2		3	19
2017	24	1	7	2	1	4	39
2018	26	1	4	5		2	38
2019	31		4	4		2	41
2020	21		1	2			24
2021	35		5			1	41

Grafico e dati ottenuti dallo *staff* di Borsa Italiana-Euronext Group.

<sup>31</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *op. cit.*, p. 24 ed ancor prima, C. ANGELICI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 214 ss. e C.F. GIANPAOLINO, *op. cit.*, 781.

<sup>32</sup> Così testualmente si è definito L. GARAVOGLIA, *Alcune considerazioni in tema di loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1557 ss., il quale ha osservato che il rischio di incorrere nell'obbligo di OPA (da consolidamento) sarebbe stato quello che avrebbe fatto sì che “nessuna delle società in parola abbia optato per l'adozione di *Loyalty shares*”, nonostante al Tesoro interessasse “molto poter cedere partecipazioni nelle aziende pubbliche di cui detiene il controllo” (testualmente cfr. la p. 1563). Sui rischi di “opa passiva” alimentati dall'istituto del voto maggiorato, si è opportunamente soffermato anche P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, *cit.*, 224.

re dal mese di gennaio 2015<sup>33</sup> sono i seguenti (e possono essere ora considerate anche le annualità 2020 e 2021)<sup>34</sup>:

2015	15 società quotate
2016	7 società quotate
2017	7 società quotate
2018	10 società quotate
2019	11 società quotate
2020	11 società quotate
2021	6 società quotate

Ad inizio dicembre 2021, quindi, su un numero complessivo di trecentonovantasei società per azioni quotate sui mercati regolamentati italiani, sessantasette di loro contemplavano la possibilità di assicurare agli “azionisti fedeli” un potenziamento del loro diritto di voto.

Relativamente, invece, alle società quotate che hanno emesso azioni a voto plurimo e le hanno mantenute ai sensi e per gli effetti dell’art. 127-sexies TUF<sup>35</sup>, alle tre sole fattispecie riscontrabili *ante* 2019 riguardanti le società Aquafil S.p.A., Fila-Fabbrica italiana lapis ed affini S.p.A. e Guala Closures S.p.A., si sono aggiunte nell’anno 2021, Philogen S.p.A. e ancor più recentemente Ariston Holding NV<sup>36</sup> e Media For Europe NV, già Mediaset S.p.A.<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> La prima società che ha adottato in Italia l’istituto della maggiorazione del voto è stata Campari che ha peraltro potuto beneficiare nel corso della assemblea straordinaria del 29 gennaio 2015 dei *quorum* deliberativi ridotti pari al 50% dei voti rappresentati. Analoga scelta, con il correlato beneficio del *quorum* deliberativo ridotto, è stata poi adottata da Astaldi e Amplifon: cfr. sul punto anche E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, p. 9 nota 9 e p. 12.

<sup>34</sup> I dati numerici rappresentati nel testo sono agevolmente ritraibili visionando, come si è già riferito, il sito [https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa\\_quotate/voto\\_maggiorato\\_plurimo\\_innk.htm?nav=true](https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_innk.htm?nav=true).

<sup>35</sup> Tale disposizione normativa permette non solo di mantenere azioni a voto plurimo, se diffuse prima della ammissione alla negoziazione sul mercato regolamentato o se si tratta di società quotate risultanti dalla fusione o dalla scissione di società che avevano già emesso azioni di tale natura, ma anche, sempre che lo statuto non disponga diversamente, di emetterne di nuove in entrambe le appena descritte fattispecie, ogniqualvolta sia necessario preservare il rapporto tra le diverse categorie di azioni in caso di aumento di capitale o di fusioni e scissioni.

<sup>36</sup> A questo proposito pure la stampa quotidiana ha cominciato a raccogliere qualche commento, cfr. M. VENTORUZZO, *Voto multiplo e prospettive: è qui che Milano soffre ancora nel mercato del diritto*, ne *Il Sole 24 ore*, 4 gennaio 2022, 23.

<sup>37</sup> Anche se quest’ultima società ha dato origine ad un caso parzialmente diverso dagli altri appena ricordati. Infatti, Mediaset, soltanto dopo due anni dall’introduzione dell’istituto del voto maggiorato, avvenuta nel mese di aprile 2019, con deliberazione dell’assemblea straordinaria del 27 maggio 2021, non solo ha revocato la possibilità di ricorrere alla maggiorazione del voto *ex art. 127-quinquies* TUF, ma anche ha trasferito la sua sede legale in Olanda, modificando pure la propria denominazione sociale in Media for Europe (MfE) e grazie ai voti espressi dal socio di maggioranza Fininvest, ha poi emesso, utilizzando le risorse distribuibili della società, azioni A con un diritto di voto e un valore nominale di 0,06 euro e azioni B con dieci diritti di voto e un valore nominale di 0,60 euro, le quali pagheranno però lo stesso dividendo, godendo dei medesimi diritti patrimoniali. Entrambe le categorie di azioni saranno quotate su Euronext Milan e tutti gli azionisti – si legge anche nei comunicati ufficiali ripresi dalla stampa quotidiana – avranno pari trattamento in caso di eventuale futura offerta pubblica di acquisto volontaria o obbligatoria. Cfr. *Mediaset, soci approvano cambio nome in MfE – Media for Europe e azioni*, ne *La Stampa, Teborsa*, 25 novembre 2021.

Molto più variegato è lo scenario che caratterizza le attuali centosessantuno società le cui azioni sono contrattate sul già menzionato sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan.

Come è stato prima d'ora osservato<sup>38</sup>, in questa particolare piattaforma di scambio (allora denominata AIM Italia) non operano limitazioni di sorta rispetto alle vigenti disposizioni contenute nell'art. 2351 c.c.

Il che significa che non vi sono ostacoli nell'emettere anche azioni a voto plurimo dopo l'inizio delle contrattazioni e questi ultimi titoli partecipativi possono ampliare in modo ancora più consistente (permettendo l'attribuzione di tre diritti di voto per ogni azione posseduta), peraltro in assoluta trasparenza<sup>39</sup>, la divaricazione fra *ownership* del capitale e *voting powers*, realizzando una "cartolarizzazione" del privilegio del voto potenziato, senza il vincolo del preventivo possesso ininterrotto<sup>40</sup>. Ed infatti, dopo aver partitamente esaminato gli statuti delle società *listed* presso Euronext Growth Milan, possono essere effettuate le seguenti catalogazioni.

Cinquantaquattro società<sup>41</sup> hanno genericamente previsto, sulla falsariga di quanto è permesso alla autonomia statutaria *ex art.* 2351 c.c., la facoltà di emettere altre categorie di azioni e strumenti finanziari.

Trentanove società hanno contemplato espressamente la possibilità di emettere, tra l'altro, azioni con diritto di voto plurimo, ove non vietato da leggi speciali<sup>42</sup>.

Sei società soltanto<sup>43</sup> hanno emesso azioni a voto plurimo e si sono peraltro preoccupate di predisporre e regolare in modo assolutamente simile un percorso di conversione, allo scopo di rendere, in quest'ultima eventualità, anche le azioni originariamente con voto plurimo liberamente negoziabili sul sistema multilaterale di negoziazione. Un caso a parte – d'altronde prima d'ora segnalato per la sua singolarità<sup>44</sup> – è quello riguardante quella unica società che ha previsto nel suo statuto una clausola di miglioramento del diritto di voto, destinata però ad operare soltanto in caso di eventuale e suc-

<sup>38</sup> P. MARCHETTI, C. MOSCA, *op. cit.*, 1554.

<sup>39</sup> A differenza di quanto accade per altri *Control Enhancing Mechanism* come le piramidi societarie, spesso associate a patti di sindacato: cfr. L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1559 e 1561.

<sup>40</sup> Su questi aspetti cfr. ancora L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1562.

<sup>41</sup> Si tratta di Alfio Bardolla, Askoll Eva, Cleanbnb, Comal, Compagnia dei Caraibi, Costamp Group, Cultimilano, Cy4gate, Dba Group, Digital 360, Doxee, Ecosuntek, Edilizia Acrobatica, Euro Cosmetic, Eviso, Expert.ai, Fenix Entertainment, First Capital, Fope, Franchi Umberto Marmi, Frendy Energy, Gambero Rosso, Gel, Giorgio Fedon, Go Internet, Grifal, Health Italia, H-Farm, Id-entity, Igeamed, Ilpra, Invest, Industrie Chimiche Forestali, Intermonte, Intred, Italian Wine Brands, Ki Group, Kolinpharma, Longino & Cardenal, Neoesperience, Nusco, Officina Stellare, Planetel, Poligrafici Printing, Portale Sardegna, Powersoft, Racing Force, Relatech, Renenergetica, Società Editoriale Il Fatto, Soluzione Tasse, Sostravel, Telesia, Trawell Co.

<sup>42</sup> Più precisamente, ci si imbatte secondo un ricorrente *cliché* in clausole statutarie dal seguente, pressoché identico, tenore: "Nei limiti stabiliti dalla legge ed in conformità a quanto stabilito dagli artt. 2348, 2350 c.c., l'assemblea straordinaria degli azionisti può deliberare l'emissione di categorie di azioni privilegiate, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite, ovvero azioni senza diritto di voto, con diritto di voto plurimo ove non vietato da leggi speciali o limitato a particolari argomenti o con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative".

<sup>43</sup> Si tratta di Eles S.p.A., Energica Motor Company S.p.A., Esautomotion S.p.A., Iervolino & Lady Bardardi Entertainment S.p.A. e UCapital24 S.p.A.

<sup>44</sup> Cfr. ancora P. MARCHETTI, C. MOSCA, *op. cit.*, 1554, che hanno anche loro soffermato l'attenzione sullo statuto di Fervi S.p.A.



cessiva ammissione alla quotazione dei titoli su un mercato regolamentato<sup>45</sup>.

Ad ogni modo, concentrando l'attenzione sulla composizione dei consigli di amministrazione delle società quotate e delle società le cui azioni sono negoziate nel sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan che hanno effettivamente emesso azioni a voto plurimo, si notano alcuni fenomeni ricorrenti.

Prendendo le mosse dalle società quotate che hanno emesso azioni a voto plurimo ex art. 127-sexies TUF, si comprende che le famiglie fondatrici *post* accesso alle negoziazioni borsistiche (talora all'esito di specifici *SPAC Process*<sup>46</sup>) hanno assicurato spesso a più di un loro esponente, di essere presenti all'interno del *board of directors* non soltanto con incarichi semplicemente onorari o meramente rappresentativi, ma piuttosto decisamente esecutivi<sup>47</sup>.

Scenari analoghi si ravvisano esaminando anche le cinque società *listed* presso Euronext Growth Milan che hanno emesso azioni a voto plurimo<sup>48</sup>.

Queste risultanze sembrano quasi corroborare alcune delle indicazioni prima d'ora fornite dalle ricerche empiriche di cui si è dato conto, ma al tempo stesso consigliano di guardare con accortezza alle prospettive di riforma suggerite sia prima, sia dopo il diffondersi della crisi epidemiologica<sup>49</sup>.

<sup>45</sup> Non è del tutto chiaro se rispetto alla società menzionata nel testo, Fervi S.p.A., la decorrenza del periodo di manutenzione della partecipazione ai fini della maggioranza del voto possa esser retrodatata conteggiando anche il periodo di "appartenenza" pre-IPO, come è previsto dall'art. 127-quinquies, comma 7, TUF. Un tema quello del "possessione anteriore all'iscrizione nell'apposito elenco" previsto dalla stessa disposizione normativa sul quale la Autorità di vigilanza ha ritenuto di effettuare alcuni significativi chiarimenti applicativi con la già citata Comunicazione Consob n. 5/2020.

<sup>46</sup> Il fenomeno delle c.d. *blind pools* o delle *blank check companies* risale agli inizi degli anni '90 del secolo scorso, ultimamente le SPACs vengono descritte dagli osservatori del settore come "one of the hottest asset classes in the United States equity market": cfr. Clifford Chance, *Guide to Special Purpose Acquisitions Company*, September 2021, in <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf> e M.H. BAZERMAN, P. PATEL, *SPACs: What you need to know*, in *Harvard Business Review*, July-August 2021, in <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>.

<sup>47</sup> È il caso di Aquafil S.p.A., in quanto la carica di Presidente e Amministratore Delegato è ricoperta da un membro della famiglia fondatrice e all'interno del Consiglio siedono altri familiari; di Fila Fabbrica italiana lapis ed affini S.p.A. il cui Presidente onorario e Amministratore Delegato sono membri della stessa famiglia e di Philogen S.p.A., posto che la famiglia fondatrice è decisamente presente all'interno del Consiglio di Amministrazione.

Uno scenario che si riproduce anche nella recente quotazione su Euronext Milan delle sole azioni ordinarie di Ariston Holding NV, la cui *Corporate Governance* è saldamente nelle mani della famiglia imprenditoriale di riferimento, che esprime, tra l'altro, il Presidente esecutivo.

Sulle vicende che hanno interessato Guala Closures S.p.A., che presentava *ab origine* particolarità analoghe, ci si soffermerà in seguito, posto che la predetta società è stata successivamente oggetto di diverse operazioni straordinarie di mercato, nonostante la presenza di uno zoccolo duro di azioni a voto plurimo.

<sup>48</sup> In Eles, Presidente e Amministratore Delegato appartengono alla stessa famiglia e la restante parte del *board* è composta da amministratori indipendenti; in Energica Motor Company, la carica di Presidente e Amministratore Delegato è occupata da membri della stessa famiglia ed uno solo dei restanti tre consiglieri è indipendente; in Esautomotion, due Amministratori su sette, tra cui l'Amministratore Delegato, appartengono alla stessa famiglia.

Iervolino & Lady Bacardi Entertainment vede il nome del suo fondatore presente nella denominazione sociale e lo stesso ricopre il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione.

<sup>49</sup> Va in proposito ricordato, per un verso, che G.D. MOSCO, *op. cit.*, 32 ss. aveva suggerito: i) di limitare il ricorso all'istituto della maggioranza del voto alle sole società di nuova quotazione, introducendo un limite temporale massimo da questa decorrente per la validità della maggioranza; ii) di riequilibrare, soprattutto a favore degli investitori istituzionali, la regolamentazione degli assetti proprietari e di *governance*, so-

4. *Le conferme circa la scarsa tenuta di alcune delle motivazioni di carattere “politico” indicate per consentire anche in Italia un potenziamento dei voting powers.* – Prima del diffondersi della pandemia – lo si è già in parte rammentato – erano state tratte alcune significative conclusioni sulla base delle tendenze ricostruibili dalle evidenze empiriche disponibili.

Innanzitutto, si era constatato che l’istituto della maggiorazione del voto lasciava del tutto indifferenti gli investitori *retail*, tradizionalmente disinteressati a partecipare attivamente alla vita societaria.

Inoltre, si era ritenuto che l’istituto della maggiorazione del voto non avesse significativamente incrementato il numero delle quotazioni, soprattutto sul principale mercato borsistico italiano<sup>50</sup>.

Ancora, e più precisamente, era stato notato che l’introduzione dell’istituto del voto maggiorato nell’ordinamento italiano non risultava avere inciso sulla scelta di localizzazione delle società quotate<sup>51</sup>.

Infine, era stato considerato che i meccanismi utilizzabili per il potenziamento dei diritti di voto non erano stati predisposti in vista di eventi che potessero immediatamente determinare effetti diluitivi<sup>52</sup>, sembrando piuttosto che le scelte adottate venissero finalizzate al non privarsi di simili opportunità per il futuro.

Del resto, anche le motivazioni programmatiche che si rinvergono nelle dichiarazioni pre-ammissione, in presenza di forme di possibile voto plurimo, risultavano prevalentemente incentrate sull’intendimento di riconoscere un premio agli azionisti di lungo corso e di coinvolgerli in programmi di non corto periodo<sup>53</sup>.

stituendo l’ultima parte dell’art. 127-quinquies, co. 8, TUF con una disposizione che desse rilievo anche alle percentuali di voto ai fini dell’esercizio dei diritti delle minoranze, dando così maggior senso alla maggiorazione nella specifica prospettiva di un monitoraggio più attivo e iii) di eliminare l’esclusione dell’invocabilità del diritto di recesso con riguardo alle deliberazioni che inseriscono negli statuti il voto maggiorato e, per altro verso, che il c.d. Decreto Rilancio, nella sua bozza, circolata pubblicamente (e data per pressoché definitiva), all’art. 45 aveva contemplato la possibilità – poi eliminata nella sua versione finale – di far emettere liberamente azioni a voto plurimo anche da parte di tutte le società quotate. Su quest’ultimo tema si rinvia nuovamente a A. DE NICOLA, *Il voto plurimo nella foresta pietrificata*, ne *La Repubblica*, 25 maggio 2020 e L. SCHIUMA, *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c’è*, cit. 1 ss.

<sup>50</sup> Programmaticamente, la introduzione del voto multiplo nel nostro ordinamento mirava anche a rendere i mercati regolamentati nazionali più competitivi, colmando il *gap* con altri ordinamenti e in principal modo con il sistema olandese; cfr. per tutti P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in U. TOMBARI, *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, 1 ss.

Inoltre, era stata prospettata l’ipotesi che l’istituto potesse consentire di aumentare i ricavi dell’offerta complessiva di vendita di azioni o di sottoscrizioni in fase di IPO, riducendo così l’incidenza dei costi di quotazione in gran parte fissi; cfr. U. TOMBARI, *op. cit.*, 589; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto disc. priv. Sez. comm.*, Agg., vol. VII, Torino, 2015, 627. Maggiori perplessità erano state invece *ab origine* manifestate da M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 513 ss.

<sup>51</sup> Basti notare che nell’anno 2016 anche la Ferrari è diventata una società di diritto olandese con *special voting shares*, ma ancor più recentemente meritano di essere ancora richiamati i casi di Ariston Holding e Mediaset, ora Media for Europe. Una riprova del fatto che alcuni ordinamenti hanno attratto società italiane in virtù di considerazioni differenti dalla possibilità o meno di introdurre sistemi di voto multiplo, come ad esempio, le regole applicabili al lavoro, i tempi della giustizia, l’efficienza del Paese, il rilievo internazionale del suo mercato dei capitali e probabilmente non da ultimo, la fiscalità. Su questi temi cfr. L. SCHIUMA, *Quel voto plurimo*, cit., 8.

<sup>52</sup> Come *equity issues* o *acquisitions*: in tal senso E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, 16; nonché L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1563, il quale ha rilevato che all’epoca del suo scritto, cioè nell’anno 2018, non stavano operazioni straordinarie in cui le *Loyalty shares* avessero giocato “un ruolo di rilievo”.

<sup>53</sup> Su questi aspetti cfr., ad esempio, P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo FIAT-CHRYSLER*, in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss.

Per contro, e passando all'esame delle votazioni espresse dai legittimati al voto nelle sedi assembleari deputate, ci si era resi conto che era stato quasi sempre il maggior azionista a determinare la approvazione finale della deliberazione in tema di potenziamento dei *voting rights* futuri. E ciò anche indipendentemente dalle dimensioni delle imprese interessate<sup>54</sup>.

All'esito dei predetti riscontri e ragionando per esclusione rispetto agli obiettivi da tempo considerati come perseguibili attraverso un potenziamento del voto<sup>55</sup>, per un verso, è risultato unicamente confermato quello secondo cui in Italia la maggiorazione del voto abbia consentito ai soli soci-imprenditori di blindare le loro posizioni di controllo<sup>56</sup>, senza procedere ad ulteriori investimenti o addirittura capitalizzando parte della propria partecipazione diluendola, evitando conseguenze sul versante della *governance*. Per altro verso, soffermando l'attenzione sul ruolo degli investitori istituzionali, è stato affermato che "la previsione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 127 *quinquies* la quale esclude che la maggiorazione del voto possa aver effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale", impedisca *a priori* che il potenziamento del voto possa adeguatamente agevolare un virtuoso attivismo da parte di *long term investors*. E proprio alla luce di quest'ultimo rilievo, è stato rimarcato che "sembra basso, se non mancante, l'interesse anche di questi investitori, come certamente di quelli *retail*, a mantenere stabile la loro partecipazione per fruire della maggiorazione del voto"<sup>57</sup>.

Non senza, poi, trascurare che la portata che può esser effettivamente attribuita all'istituto del voto multiplo, di per sé considerato, è inscindibilmente correlata alle sole competenze assembleari, le quali al di fuori delle materie della nomina degli organi sociali e della approvazione del bilancio d'esercizio, raramente coinvolgono aspetti gestionali o anche soltanto di controllo attivo<sup>58</sup>.

Così realisticamente ricostruiti i termini effettivi della questione, ci si è pragmaticamente domandati se nel nostro Paese la principale motivazione del voto maggiorato vada piuttosto individuata "nella visione del potenziamento del voto, come strumento difensivo rispetto a scalate ostili, soprattutto di origine non nazionale"<sup>59</sup>.

A tal riguardo è stato ricordato che ben prima del diffondersi della emergenza epidemiologica era diffusa anche in Italia la preoccupazione soprattutto nei confronti degli investimenti esteri c.d. *brownfield*, che hanno ad oggetto operazioni di acquisizione di

<sup>54</sup> Cfr. E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, E. CROCI, *op. cit.*, 10 ss.

<sup>55</sup> G.D. MOSCO, *op. cit.*, 25, li tripartisce nel seguente modo: i) favorire le nuove quotazioni e aumentare la dimensione del flottante in sede di IPO; ii) concedere un premio agli azionisti fedeli, favorendo i *long time investors*; iii) recuperare competitività rispetto agli altri ordinamenti che già prevedevano il voto potenziato.

<sup>56</sup> In proposito è stato dichiarato che – G.D. MOSCO, *op. cit.*, 28 – "le intenzioni del legislatore poste in genere alla base della maggiorazione del voto, non appaiono dunque decisive alla prova dei fatti" e addirittura che – L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1558 – l'intendimento di premiare gli azionisti di lungo periodo si è rivelato alla prova dei fatti "del tutto fallace", posto che il beneficio "è puramente amministrativo".

<sup>57</sup> Cfr. ancora G.D. MOSCO, *op. cit.*, 30.

<sup>58</sup> Su questi profili C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 786 ss., il quale osserva che nella disciplina delle società per azioni quotate l'assemblea può esser resa competente a deliberare sulle c.d. politiche di remunerazione, sulle operazioni con parti correlate sulle quali vi sia parere sfavorevole dell'organo indipendente o in relazione alle quali occorre deliberare una ratifica in caso di approvazioni con urgenza e soltanto eccezionalmente in caso di trasferimento di rami aziendali.

<sup>59</sup> Cfr. nuovamente G.D. MOSCO, *op. cit.*, 31.

entità già operanti e detentrici di *assets* significativi e che possiedono quindi caratteristiche profondamente diverse dagli investimenti, anche provenienti dall'estero, c.d. *greenfield*, volti a concentrare l'apporto di capitali freschi nella realizzazione di nuove attività economiche all'interno dei confini nazionali<sup>60</sup>.

Soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, il crescente attivismo anche in Italia dei fondi sovrani e di investitori esteri: in particolare russi, cinesi o comunque provenienti da altri sistemi totalitari aveva alimentato le discussioni in materia di salvaguardia della nazionalità pure all'interno del più ampio contesto europeo, tradizionalmente improntato a estese aperture e comunque propenso ad agevolare ogni forma di fisiologica concorrenzialità<sup>61</sup>.

Questi esiti risultano confermati.

La stessa Consob nel fornire chiarimenti applicativi a maggio 2020 sull'applicazione dell'istituto del voto maggiorato, in merito al tema specifico della possibile decorrenza del c.d. periodo continuativo di appartenenza per poter fruire del potenziamento dei *voting rights*, ha dichiarato che la *ratio* dell'istituto sia "principalmente da ravvisare nella volontà di incentivare la quotazione delle imprese italiane a forte caratterizzazione familiare, i cui azionisti di riferimento spesso temono che l'ingresso in borsa diluisca la propria partecipazione e comporti la perdita del controllo". Francamente meno convinta sembra invece la finale – e più stringata – menzione del fatto che, sempre secondo l'Autorità di vigilanza, l'istituto voglia "premiare il mantenimento di investimenti azionari a lungo termine, al fine di favorire la stabilità degli indirizzi gestionali"<sup>62</sup>.

Un consolidamento delle logiche di medio-lungo periodo generalmente non interessa alla maggioranza degli investitori<sup>63</sup>.

Certamente all'interno dello scenario italiano, soltanto in casi eccezionali, gli azionisti non di controllo (soprattutto se istituzionali) intendono condividere espressamente con il *management* la responsabilità gestionale. Essi preferiscono, anche strategicamente, mantenersi su posizioni diverse, meno coinvolgenti e riservarsi in tal modo – come suol dirsi – di "votare con i piedi".

<sup>60</sup> Al riguardo, cfr. ancora G.D. MOSCO, *op. cit.*, 31 ss. È stato in tal senso opportunamente rammentato che tra le diverse proposte normative che si erano formate prima della novella del 2014, sulla falsariga peraltro di quello che era accaduto in Francia con l'introduzione dell'art. L225-123 del *Code de commerce*, poi abrogato proprio nell'anno 2014, ben due di esse intendevano subordinare l'emissione di azioni a voto plurimo alla loro nominatività, per un verso, ed alla sola intestazione a cittadini italiani, per altro verso. Sulla esperienza francese cfr. anche L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, cit., 325, nota 18.

<sup>61</sup> Senza pretesa di completezza, S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, in *Discussion paper*, Consob, n. 3, 2012, 19; S.M. CARBONE, "Golden Share" e fondi sovrani. Lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale, in *Riv. Dir. Int.*, 2009, 503 e R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"*, in *Riv. dir. int.*, 2014, 319 ss.

<sup>62</sup> Ad avviso di L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, cit., 343, la maggioranza del voto, così come è strutturata nel nostro Paese, introduce voti a peso variabile, non sempre in grado di rendere gli assetti proprietari più stabili, diventando di volta in volta variabile il parametro rispetto al quale le azioni rilevano, in quanto lo stesso è rappresentato dalla totalità dei voti esercitabili, momento per momento, con complicazioni evidenti non soltanto sul versante della gestione assembleare, ma anche a proposito dell'individuazione di chi potrebbe assumere il controllo sulla società.

<sup>63</sup> La constatazione del dato di fatto indicato nel testo induce a dubitare della effettiva possibilità di disincentivare investimenti di breve termine mediante la costruzione in via ermeneutica di uno statuto organizzativo per l'investitore di medio-lungo termine: su questi argomenti, più diffusamente, cfr. U. TOMBARI, *op. cit.*, 303 ss.

D'altro canto, è assai significativo che proprio gli investitori istituzionali non vogliono accrescere il peso dei loro voti nelle assemblee di rinnovo delle cariche sociali sino al punto di condividere integralmente con chi detiene il controllo la nomina degli amministratori esecutivi. A tal riguardo è stata da alcuni ritenuta emblematica la pratica delle c.d. liste corte, proposta frequentemente da Assogestioni, che *ab origine* sminuiscono la possibilità per le minoranze di realizzare designazioni più consistenti all'interno dei *board of directors*. Ed ancora merita di essere considerata la più volte rimarcata rilevazione di un fenomeno, soltanto apparentemente contraddittorio. Ci si intende riferire, da una parte, alla frequente espressione di un voto contrario da parte degli investitori istituzionali in occasione delle deliberazioni comunque volte ad alterare il principio *one share-one vote*<sup>64</sup>, senza neppure tentare di "rilanciare", proponendo, ad esempio, di estendere il beneficio della maggiorazione alle prerogative offerte dall'ordinamento a minoranze qualificate, da calcolarsi tradizionalmente sulla sola base della *ownership* di capitale e, dall'altra parte, alla successiva mancata dismissione dei titoli da parte di quegli stessi investitori in tutti quei casi in cui una deliberazione favorevole era stata ottenuta con il voto decisivo di coloro che già si trovavano in posizione di controllo di fatto<sup>65</sup>.

Si può allora ipotizzare che probabilmente i primi soggetti poco interessati ad insistere per la creazione di un robusto reticolato di regole volto ad incentivare politiche gestionali di medio-lungo termine e ad offrire maggior stabilità all'azionariato, siano proprio gli investitori istituzionali. Forse perché un investimento di medio-lungo periodo è un investimento che in una visuale egoistica non ha dato subito i frutti sperati<sup>66</sup>, tant'è che nella prassi operativa dei finanziatori dotati di maggior forza negoziale (si pensi ai fondi di *private equity* e ai fondi sovrani, *in primis*) ci si preoccupa di pianificare, con pattuizioni stringenti, l'uscita dall'investimento a termini economici e cronologici favorevoli<sup>67</sup>.

5. *Il voto multiplo come meccanismo di stabilizzazione del controllo meno opaco di altri e come possibile misura di contenimento dei golden powers post-pandemia.* – La asettica presa in esame degli eventi pare, quindi, dimostrare che non solo le dichiarazioni programmatiche, ma anche i presidi del regolatore non ottengono l'effetto di eliminare in radice la strutturazione di meccanismi che servono a rendere più stabile il governo sulle attività imprenditoriali. Spesso anche per ragioni psicologiche<sup>68</sup> vengono

<sup>64</sup> Un simile approccio era stato subito previsto all'indomani della entrata in vigore della novella da parte di V. CALANDRA BUONAURA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 253.

<sup>65</sup> F. DENOZZA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 237, ha correttamente notato che da oltre un decennio la stessa Unione Europea ha cominciato a prendere come referente centrale l'intervento degli investitori "non in quanto soci di una certa società", ma in quanto "operatori di mercato".

<sup>66</sup> In proposito cfr. ancora F. DENOZZA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 237, ha osservato che la contrapposizione tra breve e lungo termine è uno degli strumenti tecnici più "inefficienti e stucchevoli" (...) "evidente essendo che non c'è nulla di intrinsecamente e aprioristicamente positivo nel lungo termine, come non c'è nulla di intrinsecamente negativo nel breve termine", è un compito del mercato – secondo il predetto autore – stabilire quale approccio sia in un determinato contesto il migliore. Per una visione contrapposta tesa, invece, a valorizzare soprattutto i diritti di voto degli azionisti attivi cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit., 252.

<sup>67</sup> Sul punto L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1560, il quale ha opportunamente osservato che il mercato è l'unico "socio che non richiede nemmeno a lunghissimo termine una garanzia di exit".

<sup>68</sup> Come è stato notato, il controllo talora rappresenta una ossessione: cfr. ancora L. GARAVOGLIA, *op.*

mantenute posizioni di principio che sempre meno raramente riescono ad essere superate con lo strumento, tranquillizzante, del voto multiplo a beneficio di coloro che già esercitano una influenza dominante in sede assembleare.

Un simile approccio può apparire in contrasto con gli scenari che dovrebbero essere assicurati in nome della “democrazia azionaria” e della protezione delle contendibilità, ogni qual volta una società cessa di essere *private* e, attraverso un procedimento di *going public*, si affaccia senza più intermediazioni sul mercato dei capitali di rischio.

Occorre, dunque, prendere atto della realtà e constatare che se si mantenesse un approccio eccessivamente rigido due sarebbero i possibili scenari. O si moltiplicherebbero i tentativi per cercare di aggirare gli eventuali sbarramenti di matrice normativa o regolamentare; oppure si perderebbero *tout court* significative opportunità di crescita. Al contempo, è fuori di dubbio che le azioni a voto multiplo – comunque vengano congegnate – rappresentano uno dei meccanismi di preservazione del controllo più trasparenti<sup>69</sup> e garantistici per le minoranze, se le si paragona alle azioni senza diritto di voto<sup>70</sup>. E la loro maggior trasparenza soprattutto rispetto alle costruzioni piramidali e ai frequentemente annessi patti di sindacato non pare – sempre alla prova dei fatti – aver reso asfittico, o del tutto inefficiente il mercato domestico del controllo societario.

Ci sono recenti operazioni di *take over*, pure non amichevoli, che hanno scavalcato lo sbarramento delle azioni a voto plurimo<sup>71</sup> e condotto in tempi relativamente brevi – a evidente riprova di una contendibilità effettivamente raggiungibile – ad un radicale cambio di *governance*.

Così come non possono essere sottovalutate alcune mosse di puro *marketing*, poste in essere da attenti esponenti aziendali di SPACs, da qualche anno ormai operanti anche in Italia per convincere gli azionisti e il *management* delle società *target* (solitamente *Household-name Companies*) a prevedere prima della conclusione dell'operazione di acquisizione, l'introduzione di strutture *dual class*, tramite la emissione di azioni a voto multiplo, fatte oggetto di una specifica categoria di titoli partecipativi<sup>72</sup>.

Per non parlare di prime ammissioni alle negoziazioni su mercati mobiliari nazionali di titoli azionari stranieri di società sostanzialmente italiane, guidate da famiglie imprenditoriali di risalente tradizione, che possono far leva sulla esistenza a monte di categorie di azioni (poi non immesse sul mercato mobiliare prescelto) dai diritti di voto ancora più potenziati di quanto non si possa fare secondo le disposizioni normative applicabili alle società nazionali.

È evidente che tali meccanismi comportano un significativo sconto sul valore di

---

*cit.*, 1560, il quale ha anche aggiunto che l'esigenza di mantenerlo può talora essere “dettata da ragioni (anche) non commendevoli”.

<sup>69</sup> In argomento cfr. F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 195 ss.

<sup>70</sup> Giustamente C. ANGELICI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, *cit.*, 217, ha rilevato che in questi contesti alle minoranze restano consentite sia la partecipazione all'assemblea, sia gli strumenti di tutela previsti dall'art. 2377 c.c.

<sup>71</sup> È il caso già menzionato di Guala Closures.

<sup>72</sup> Merita pertanto di essere condiviso l'invito effettuato subito dopo l'entrata in vigore delle nuove disposizioni in tema di voto multiplo da M. LIBERTINI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, *cit.*, 246, volto a riflettere in modo più articolato sugli strumenti di rafforzamento del controllo, soprattutto dopo che per anni era stata attribuita alla nozione della contendibilità “un valore quasi sacrale”.

scambio dei titoli effettivamente collocati sul mercato<sup>73</sup>, pur tuttavia – come si è prima d’ora detto – questo modo di operare (che ha fatto comunque sì che diverse società continuino a trasferire soprattutto in Olanda le loro sedi legali) ha rappresentato e rappresenta tutt’ora una soluzione mediana, in grado di offrire vantaggi non del tutto trascurabili.

Infatti: se, da una parte, si subisce in caso di diluizioni accompagnate da strumenti di rafforzamento del controllo, lo scotto di una più bassa valorizzazione dei titoli *listed*; dall’altra parte, l’ingresso sui mercati regolamentati o comunque l’accesso su strutture di negoziazione in grado di moltiplicare le transazioni e ottenere quotidianamente un corrispettivo di scambio, non domandano mai – come si è già osservato – una “garanzia di *exit*”<sup>74</sup>.

E che l’opportunità di sfruttare all’interno di scenari senz’altro trasparenti, il potenziamento del voto per favorire un sempre più alto numero di imprenditori, rappresenti una via per far crescere i mercati mobiliari domestici, pare francamente fuor di dubbio<sup>75</sup>.

I *voting rights* degli azionisti di controllo non solo in questo modo possono non perdere “peso”, nonostante l’alienazione di porzioni consistenti delle partecipazioni fino a quel momento possedute, ma addirittura possono far loro conseguire il dominio non solo *de facto*, sulle assemblee anche straordinarie.

Peraltro, non sarebbe saggio che nella fisiologica ricerca di una mediazione tra libertà di investimento e di scambio e la tutela della sicurezza e dell’ordine pubblico degli Stati, nella più allargata accezione *post* pandemia, vengano mantenuti stabilmente ombrelli protettivi a favore delle imprese italiane attraverso un ricorso ai presidi dei *golden powers* eccessivo e dunque sconveniente. È auspicabile che tali rimedi rimangano confinati alla fase (si spera decrescente) dell’emergenza sanitaria e che venga presto lasciato sempre più spazio ad altri strumenti endosocietari e “di mercato”, in grado di far emergere anche all’interno del nostro Paese, se del caso con tutto il supporto possibile sul versante della *intelligence* economico-strategica, aggregazioni concorrenziali, che – mettendo a fattor comune le capacità e le sensibilità spesso complementari non soltanto degli imprenditori privati e pubblici, ma anche dell’amministratore statale e dei *civil servant* – possano operare più proficuamente, giocando ruoli di primo piano pure nelle relazioni commerciali *cross-border*.

Infatti, converrebbe dubitare sempre più spesso dello slogan “piccolo è bello” e soprattutto bisognerebbe prendere apertamente atto della necessità di un cambio di marcia nella prospettiva del progressivo riassorbimento dei numerosi *shock* post-pandemia, al preciso fine di agevolare quelle scelte che potranno rafforzare all’interno dei confini nazionali e non solo, la competitività italiana in termini di competenze accresciute, di conoscenze acquisite, nonché di indotto e filiere salvaguardate.

---

<sup>73</sup> C.F. GIANPAOLINO, *op. cit.*, 781, ha al riguardo rimarcato che le azioni senza diritto di voto subiscono nel mercato azionario italiano uno sconto anormale rispetto a tutte le altre situazioni occidentali e ha manifestato il timore che tale effetto possa colpire tutte le altre azioni in caso di potenziamenti dei diritti di voto per alcune azioni soltanto. È infatti evidente che il voto multiplo rappresenta l’esatto opposto della esenzione del diritto di voto.

<sup>74</sup> Cfr. ancora L. GARAVOGLIA, *op. cit.*, 1560.

<sup>75</sup> Come ha tempestivamente notato P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, cit., 225, “il mercato saprà valutare se premiare o penalizzare il gruppo di controllo”.

D'altro canto, se proprio nei confronti dell'Europa possiamo ritenerci debitori della *chance* di uscire dall'imponente contagio da Coronavirus e ancor più della possibilità di dare avvio ad una robusta ripresa economica, ai valori fondanti dell'Unione Europea della crescita dell'economia sociale di mercato e della libertà di impresa e di investimento dovrebbero ispirarsi le condotte imprenditoriali del futuro.

E lungo questa lunghezza di onda, ogni trasparente utilizzo di meccanismi del potenziamento del voto sembra offrire – anche sotto il profilo della possibile tutela di minoranze non di comando<sup>76</sup> – maggiori garanzie rispetto ad una esasperazione delle nuove regole in materia di *golden powers*, comunque influenzate da forti profili di discrezionalità.

In quest'ottica, per concludere, una disposizione *de iure condendo* che dia rilievo ai *voting rights*, pure per poter esercitare i diritti di *voice* e di *monitoring* riservati alle minoranze, potrebbe essere d'aiuto<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup>Cfr. ancora V. CARELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, cit., 164 ss. e nello stesso senso U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 590.

<sup>77</sup>Non sembra francamente opportuno prospettare la possibilità di emettere azioni a voto plurimo da parte delle società quotate fuori dalle ipotesi attualmente contemplate. Come si è visto, una simile categoria di azioni pare attualmente giovare ai soli soci di riferimento *ante* ammissione.



# ASSEMBLEA TRA COVID 19 E *BLOCKCHAIN*\*

di Anna Rosa Adiutori e Luca Tubaro

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Assemblea in via digitale al tempo del COVID-19. – 3. La partecipazione all’assemblea mediante mezzi di telecomunicazione. – 4. Prime conclusioni sull’assemblea in modalità telematica. – 5. Assemblea società quotate e blockchain. – 6. Blockchain e S.r.l. in Italia. – 7. Funzionamento del meccanismo di voto. – 8. Conclusioni.

1. *Introduzione.* – Il tema della partecipazione “a distanza” alla vita societaria è ormai da tempo radicato nel *corpus* giuridico nazionale<sup>1</sup>, per quanto concerne le adunanze sia delle assemblee dei soci (art. 2370 comma 4 c.c.) sia degli organi di amministrazione e controllo, secondo quanto previsto rispettivamente dagli artt. 2388 comma 1 e 2404 comma 1 c.c.

Il legislatore, inoltre, consente di esprimere il voto assembleare in via telematica, oltre che per corrispondenza (art. 2370 comma 4 c.c.).

A questi fini, la diffusione di internet ha aperto una nuova strada alla partecipazione alla vita della società e alla sua amministrazione e controllo e, negli ultimi tempi, l’avvento della tecnologia *blockchain* consente di prospettare interessanti sviluppi circa i suoi possibili campi applicativi in ambito societario<sup>2</sup>.

L’argomento risulta, invero, di grande attualità anche dopo la lunga “stagione” e forse proprio a causa dell’emergenza sanitaria e, con essa, delle misure apprestate per il contenimento del COVID-19, che hanno riguardato, fra l’altro, le assemblee delle società di capitali.

I suddetti eventi di carattere sanitario hanno posto un’ulteriore accelerazione a tale fenomeno, rendendo ancor più stringente la necessità di trovare nuovi sistemi per garantire ai soci la possibilità di partecipare in modo telematico alla vita societaria e, in questo senso, la *blockchain* potrebbe rappresentare in futuro una nuova strada nell’ordinamento nazionale.

---

\* Lo scritto è frutto di riflessioni comuni che si riflettono, in particolare, nell’impostazione del paragrafo iniziale e nelle conclusioni; i § 3 e 4 sono stati redatti da Anna Rosa Adiutori; i § 2 e da 5 a 7 sono stati redatti da Luca Tubaro.

<sup>1</sup> Come è noto, le previsioni in discorso sono state introdotte con la riforma societaria del 2003. Invero, prima della detta riforma, in assenza di specifiche previsioni normative sul punto, il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, con Massima I del 16 gennaio 2001 (consultabile nel sito [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)), riconosceva la legittimità della partecipazione assembleare tramite mezzi di telecomunicazione, sulla base di specifiche clausole statutarie.

<sup>2</sup> A. LAFARRE, C. VAN DER ELST, *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*, European Corporate Governance Institute (ECGI), in *Law Working Paper*, 2018, n. 390; Tilburg Law School Research Paper, 2018, n. 7.

2. *Assemblea in via digitale al tempo del COVID-19.* – Come è noto, a fronte dell'emergenza sanitaria da COVID-19, sono state introdotte alcune previsioni speciali e transitorie per ciò che riguarda lo svolgimento dell'assemblea<sup>3</sup>, con riferimento alle società quotate e non quotate. Tali norme, pur comprimendo, almeno in parte, i diritti dei soci, per tutelare il bene primario della salute collettiva, hanno consentito lo svolgimento delle riunioni anche senza la presenza fisica degli aventi diritto. Particolarmente rilevante, in questo contesto, è stato l'art. 106 d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. "Cura Italia"), rimasto sostanzialmente immutato in seguito alla conversione, avvenuta con l. 24 aprile 2020, n. 27<sup>4</sup>.

Si è trattato, invero, di una disciplina – per così dire – emergenziale, scaturita dalla circostanza per la quale le misure di sicurezza imposte dal diffondersi dell'epidemia da COVID-19 avrebbero costituito un ostacolo quasi insormontabile allo svolgimento, in presenza, delle adunanze dell'assemblea e degli altri organi societari, alla luce sia del divieto di assembramento in luoghi pubblici e privati<sup>5</sup> sia dei lunghi periodi, più o meno stringenti, di *lockdown*.

La normativa cui si è fatto riferimento ha riguardato le assemblee sia ordinarie sia straordinarie, tenute entro il 31 luglio 2022<sup>6</sup>, senza alcuna distinzione circa la possibilità di utilizzare il mezzo telematico nel caso sia delle società per azioni sia delle altre società di capitali.

Secondo quanto disposto nell'art. 106 d.l. 108/2020, al fine del corretto svolgimento dell'assemblea dei soci la possibilità di utilizzare il mezzo tecnologico richiedeva di

---

<sup>3</sup> Cfr. A. BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-videoconferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 2020, 406-407 il quale ritiene che le previsioni contenute nell'art. 106 d.l. 17 marzo 2020, n. 18 siano suscettibili di applicazione estensiva anche alle riunioni del Consiglio di Amministrazione, nonostante il silenzio della norma sul punto, in quanto le ragioni di protezione e di salvaguardia sottese alla previsione sembrano rinvenirsi anche in tali circostanze.

Potrebbe, dunque, condividendosi questa opinione, applicare la medesima disciplina anche alle riunioni dell'organo di controllo.

In senso conforme si vedano le osservazioni già formulate da Assonime nella nota del 18 marzo 2020, predisposta per l'applicazione dell'art. 106 d.l. n. 18/2020, consultabile sul sito [www.assonime.it](http://www.assonime.it).

<sup>4</sup> Invero, in sede di conversione, è stato introdotto, nell'art. 106, l'ultimo comma (8-bis) che ha esteso l'applicazione di tale norma anche alle associazioni e alle fondazioni.

<sup>5</sup> Si consideri che già l'art. 1 comma 1 lett. c) del DPCM 23 febbraio 2020 aveva fissato, per alcuni comuni della Lombardia e del Veneto, il divieto di assembramento.

<sup>6</sup> Con l'art. 3 comma 1 d.l. 30 dicembre 2021, n. 228, convertito con modificazioni dalla l. 25 febbraio 2022, n. 15 è stato fissato il termine di svolgimento delle assemblee di cui al comma 7 dell'art. 106 d.l. 2020 n. 18, al 31 luglio 2022. Tale termine, invero, ha subito numerose proroghe: la prima, dal 31 luglio 2020 al 31 dicembre 2020, è stata disposta con il d.l. 30 luglio 2020, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 25 settembre 2020, n. 124, come modificato dal d.l. 7 ottobre 2020, n. 125 (art. 1 comma 3). Successivamente, con l'art. 3 comma 6 d.l. 31 dicembre 2020, n. 183 (c.d. decreto Milleproroghe), la previsione dell'art. 106 comma 7 d.l. 2020 n. 18 è stata ulteriormente modificata, statuendo che detta norma trovi applicazione "entro la data di cessazione dello stato di emergenza epidemiologica da COVID-19 e comunque non oltre il 31 marzo 2021". La legge di conversione 26 febbraio 2021, n. 21 (in G.U. 1 marzo 2021, n. 51) ha posticipato, dal 31 marzo 31 luglio 2021, il termine entro il quale si potevano "tenere" le assemblee ai sensi dell'art. 106 d.l. 2020 n. 18. Inoltre, la l. 2021 n. 21 ha fatto espresso riferimento alla data in cui l'assemblea è "tenuta", ponendo, così, fine alla discussione se la legislazione di emergenza trovasse applicazione in relazione alla data di convocazione o a quella di svolgimento dell'assemblea.

Con il d.l. 23 luglio 2021, n. 105 (art. 6 comma 1), convertito con modificazioni dalla l. 16 settembre 2021, n. 126, è stato, poi, fissato il termine di svolgimento delle assemblee di cui al comma 7 dell'art. 106 d.l. 2020 n. 18 al 31 dicembre 2021, termine ulteriormente prorogato al 31 luglio 2022.

esplicitare, in sede di convocazione dell'assemblea, il ricorso a detta modalità digitale, così consentendosi di superare – anche se in via transitoria – la previsione dell'art. 2370 comma 4 c.c., laddove dispone che solo una previsione dello statuto della società possa consentire l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica.

La norma in discorso ha consentito, dunque, alle società di accettare sia l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza sia l'intervento dei soci in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione purché fosse sempre garantita l'identificabilità del socio, favorendo così la partecipazione da remoto, anche quando lo statuto non conteneva clausole in tal senso, ovvero nei casi in cui lo statuto espressamente le escludeva. Con specifico riguardo, poi, alle decisioni da assumersi da parte dei soci delle società a responsabilità limitata, è stato consentito, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2479 comma 4 c.c. e alle diverse disposizioni statutarie, che l'espressione del voto avvenisse mediante consultazione scritta o per consenso espresso per iscritto.

L'art. 106 comma 2 seconda frase ha disposto, poi, che le società potevano, altresì, prevedere che la partecipazione avvenga solo tramite mezzi di telecomunicazione, senza necessità che il presidente e il segretario o il notaio si trovassero nello stesso luogo.

In ordine, invece, alle società quotate, alle società ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione (AIM) e alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, la norma ha previsto (art. 106 commi 4 e 5), oltre a rendere applicabile quanto sopra illustrato<sup>7</sup>, la possibilità di designare un rappresentante, secondo quanto disposto dall'art. 135-*undecies* d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, “anche ove lo statuto disponga diversamente” e che l'intervento in assemblea potesse avvenire, se così disposto nell'avviso di convocazione, esclusivamente mediante il rappresentante designato *ex art.* 135-*undecies* d.lgs. 1998, n. 58, con facoltà di attribuire al medesimo anche le deleghe o subdeleghe c.d. ordinarie di cui all'art. 135-*novies* d.lgs. 1998, n. 58<sup>8</sup>.

La disciplina descritta, nota – come detto – per aver affrontato l'emergenza generatasi tra febbraio e marzo 2020 in relazione alla pandemia da COVID-19, con un regime transitorio durato, però, fino al 31 luglio 2022, ha consentito di risolvere alcuni problemi che avrebbero impedito lo svolgimento della vita delle società ma, contemporaneamente, ha posto numerose questioni interpretative, sulla quali la dottrina si è prontamente concentrata<sup>9</sup>. Al di là, tuttavia, dell'interesse di individuare soluzioni applica-

---

<sup>7</sup>Espressamente in questo senso A. BUSANI, *op. cit.*, 394, specie nota n. 9, ove anche ampi richiami bibliografici.

<sup>8</sup>Sulla disciplina emergenziale riferita alle società quotate, si veda ASSONIME, *Q&A sulle assemblee “a porte chiuse”*, in *Riv. soc.*, 2020, 761 ss.

<sup>9</sup>Sul punto si vedano, tra gli altri: A. BUSANI, *op. cit.*, 393 ss.; A. COLETTA, *L'assemblea dei soci: dall'intervento mediante mezzi di telecomunicazione alla riunione virtuale ai tempi del Covid-19*, in *Riv. Corte dei Conti*, 2020, 33 ss.; ASSONIME, *Q&A sulle assemblee*, cit., 758 ss.; C. MARCHETTI, M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 428 ss.; L. SCHIUMA, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza COVID19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 419 ss.

Sul tema sono state anche emesse dal CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO le seguenti Massime, tutte consultabili nel sito [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it): CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 187, Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione (art. 2366, comma 4, 2370, comma 4, 2388, comma 1, 2404, comma 1 e 2479-bis, c.c.; art. 106, comma 2, d.l. 18/2020)*; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 188, Intervento in assemblea esclusivamente mediante il rappresentante designato e utilizzo di mezzi di telecomunicazione (art. 106, commi 2 e 4, d.l. 18/2020)*.

tive a fronte dei problemi emersi nell'immediato, la disciplina emergenziale costituisce lo spunto per verificare e approfondire, in termini di ricostruzione generale, l'utilizzo di strumenti telematici nel nostro ordinamento in un'ottica di normale svolgimento della vita sociale.

3. *La partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione.* – Nell'ambito della disciplina di cui all'art. 106 d.l. 2020 n. 18, l'attenzione si concentrerà sulla partecipazione alle adunanze dell'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione (comma 2), non considerando né l'aspetto del voto elettronico o per corrispondenza, data la minore rilevanza che essi rivestono<sup>10</sup> né la disciplina specifica dettata per le società quotate in tema di rappresentanza (art. 106 commi 4 e 5).

Come in precedenza accennato<sup>11</sup>, l'art. 106 ha previsto espressamente che a) la norma si applicasse alle assemblee, sia ordinarie sia straordinarie, delle società per azioni, a prescindere dalla circostanza che siano quotate o meno, delle società in accomandita per azioni, delle società a responsabilità limitata, delle società cooperative e delle mutue assicuratrici; b) mediante semplice indicazione nell'avviso di convocazione, le dette società hanno potuto prevedere l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, anche in assenza di previsioni statutarie o, al contrario, in presenza di un espresso divieto contenuto eventualmente nello statuto o in presenza di una diversa disciplina statutaria; c) mediante semplice previsione nell'avviso di convocazione, lo svolgimento dell'assemblea ha potuto realizzarsi esclusivamente con mezzi di telecomunicazione<sup>12</sup> senza, in ogni caso, la necessità che si trovassero nel medesimo luogo, ove previsti<sup>13</sup>, il presidente, il segretario o il notaio.

Coordinando queste disposizioni<sup>14</sup> emerge come sia consentita, da un lato, l'assenza tanto di un luogo fisico di convocazione quanto di un luogo fisico di svolgimento

<sup>10</sup> Il giudizio si legge in C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 431. Per osservazioni sulla questione del voto in via elettronica e per corrispondenza, comunque, cfr. A. BUSANI, *op. cit.*, 396 ss.

<sup>11</sup> Sul punto si rinvia *supra* al precedente paragrafo n. 2.

<sup>12</sup> La norma in discorso (art. 106 comma 2, 2° frase), peraltro, richiedeva che, in caso di utilizzo esclusivo dei mezzi di telecomunicazione, detti mezzi garantissero l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, ai sensi degli artt. 2370 comma 4, 2479-bis comma 4 e 2538 comma 6 c.c.

<sup>13</sup> Osserva L. SCHIUMA, *op. cit.*, 427 che l'espressione "ove previsti" dovrebbe essere letta "il presidente e il segretario o, ove previsto, il notaio .....".

<sup>14</sup> Invero, nella disciplina non emergenziale, al di là dell'ipotesi di svolgimento completamente telematico dell'assemblea (c.d. assemblea virtuale) con riguardo al caso di assemblea totalitaria telematica, per la quale non sembra rinvenirsi alcun ostacolo, la dottrina ha assunto posizioni discordi, negando o – al contrario – ammettendo un'assemblea solo virtuale, almeno in un'ottica di lettura evolutiva delle norme relative. Sul punto mi permetto di rinviare alla ricostruzione operata da ASSONIME, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2022, 232 ss.

Si veda anche G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 194-195, la quale sembra condividere l'opinione per la quale, in assenza di norme specifiche – quale l'art. 2370 comma 4 c.c. – nelle società a responsabilità limitata, la formula dell'art. 2479 comma 5 c.c. sembra legittimare lo svolgimento dell'assemblea totalmente in modalità virtuale, anche nell'attuale contesto normativo non emergenziale.

Per ulteriori approfondimenti sul punto si rinvia, con varietà di opinioni, tra gli altri, a: L. SCHIUMA, *op. cit.*, 422 ss.; C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 436-437; D. STANZIONE, *L'assemblea virtuale nelle società di capitali: tra norme emergenziali, disciplina codicistica e margini dell'autonomia privata*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, n. 2, 997 ss.

dell'assemblea e, dall'altro, la non necessaria compresenza nello stesso luogo del presidente e del segretario.

Più precisamente, nell'ipotesi prospettata sub b), un luogo fisico di convocazione e di svolgimento dell'assemblea sussiste mentre, nella fattispecie delineata nel precedente punto c), non esiste un luogo fisico dell'assemblea e, dunque, l'assemblea è priva del luogo sia di convocazione sia di svolgimento della riunione.

Alla luce della detta precisazione, si possono considerare alcuni aspetti rilevanti in tema di funzionamento dell'assemblea, ossia la presenza del presidente e del segretario o notaio, la verbalizzazione e la legittimazione all'esercizio dei diritti da parte dei soci.

Considerando il primo aspetto e riconosciuta la non necessità della compresenza del presidente e del segretario o del notaio nel medesimo luogo, non solo nel caso di assemblea tenutasi completamente con mezzi di telecomunicazione, ma anche nel caso di assemblea svolta con modalità, per così dire, mista<sup>15</sup> occorre verificare se sia necessaria la presenza dell'uno o dell'altro in un dato luogo.

Se un luogo di convocazione sussista si può condividere l'opinione per la quale solo il segretario o il notaio devono essere presenti nel detto luogo<sup>16</sup>, mentre quando un luogo di convocazione non sia previsto, quale coerente conseguenza, anche il segretario o il notaio saranno presenti solo mediante mezzi di telecomunicazione e daranno atto nel verbale di quanto percepiranno tramite detti mezzi.

Nel primo caso, invece, nel luogo fisico di convocazione dovrà essere presente il segretario o il notaio perché sarà necessario predisporre il verbale che conterrà la descrizione dei fatti avvenuti innanzitutto – anche se non solo – in detto luogo: se il segretario o il notaio non fossero presenti, infatti, come si potrebbe dare atto di tali eventi? La non necessaria presenza del presidente, invece, si può giustificare perché il compito del presidente di accertare la presenza e il voto dei legittimati può dallo stesso essere delegato ad altri soggetti, compreso il segretario o il notaio<sup>17</sup>.

In ordine al verbale dell'assemblea, non sembrano evidenziarsi particolari problemi, come coerente conseguenza di quanto considerato in ordine alla presenza, contemporanea o meno, del presidente e del segretario o notaio. A tal fine, infatti, acquista rilievo l'art. 2375 c.c. perché, se è vero che detta norma dispone che il verbale deve essere sottoscritto dal presidente e dal segretario o dal notaio, avendo dunque, riguardo al verbale, per così dire, contestuale, è vero anche che l'ultimo comma di tale previsione consente che il verbale possa essere redatto successivamente “senza ritardo, nei tempi necessari per la tempestiva esecuzione degli obblighi di deposito o di pubblicazione”. Tale norma risulta, invero, particolarmente rilevante ai fini della affermazione sia della

---

<sup>15</sup> In senso conforme, C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 439 ss. i quali fanno risalire, temporalmente, l'affermazione della necessaria compresenza di presidente e segretario o notaio a clausole statutarie elaborate, prima della riforma societaria, sulla base della Massima del Consiglio Notarile di Milano del 2001 (vedi i riferimenti nella precedente nota n. 1). Tali clausole statutarie, osservano gli Autori, nell'attuale quadro normativo, non fanno altro “che prevedere, *l'id quod plerumque accidit* sulla base di un dato di comune esperienza .....”, a maggior ragione considerando che l'esigenza sottesa alla compresenza – ossia l'immediata predisposizione e sottoscrizione del verbale – si è molto affievolita con la previsione del vigente art. 2375 comma 3 c.c. Ma sul punto si rinvia *infra*.

<sup>16</sup> In senso conforme si veda la Massima n. 187 dell'11 marzo 2020 del Consiglio Notarile di Milano, cit.

<sup>17</sup> Cfr., nello stesso senso, C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 443.

non necessaria compresenza del presidente e del segretario o notaio<sup>18</sup> sia anche delle possibilità che il verbale venga redatto e sottoscritto dopo lo svolgimento dell'assemblea e anche separatamente dal presidente e dal segretario. Per quanto riguarda, poi, la fattispecie nella quale le funzioni di segretario sono svolte dal notaio, la dottrina assolutamente prevalente ritiene addirittura sufficiente la sottoscrizione soltanto da parte di detto soggetto<sup>19</sup>.

Pertanto, nel caso di assemblea svolta mediante mezzi di telecomunicazione, comunque essa sia tenuta, nessun problema si verificherà, a me sembra, in ordine al verbale, sia se redatto dal notaio – ove richiesto – e, in tal caso, addirittura sottoscritto solo dallo stesso, sia se redatto successivamente alla riunione e sottoscritto dal presidente e dal segretario, anche separatamente tra loro.

Per quanto riguarda, infine, la terza questione sopra individuata, ossia quella della legittimazione all'intervento e al voto in assemblea, in mancanza della presenza fisica del socio, appare necessario considerare separatamente la legittimazione del socio a seconda che essa sia cartolare o meno.

Nel primo caso, ossia quello della legittimazione cartolare, per definizione caratterizzata dalla esistenza di titoli azionari – e, dunque, relativa alle società per azioni, in accomandita per azioni e società cooperative per azioni – lo svolgimento dell'assemblea con mezzi di telecomunicazione non esonera<sup>20</sup> dalla dimostrazione da parte del socio del possesso del titolo azionario, ossia dalla presentazione dello stesso, circostanza questa resa, però, più complessa dalla modalità di svolgimento non in presenza dell'assemblea.

Si potrebbe ipotizzare, ad esempio, se è stato predisposto un video collegamento, che tramite lo stesso il presidente possa accertare la legittimazione del socio mediante l'esibizione in video del titolo azionario, oltre che del documento di identità.

Nel caso in cui, invece, la legittimazione non sia cartolare – o perché si tratta di società a responsabilità limitata o perché, per scelta di autonomia privata, lo statuto della società per azioni o in accomandita per azioni preveda la non emissione di certificati azionari *ex art.* 2346 comma 1 c.c. o perché le azioni sono soggette al regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. d.lgs. 1998 n. 58 – allora non si verificherà nessun particolare problema anche in caso di assemblea in modalità telematica. La legittimazione, infatti, nella detta fattispecie si basa su indici formali – diversi a seconda delle fattispecie delineate<sup>21</sup> – che presentano, tuttavia, in comune la verificabilità autonoma da parte della società e di chi presiede l'assemblea, senza la collaborazione del

---

<sup>18</sup> Sul punto si rinvia *supra* alle osservazioni contenute nel presente paragrafo.

<sup>19</sup> Cfr. A. BUSANI, *op. cit.*, 402; L. SCHIUMA, *op. cit.*, 426, specie nota n. 14; C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 441-442, specie nota n. 23.

<sup>20</sup> In senso conforme C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 447-448.

<sup>21</sup> Come è noto, nella società a responsabilità limitata, sulla base della previsione di cui all'art. 2470 comma 1 c.c., la legittimazione del socio si fonda sull'iscrizione nel registro delle imprese. Nelle società per azioni, nelle quali lo statuto non preveda l'emissione di titoli azionari, la legittimazione del socio dipende esclusivamente dall'iscrizione nel libro dei soci, come si evince dalla previsione di cui all'art. 2355 comma 1 c.c. mentre nelle società per azioni, le cui azioni sono soggette al regime di dematerializzazione, la legittimazione, ai sensi dell'art. 83-*sexies* comma 1 d.lgs. 1998 n. 58, "è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto".

socio e, dunque, realizzabile anche in caso di intervento non in presenza fisica all'adunanza assembleare<sup>22</sup>.

4. *Prime conclusioni sull'assemblea in modalità telematica.* – Volendo trarre alcune conclusioni sul tema dell'assemblea ai tempi del COVID-19, a me sembra che due siano le considerazioni principali che si possono formulare alla luce del breve approfondimento condotto nel precedente paragrafo.

In primo luogo, la normativa di cui al d.l. 2020 n. 18 ha risentito del necessario carattere emergenziale, nel senso che è stata emanata per affrontare un problema, specifico e imprevedibile, causato dalla pandemia “abbattutasi” anche sul mondo delle società di capitali alla vigilia della stagione assembleare 2020. La scelta operata dal legislatore, nel comma 2 dell'art. 106 del detto decreto legge, ha consentito di adottare soluzioni efficienti, caratterizzate dall'utilizzo di strumenti semplici di partecipazione a distanza nelle assemblee, non nuovi o eccezionali rispetto a quelli già noti all'ordinamento nazionale, ma, al contrario, già conosciuti dal diritto comune (si consideri l'art. 2370 comma 4 c.c.)<sup>23</sup>, la cui applicazione sarebbe stata subordinata, però, alla presenza di una clausola statutaria espressa, circostanza questa che la legge emergenziale ha consentito di superare.

In altri termini, il principale merito del d.l. 2020 n. 18 mi sembra possa essere ricercato nella possibilità, riconosciuta da detta normativa, di svolgere assemblee in modalità telematica, anche in assenza di una specifica clausola statutaria, sulla base solo della scelta operata nell'avviso di convocazione.

Così operando, si è spostato il baricentro delle scelte sulle modalità di svolgimento delle assemblee dall'autonomia statutaria alle decisioni dell'organo amministrativo in sede di convocazione, soluzione questa senz'altro condivisibile nell'ottica emergenziale e auspicabile in quella del normale svolgimento della vita societaria, per la quale, invero, alla luce anche degli sviluppi tecnologici incessanti, in una prospettiva almeno *de jure condendo*, dovrebbe essere senz'altro consentito<sup>24</sup>.

Quello che si vuole sottolineare è che, se nell'ottica degli anni 2000, cui appartiene la riforma societaria, appariva senz'altro corretto affidare all'autonomia statutaria e, dunque, alla volontà dei soci la scelta di consentire lo svolgimento delle sedute assem-

---

<sup>22</sup> Si vedano, ancora, C. MARCHETTI, M. NOTARI, *op. cit.*, 445 ss.

<sup>23</sup> Nello stesso senso L. SCHIUMA, *op. cit.*, 421-422.

<sup>24</sup> Invero, non può non evidenziarsi come il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, con la *Massima n. 200, Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione (artt. 2363, comma 1; 2366, comma 1; 2370, comma 4 e 2479-bis c.c.)*, consultabile sul sito [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) ed emanata in data 23 novembre 2021, abbia ritenuto ragionevole che, in presenza di una clausola statutaria che, anche genericamente, consenta lo svolgimento dell'assemblea in modalità telematica, in sede di convocazione possa essere legittimamente indicato, nel relativo avviso, che l'assemblea si tenga esclusivamente con mezzi telematici, omettendo l'indicazione del luogo fisico di convocazione ed evidenziando le modalità di collegamento.

Nella stessa massima, il Consiglio Notarile di Milano ritiene che tale conclusione possa trovare applicazione anche con riguardo alle riunioni degli altri organi sociali, con particolare riguardo al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale.

Si veda, per un breve riferimento, nell'attuale contesto normativo, alla situazione della società a responsabilità limitata, *supra* nota n. 14.

bleari in modalità telematica, alla luce degli attuali sviluppi tecnologici, sembrerebbe preferibile ritenere che l'assemblea possa svolgersi in modalità telematica sulla base dell'indicazione contenuta nell'avviso di convocazione, che assolverebbe semplicemente la funzione di informare i soggetti legittimati ad intervenire della possibilità di usare i mezzi telematici predisposti dalla società.

Il progresso tecnologico, infatti, ha reso poco complesso e ampiamente disponibile l'accesso alla video conferenza e, in generale, agli strumenti telematici, attuabile anche con mezzi non particolarmente sofisticati, a differenza della situazione di soli pochi anni fa nella quale era palese come la videoconferenza richiedesse strumenti assai complessi e, di fatto, utilizzabili e utilizzati solo presso grandi imprese strutturate<sup>25</sup>.

È chiaro che un'assemblea telematica pone l'onere, in capo ai soggetti legittimati a intervenire, di dotarsi e di utilizzare i mezzi di telecomunicazione individuati dalla società, ma – a ben considerare – in tal modo si sostituisce semplicemente l'onere che, nella disciplina dell'assemblea in presenza fisica, gravava su ciascuno di recarsi fisicamente, in proprio o per delega – ove possibile e/o consentita – nel luogo di convocazione.

In secondo luogo, il d.l. 2020 n. 18, avendo previsto l'utilizzo del mezzo telematico in una situazione emergenziale, ha mostrato come l'ordinamento contenga già gli strumenti necessari per la sua applicazione nelle adunanze assembleari, anche con riguardo all'ipotesi di assemblea totalmente dematerializzata<sup>26</sup>, in quanto ai possibili ostacoli, in tema di presenza di presidente e segretario o notaio, di verbalizzazione e di legittimazione all'esercizio dei diritti da parte dei soci, si offrono soluzioni piuttosto semplici e compatibili con il *corpus* normativo vigente.

L'esperienza della disciplina comune e quella della normativa emergenziale si muovono su un piano, però, ancora – e direi ormai – tradizionale: l'uso di mezzi telematici per lo svolgimento delle assemblee, già previsto nel Codice civile dopo la riforma societaria ha subito, infatti, un'accelerazione tanto rilevante quanto inaspettata nei mesi della pandemia. Il passo ulteriore, tuttavia, che potrebbe rivelarsi particolarmente importante è l'applicazione della tecnologia *blockchain* nelle assemblee, anche se al momento ipotizzabile solo per quelle delle società quotate, dato l'ancora elevato grado di complessità che tale tecnologia continua a presentare. A questo ulteriore approfondimento sono dedicati i paragrafi che seguono.

**5. Assemblea società quotate e blockchain.** – Le tecnologie basate sui registri distribuiti hanno intrinsecamente alcune caratteristiche di chiaro interesse per il mondo societario. Il meccanismo di funzionamento e le proprietà di immutabilità e verificabilità temporale rappresentano strumenti che permettono alcune interessanti applicazioni, tra cui quella del voto in assemblea nelle società quotate<sup>27</sup>.

Come è noto, da quando non è più “praticabile” nelle dette società quotate la circolazione fisica dei titoli azionari, il sistema è basato su una serie di intermediari il cui

<sup>25</sup> Si pensi che la NASA ha utilizzato la videoconferenza durante il primo volo spaziale con equipaggio nel 1961. Sessanta anni dopo – ed è esperienza comune – la videoconferenza fa parte ormai della vita quotidiana non solo in campo aziendale, ma anche, a titolo esemplificativo, in campo didattico e medico.

<sup>26</sup> Sul punto si rinvia ai brevi cenni contenuti nella precedente nota n. 14.

<sup>27</sup> G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del diritto di voto*, Milano, 2017, *passim* e, in particolare, 5-55 e 108 ss.



coinvolgimento comporta, come di sovente accade, inefficienze a livello di costi, di facilità ed immediatezza della trasmissione e di riconoscibilità degli azionisti.

Attualmente il meccanismo è basato sull'esistenza di diversi depositari centrali, i *central securities depository*<sup>28</sup>, che detengono i titoli per gli investitori. Gli investitori solitamente non hanno rapporti diretti con questi CSD ma agiscono, a loro volta, attraverso intermediari di natura bancaria o broker. Questa architettura, di per sé complessa, contiene un ulteriore livello di complessità legato alla non uniformità del sistema normativo internazionale. In Europa si è assistito ad un processo di armonizzazione del funzionamento dei CSD, mediante il Regolamento UE 23 luglio 2014, n.909, mentre, ad esempio, in Inghilterra è ancora utilizzato il “*trust model*” e, negli Stati Uniti, il “*security entitlement model*”, in cui l'investitore non ha un rapporto diretto con l'emittente, ma recupera la sua posizione di diritto con un *security entitlement* verso l'intermediario, consentendo così all'investitore l'esercizio dei diritti collegati alle azioni<sup>29</sup>. Da questa breve analisi dei sistemi attualmente in uso, risulta evidente la difficoltà attuale di garantire livelli uguali di trasparenza. Ulteriore complessità nell'attuale sistema di rappresentanza e voto in assemblea di società quotate si rinviene negli effetti derivanti dall'utilizzo di pratiche di *remote voting*, in cui il voto espresso in via telematica può divenire noto ben prima dell'assemblea stessa ad alcuni intermediari e, talvolta, all'emittente stesso, generando una significativa asimmetria informativa tra i vari livelli di investitori<sup>30</sup>. In questo quadro, appare sempre meno centrale, nella vita societaria, l'assemblea degli azionisti nella quale, di sovente, le decisioni risultano già prese, mediante un meccanismo di voto incerto e difficilmente controllabile, il cui conteggio stesso appare complesso e non privo di errori anche significativi<sup>31</sup>.

Nello scenario descritto la tecnologia *blockchain* sembra poter risolvere alcune delle problematiche connesse all'attuale sistema di voto assembleare, anche alla luce delle previsioni contenute nella direttiva comunitaria *SRD II* del 17 maggio 2017, n. 828 (*Shareholders Rights Directive II*)<sup>32</sup>, in cui si supera quanto già previsto dalla c.d. *SRD I* (*Shareholders Rights Directive* 11 luglio 2007, n. 36) in merito alla possibilità del voto per via telematica e la partecipazione alle assemblee con mezzi elettronici, incrementando il livello di trasparenza richiesta in merito alle operazioni di voto, all'identificazione degli azionisti e all'agevolazione del sistema di voto, aspetti tutti ampiamente migliorabili mediante l'applicazione della tecnologia *blockchain*.

La tecnologia DLT al servizio del voto nelle società quotate, invero, è già una realtà alquanto consolidata da qualche anno all'estero e dal 2020 anche in Italia<sup>33</sup>. Volendo ripercorrere alcune delle prime e più significative operazioni in tal senso, si ritiene op-

<sup>28</sup> In linea generale, i CSD o central securities depository sono un'istituzione finanziaria che, dietro pagamento di una commissione, effettua tutte le operazioni collegate al deposito e alla gestione accentrata di strumenti finanziari.

<sup>29</sup> P. MATERA, *Note in tema di blockchain e assemblee delle società quotate nell'età della disintermediazione*, in AA.VV. (a cura di R. PESSI, P. MATERA, G. SIGILLÒ MASSARA), *Diritto, lavoro, nuove tecnologie e blockchain*, Roma, 2020, 43 ss.

<sup>30</sup> In questo senso cfr. P. MATERA, *op. cit.*, 45-46.

<sup>31</sup> M. KAHAN, E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in *Georgetown L.J.*, 2008, vol. 96, 1277-1281.

<sup>32</sup> Detta direttiva, come è noto, ha trovato attuazione in Italia con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49.

<sup>33</sup> Sul punto si veda il successivo paragrafo n. 6.

portuno citare la Broadridge Financial Solutions, JPMorgan, Northern Trust e il Banco Santander che, nel corso del 2017, hanno portato a termine, con successo, un progetto pilota sviluppato per migliorare la trasparenza nel processo di voto per delega durante un'assemblea annuale tramite l'applicazione della tecnologia blockchain che è stata utilizzata per registrare le operazioni di voto, garantendo accessibilità e trasparenza a tutti i soci intervenuti che, mediante l'utilizzo di chiavi di accesso, hanno potuto esprimere un voto e vederlo registrato su un registro distribuito immutabile e sicuro da qualsiasi forma di attacco digitale.

Successivamente, nell'aprile 2018, la banca olandese KAS BANK ha lanciato un progetto sulla piattaforma DLT Ethereum per consentire il voto agli azionisti utilizzando la tecnologia blockchain. La soluzione adottata ha favorito l'identificazione degli azionisti e la trasparenza dei rapporti tra le parti<sup>34</sup>.

Sono, infine, in fase di studio alcune altre piattaforme per facilitare le operazioni di voto mediante l'utilizzo della tecnologia blockchain come quella sviluppata nel 2017 dalla società ConsenSys, basata sulla piattaforma Ethereum, denominata BoardRoom o la piattaforma Dedit, sviluppata dalla società italiana Blockchain Italia S.r.l., che permette di registrare diverse tipologie di documenti tra cui quelli societari e le operazioni di voto.

6. *Blockchain e S.r.l. in Italia.* – In Italia, per la prima volta nel corso del 2020, è stato approvato un bilancio<sup>35</sup> mediante l'utilizzo della tecnologia blockchain ad opera della società Blockchain Italia S.r.l.<sup>36</sup>, nel rispetto dei principi di trasparenza, identificazione certa dei partecipanti e pubblicità. La possibilità di svolgere assemblee telematiche anche nelle società a responsabilità limitata, e più in genere in tutte le società di capitali, così come previsto dal così detto “*Decreto cura Italia*” sopra citato<sup>37</sup>, ha permesso la realizzazione di questo interessante primato che costituisce, a tutti gli effetti, un utile esempio di *best practice* digitale. In data 30 giugno 2020, l'assemblea, in modalità digitale di video collegamento, ha approvato il bilancio. Successivamente all'approvazione, una copia del documento è stata trasformata in una stringa di codice secondo il meccanismo di *hashing*<sup>38</sup>.

Per fornire una data certa all'operazione, il codice generato è stato successivamente immesso sulla rete blockchain, garantendo così l'immutabilità del documento redatto e, al contempo, la trasparenza mediante la possibilità di condividere la chiave di accesso e consentire a tutti i soci e ai vari *stakeholders* di accedere al documento registrato.

Sfruttando l'innovativa funzione multifirma (multi-sign) della piattaforma Dedit, utilizzata per “notarizzare” l'operazione, è stato possibile raccogliere le firme necessarie e condividere il documento.

<sup>34</sup> Per una descrizione dettagliata di altre ipotesi di applicazione della tecnologia *blockchain* si vedano C. VAN DER ELST, A. LAFARRE, *Blockchain and Smart Contracting for the Shareholder Community*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 130-131.

<sup>35</sup> La notizia si legge su [www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com), 29 luglio 2020.

<sup>36</sup> La società Blockchain Italia S.r.l. è una società italiana costituita nel 2018 con sede in Milano.

<sup>37</sup> Sul punto si rinvia al precedente paragrafo n. 2.

<sup>38</sup> A. KUZNETSOV, K. SHEKHANIN, A. KOVALCHUK, D. KOVALCHUK, V. BABENKO, I. PEREVOZOVA, *Performance of Hash Algorithms on GPUs for Use in Blockchain*, 2019 *IEEE International Conference on Advanced Trends in Information Theory (ATIT)*, Kyiv, Ukraine, 2019, 166-170, doi: 10.1109/ATIT49449.2019.9030442.

7. *Funzionamento del meccanismo di voto.* – Dal punto di vista tecnico, risulta di chiaro interesse approfondire le modalità tramite le quali un azionista può esprimere il suo voto in assemblea, mediante la tecnologia DLT. Appare evidente la necessità di trasformare il potere di voto, connesso alle azioni detenute da ciascun socio, in una corrispondente unità digitale, definita token<sup>39</sup>, o “*vote token*”, di fornire, conseguentemente, a ciascun azionista un “portafoglio” digitale, rappresentante il proprio pacchetto azionario e di annotare, successivamente, gli azionisti su registri che possono essere di tipo pubblico o privato<sup>40</sup>, a seconda che la società opti per l’utilizzo di una blockchain *permissioned* o *unpermissioned*. Nel caso di registri privati, la società custodirà e fornirà solo ai soci e agli interlocutori istituzionali le credenziali di accesso che consentiranno di accedere ai dati societari iscritti in tali registri. Nel processo di voto, l’azionista o il suo delegato, che avrà la chiave di accesso dell’azionista per poter svolgere operazioni tramite il suo account o che riceverà lui stesso i token riguardanti il voto da esprimere, invierà i token equivalenti al proprio voto al registro della società che annoterà automaticamente la transazione riguardante la preferenza di voto espressa e che, una volta iscritta, sarà immutabile e verificata dal meccanismo del consenso distribuito tipico della tecnologia blockchain<sup>41</sup>. In questo modo si avrà sempre una perfetta corrispondenza tra l’azionista, il suo voto, e la trasparenza dell’operazione che sarà diretta e priva di intermediari.

Invero, l’adozione della tecnologia blockchain per le votazioni all’interno dell’assemblea delle società quotate, porta con sé un ulteriore effetto positivo legato alla possibilità che la maggiore trasparenza e linearità dei processi conduca al recupero del momento assembleare come momento centrale nella vita societaria soprattutto per l’azionariato di minoranza che, tramite il mezzo tecnologico, percepisce come maggiormente considerata la propria posizione e, di conseguenza, il proprio voto.

Resta aperto, tuttavia, il tema della semplificazione del mezzo tecnologico e delle asimmetrie connesse alla capacità di utilizzo, asimmetrie che stanno progressivamente diminuendo grazie all’utilizzo di alcune piattaforme che semplificano la procedura, consentendo così un approccio intuitivo e più immediato.

8. *Conclusioni.* – Alla luce delle osservazioni fin qui svolte, si può affermare che appare molto positivo e, per certi versi, indispensabile lo sforzo che le società stanno

---

<sup>39</sup> Quando si considerano i processi di tokenizzazione, si fa riferimento alla possibilità, mediante l’utilizzo di uno smart contract, di trasformare il valore di un certo bene o di una certa azione in un numero definito, deciso preventivamente da chi redige il contratto, di token. La tokenizzazione è, quindi, la conversione dei diritti su un bene in un token digitale registrato su una blockchain, dove il bene reale e il token sono collegati da uno smart contract.

Il token ha, dunque, le caratteristiche di sicurezza e trasferibilità tipiche dell’universo Blockchain e le sue monete, ma non è nativo e interno alla Blockchain in quanto è rappresentazione di un bene reale o un diritto, esterno al sistema Blockchain.

<sup>40</sup> N. BAUERLE, *What is the Difference Between Public and Permissioned Blockchains*, COINDESK, in <https://www.coindesk.com/information/what-is-the-difference-between-open-and-permissioned-blockchains/> [<https://perma.cc/N2NL-HFVL>].

<sup>41</sup> C. FAIFE, *Bitcoin Hash Functions Explained*, COINDESK (Feb. 19, 2017, 12:35 PM), <https://www.coindesk.com/bitcoin-hash-functions-explained/> [<https://perma.cc/YK2YCMRM>]; *Hashing Technology*, in *Blockchain*, BLOCKCHAIN EXPERT (Oct. 25, 2017).

compiendo per digitalizzare tutti i processi aziendali, anche a livello di *governance*<sup>42</sup> e di partecipazione alla vita societaria.

Gli accadimenti di natura sanitaria, la pandemia dovuta al COVID-19, hanno ulteriormente accelerato questo processo di trasformazione. Il distanziamento sociale, infatti, interessando anche la vita societaria, ha portato con sé un naturale incremento dell'uso del mezzo tecnologico anche in questo ambito.

L'introduzione e/o lo sviluppo del detto mezzo risponde, in senso generale, all'esigenza di assicurare, agevolandola, la possibilità dei legittimati ad intervenire alle rispettive riunioni, anche ove sussistano impedimenti di varia natura.

In detto contesto, la blockchain può rappresentare un ulteriore passo nella direzione della disintermediazione e della digitalizzazione delle operazioni societarie.

Un sistema più diretto, "disintermediato" e trasparente potrebbe, in futuro, condurre alla progressiva e sempre maggiore partecipazione dei soci con rilevanti ricadute anche sulla natura e necessità degli organi di controllo e sulla funzione della *governance* stessa<sup>43</sup>.

Non può non evidenziarsi, tuttavia, come lo scenario tipico di applicazione della blockchain, nella attuale situazione di sviluppo tecnologico, sia costituito da società di grandi dimensioni, non necessariamente quotate, ma, comunque, da società in cui sussiste una pluralità di soggetti coinvolti: in presenza di strutture complesse, infatti, possono più agevolmente affrontarsi gli investimenti necessari e le complessità organizzative che l'utilizzo di detta tecnologia comporta.

Il semplice svolgimento in modalità virtuale delle riunioni degli organi societari e, in particolare, dell'assemblea, invece, appare sicuramente accessibile, qualunque sia la tipologia di società – e, dunque, anche per le società chiuse di minori dimensioni – proprio per la scarsa complessità e l'investimento, relativamente limitato, che lo stesso comporta e richiede.

La spinta all'utilizzo di nuove tecnologie non – e, invero, non potrebbe – essere disgiunta dalla riduzione dei costi delle transazioni.

Nella presente fase di sviluppo tecnologico, tuttavia, si può evidenziare come, mentre l'assemblea virtuale, in sostanza, non solo non crei particolari problemi organizzativi, ma consenta senz'altro risparmi di costi, con l'utilizzo della tecnologia blockchain si generi, ragionevolmente, la situazione opposta, potendosi manifestare anche costi iniziali non indifferenti per chi intende farne uso<sup>44</sup>, soprattutto a livello di implementazione dell'ecosistema societario, sebbene sia altresì interessante rammentare che, come per ogni novità tecnologica, la riduzione dei costi di realizzazione è direttamente proporzionale alla sua diffusione.

---

<sup>42</sup> Sul punto cfr. le osservazioni di N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. II, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1326 ss.

<sup>43</sup> Cfr. ancora N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 1362 ss.

<sup>44</sup> Osservano A.U. JANSSEN, F.P. PATTI, *Demistificare gli smart contracts*, in *Osservatorio dir. civ. e comm.*, Fascicolo 1, gennaio 2020, 43, con riguardo alla diffusa affermazione dei vantaggi riconosciuti agli *smart contracts* in tema di riduzione dei costi, che, nell'attuale situazione tecnologica e di diffusione degli stessi, "l'assunto si profila indimostrato. Infatti, la contrattazione «intelligente» genera costi iniziali non indifferenti per chi intende farne uso".

Detta considerazione, espressa dagli Autori con riguardo agli *smart contracts*, può, a nostro giudizio, essere estesa in generale alla tecnologia blockchain di cui gli *smart contracts* costituiscono una delle possibili declinazioni.

Le trasformazioni tecnologiche in atto, con il loro andamento impetuoso e, per certi versi, anche tumultuoso, pongono, però, la necessità di riflettere sul sistema normativo attuale, basato inevitabilmente su una realtà non virtuale ma fisica, imponendo un ripensamento delle disposizioni vigenti specie alla luce dei probabili ulteriori sviluppi tecnologici relativi non tanto alla partecipazione alle riunioni degli organi sociali e alla manifestazione di voto quanto piuttosto ai temi di *governance*<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Fenomenologie come *Roboboards*, *Robocompanies* e *Roboadvisors* o, comunque, l'applicazione al sistema societario dell'intelligenza artificiale sono già oggetto di intenso studio nel nostro ordinamento. Sul punto la letteratura si sta progressivamente ampliando; pertanto, mi permetto di rinviare, tra gli altri a: F. PACILEO, *L'uomo al centro. IA tra etica e diritto nella responsabilità d'impresa*, in AA.VV. (a cura di M. BERTOLASO, G. LO STORTO), *Etica digitale – Verità, responsabilità e fiducia nell'era delle macchine intelligenti*, Roma, 2021, 83 ss.; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 1326 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *Riv. soc.*, 2020, 1003 ss.; F.M. SBARBARO, *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica: prime note sul recente dibattito in tema di autonomous entity*, in AA.VV. (a cura di R. PESSI-P. MATERA-G. SIGILLÒ MASSARA), *Diritto, lavoro, nuove tecnologie e blockchain*, Roma, 2020, 219 ss.; U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, 1431 ss. Non può non menzionarsi, d'altra parte, VITAL (Validating investment tool for advancing life sciences), programma di intelligenza artificiale capace di valutare il successo degli investimenti, che risulterebbe nominato, già nel 2014, nel consiglio di amministrazione della Deep Knowledge Ventures DKV, società con sede a Hong Kong che si occupa di investimenti nella medicina rigenerativa (sole24ore.com/art/notizia/2014-06-25), notizia che ha generato grande attenzione mediatica.

In realtà, VITAL non ha mai rivestito la formale qualifica di amministratore, quanto piuttosto quella di *Roboadvisor*. Sul punto cfr. le osservazioni di L. MARCHEGIANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, in *Riv. soc.*, 2022, 113.

# CORPORATE GOVERNANCE E ASSEMBLEE CON COLLEGAMENTO DA REMOTO

di *Paolo-Maria Smirne*

SOMMARIO: 1. La possibilità di avvalersi dei mezzi di telecomunicazione per le assemblee delle società di capitali e cooperative. – 1.1. La disciplina precedente rispetto alla riforma del 2003. – 1.2. La previsione espressa per le spa dopo il 2003. – 1.3. La disciplina della srl dopo il 2003. – 1.4. La disciplina della cooperativa dopo il 2003. – 2. L'ammissibilità della telecomunicazione anche in mancanza di espressa previsione statutaria? – 2.1. Durante la fase emergenziale. – 2.2. La tesi letterale prevalente nel regime ordinario. – 2.3. La tesi minoritaria evolutiva nel regime ordinario. – 2.4. Conclusioni sul punto. – 3. La necessaria compresenza di soggetti in fase di assemblea? – 3.1. ...degli altri soggetti? – 3.2. ... di presidente e verbalizzante? – 4. Tecniche di verbalizzazione e sottoscrizione del verbale. – 4.1. A legislazione ordinaria. – 4.2. Durante la pandemia.

*1. La possibilità di avvalersi dei mezzi di telecomunicazione per le assemblee delle società di capitali e cooperative. – 1.1. La disciplina precedente rispetto alla riforma del 2003. – 1.1.1. Il diritto in generale è, come noto, regolamentazione di fenomeni reali ed il diritto societario, nel suo ambito particolare, è costituito dall'insieme di norme volte a dare ordinata ed efficiente risposta a quei fenomeni costituiti dai bisogni dell'imprenditore.*

Ben si comprende, pertanto, come il diritto delle società sia sempre stato piuttosto rapido nell'adattarsi alle nuove esigenze poste dalla realtà economica; e di tali esigenze, l'evoluzione tecnologica costituisce uno dei motori che generano un'accelerazione sempre più marcata.

Scopo del presente lavoro è quello di analizzare l'impatto, su un'assemblea societaria, della – prima crescente ed oggi diffusa – disponibilità di mezzi di telecomunicazione; tenendo a mente che il quadro, oltre che per via del progresso tecnologico cui si accennava, ha subito un'ulteriore impennata in forza della pandemia da Covid-19. Limitando le possibilità di contatto tra persone, infatti, si è improvvisamente reso imprescindibile il ricorso alle tecniche di comunicazione a distanza.

La conclusione operativa, che qui si anticipa, è che a mio avviso l'evoluzione e l'elaborazione vissute in tempo di pandemia non sono relegabili a mere vicende eccezionali, legate alla straordinarietà del periodo; non costituiscono, in altre parole, una parentesi che, una volta chiusa, porterà alla restaurazione dell'ordine precostituito, bensì un patrimonio di esperienze da cui attingere per valutare quali aspetti siano legati alla eccezionalità del periodo (e dunque siano destinati a cessare con l'auspicato termine della pandemia) e quali invece siano legati alla natura stessa della comunicazione a distanza, sì da essere oramai definitivamente acquisiti.

1.1.2. Limitando il campo di indagine alle società di capitali ed alle cooperative, può osservarsi quanto segue. Nessuna norma del Codice civile prevedeva espressamente la teleconferenza prima della riforma del diritto societario introdotta con il D.lgs. n. 6/2003.

Quanto alle spa, infatti, l'art. 2370 c.c. nel testo in allora vigente non conteneva alcuna previsione in merito. Mancava cioè sia una previsione che espressamente consentisse, sia una che espressamente vietasse.

Man mano che l'evoluzione tecnologica rendeva il ricorso allo strumento telematico sempre più diffuso, e quindi più utile, si faceva tuttavia strada la convinzione che il diritto non potesse non fornire risposta adeguata al bisogno venutosi a creare. Punto di arrivo di tale evoluzione è stata la tesi, accolta sia dalla Giurisprudenza di merito (soprattutto in sede di omologa)<sup>1</sup> sia dalla dottrina, in base alla quale si opinava per l'ammissibilità del ricorso agli strumenti telematici, purché in presenza di adeguate cautele<sup>2</sup>.

Tali cautele vennero individuate da un lato nella espressa previsione statutaria (che supplisse al silenzio normativo), dall'altro nella obbligatorietà di modalità tali da garantire la possibilità di interazione sia attiva sia passiva di ogni partecipante.

Quanto alle società a responsabilità limitata, la relativa disciplina, prima della riforma del 2003, era estremamente scarna. Erano previste poche norme, integrate con numerosi rinvii a specifiche previsioni in tema di spa.

L'interprete doveva quindi innanzitutto indagare la disciplina nell'ambito del Capo VII dedicato alla srl; in difetto, verificare se vi fosse almeno un richiamo ad analogia norma in tema di spa. In assenza dei due precedenti presupposti, si apriva un ampio ventaglio di possibilità interpretative.

Poteva darsi il caso in cui il mancato rinvio alle spa fosse voluto (e quindi sorretto da adeguata *ratio* di differenziazione tra il modello spa e quello srl), sicché occorreva guardare *altrove* (rispetto alla spa) per trovare la risposta in termini di disciplina (della srl).

Poteva darsi il caso in cui il mancato rinvio alle spa non fosse voluto, sicché l'interprete lo riteneva un mero difetto di tecnica legislativa, quindi superabile. Data l'affinità tipologica tra spa e srl, causata anche dalla poca autonomia riconosciuta a quest'ultima (sostanzialmente modellata sulla prima), si presumeva che i vuoti di disciplina in tema di srl andassero colmati rifacendosi alle previsioni in tema di spa.

Poteva infine darsi il caso in cui il mancato rinvio alle spa non dipendesse da una differenziazione o analogia tra spa e srl, quanto piuttosto dal fatto che la disciplina stessa della spa non affrontava il problema (sicché, semplicemente, non c'era nulla a cui rinviare).

Con riferimento allo specifico tema delle assemblee in teleconferenza, la normativa in tema di srl (art. 2486 c.c.) era silente: da un lato infatti non conteneva regolamenta-

<sup>1</sup> In modo inizialmente non pacifico.

<sup>2</sup> Antesignana fu la *Massima 1* del 16 gennaio 2001 (ante riforma) del Consiglio notarile di Milano, in <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/i/>. Vedasi ad esempio FONDAZIONE ARI-STEIA, in <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari27c.pdf>, § 7; A. BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo il COVID-19*, in *Le Società* 4/2020, 399 note 24-28, specie per i precedenti in Giurisprudenza di merito ivi citati.

zione (né nel senso della ammissibilità, né nel senso del divieto), dall'altro non conteneva rinvio alla disciplina in tema di spa, dall'altro, ancora, la stessa disciplina delle spa taceva sul punto.

La dottrina non mancava di rilevare come l'esigenza del ricorso alla telecomunicazione fosse, rispetto alla spa, per certi versi meno sentita, stante la più ristretta compagine sociale. Tuttavia, rimarcava anche come proprio il minor numero di soci si conciasse bene, a volte, con la semplificazione derivante dalle tecniche di comunicazione a distanza: si pensi a soci che si conoscano e siano in grado di identificarsi reciprocamente ed interagire efficacemente anche solo al telefono.

Alla luce di tali considerazioni, riteneva estensibili le considerazioni svolte in tema di spa: il ricorso ai mezzi di telecomunicazione era quindi ritenuto ammissibile, purché previsto dallo statuto.

Quanto alle cooperative, la normativa non conteneva previsioni: art. 2532 c.c. Si riteneva quindi che operasse il generico rinvio alle norme (e quindi anche alla relativa interpretazione) in tema di assemblee di spa (art. 2516 c.c.).

È bensì vero che il detto rinvio poteva operare solo nel limite della compatibilità, ma ciò non era di ostacolo: in quanto non solo le previsioni in tema di cooperative non contenevano dettami in contrasto con la teleconferenza, ma anzi la struttura stessa di molte cooperative (dalla compagine sociale anche molto ampia) ben si conciliava con l'esigenza di garantire la più ampia partecipazione possibile dei soci<sup>3</sup>.

Pertanto, anche quanto alle cooperative, si riteneva che le assemblee potessero svolgersi con mezzi di telecomunicazione, purché ciò fosse previsto dallo statuto.

1.2. *La previsione espressa per le spa dopo il 2003.* – Per le società per azioni la possibilità di partecipare in teleconferenza è ora prevista nell'art. 2370<sup>4</sup>, con ciò recependo a livello normativo l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale dianzi cennata.

1.3. *La disciplina della srl dopo il 2003.* – Per le srl il dato normativo è più complesso. Infatti, da un lato l'art. 2479 c.c. non contiene alcuna autonoma disciplina sulle assemblee per telecomunicazione; dall'altro, nemmeno si rinviene un rinvio all'art. 2370 c.c.

Inoltre, è noto come, a seguito della riforma del 2003, la società a responsabilità limitata sia stata dotata di una sua autonoma disciplina, sicché non può darsi per presunto<sup>5</sup> che, in caso di silenzio del Legislatore in tema di srl, valga l'estensione analogica di quanto previsto in tema di spa<sup>6</sup>. Piuttosto, tale estensione andrà di volta in volta di-

---

<sup>3</sup> Non a caso erano proprio le norme in tema di cooperative a contenere la previsione del voto mediante corrispondenza.

<sup>4</sup> Peraltro novellato ad opera dell'art. 1 comma 5 D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 nel senso della introduzione, tra l'altro, della possibilità di esprimere il voto in via elettronica (in aggiunta al voto per corrispondenza, già previamente previsto).

<sup>5</sup> Come invece prima della riforma del 2003.

<sup>6</sup> È noto infatti che la tecnica legislativa del Codice del 1942 aveva tratteggiato la srl con poche norme e poi aveva richiamato numerosi articoli in tema di spa. Sicché gli sforzi ermeneutici si concentravano da un lato nel senso di interrogarsi sul senso dei mancati richiami a certe previsioni in tema di spa (argomentando



mostrata, basandosi sull'individuazione di un analogo assetto di interessi protetti.

Orbene, quanto agli interessi, può dirsi che in effetti il fine di permettere la più ampia partecipazione alla vita assembleare, mantenendo intatte le garanzie della collegialità, è un interesse che si riscontra tanto nella spa, quanto nelle srl.

Inoltre, può osservarsi come detto interesse sia proprio sia delle società a ristretta base di soci (dove lo strumento a distanza è più comodo, non dovendo reggere grandi numeri di persone collegate), sia di quelle a base azionaria più ampia (dove la probabilità più marcata dislocazione territoriale dei soci rende appetibile uno strumento che annulli le distanze).

La conclusione è che nella srl, nonostante l'assenza di una previsione normativa espressa, è possibile che lo statuto preveda che l'assemblea si svolga mediante mezzi di telecomunicazione, ravvisandosi analoghi interessi protetti, e quindi analoga risposta dell'ordinamento, rispetto alla spa<sup>7</sup>.

Conclusione, questa, che vale per tutti i diversi tipi in cui la srl può declinarsi, dalla srl chiusa fino a quella aperta (analogamente a quanto, del resto, vale per la spa).

Conclusione, inoltre, che trova conferma anche nel maggior spazio riconosciuto alla autonomia contrattuale nella srl rispetto alla spa; sicché (salvo contraria dimostrazione) i soci hanno più flessibilità nell'organizzare i loro assetti interni nel primo suddetto modello, rispetto a quanta ne abbiano in una forma organizzativa più rigida qual è la spa.

Le considerazioni di cui sopra possono comunque trovare adeguata sintesi anche in una previsione normativa, seppure indiretta. Mi riferisco all'art. 2479-*bis* comma 3 c.c., che prevede che «*salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo l'assemblea si riunisce presso la sede sociale*». La previsione in oggetto è certamente riferibile alla possibilità di convocazione in un luogo, fisico, diverso dalla sede. Ma nella sua formulazione testuale, ed alla luce di quanto in precedenza osservato, è idonea a legittimare anche una previsione statutaria che preveda una convocazione in quel luogo virtuale, che è rappresentato dalla assemblea svolta con mezzi di telecomunicazione.

1.4. *La disciplina della cooperativa dopo il 2003.* – Quanto alle cooperative, la possibilità di assemblee svolte con ricorso a mezzi di telecomunicazione si ricaverebbe, *expressis verbis*, dall'art. 2538 ultimo comma, c.c. In realtà, come cercherò di dimostrare nel corso del presente paragrafo, a mio avviso la previsione normativa è limitata ad uno specifico caso, diverso dalla classica assemblea collegiale per teleconferenza; ipotesi, quest'ultima, da ritenersi comunque del tutto lecita (ma per generico ed analogo rinvio alle norme in tema di spa o srl).

Si osservi, infatti, come la norma contenga una previsione in apparenza eccessiva: è previsto che il voto possa essere espresso «per corrispondenza, ovvero mediante altri

---

quindi sul se si trattasse di omissioni volontarie e quindi da mantenere, oppure involontarie e quindi da superare in via interpretativa) e dall'altro sulla possibile integrazione delle (scarne) previsioni in tema di srl con applicazione analogica delle (ben più dettagliate) norme in tema di spa.

<sup>7</sup> Analogamente, vedi Consiglio notarile di Milano, *Massima 14*, in <https://www.consigionotaril.emilano.it/massime-commissione-societa/14/> che evidenzia come vi debba essere per la srl piena estensione, sul punto, di quanto previsto per le spa che non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio; F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020, 250; ID, *La (non) necessaria presenza del Presidente e del segretario degli organi societari*, in *Riv. not.*, 2020, 5.

mezzi di telecomunicazione. *In tal caso*<sup>8</sup> l'avviso di convocazione deve contenere per esteso la deliberazione proposta».

Ora, se la previsione in oggetto ben si attagia al voto per corrispondenza, essa meno bene si attaglia al caso (che però è anch'esso testualmente ed univocamente ricompreso nella locuzione "in tal caso" di cui sopra) della telecomunicazione.

Pur tenendo a mente le caratteristiche delle cooperative<sup>9</sup>, sembra in effetti eccessivo ritenere che non sia sufficiente informare preventivamente i soci a mezzo Ordine del Giorno e che, invece, occorra anche esplicitare in precedenza la delibera di cui si propone l'assunzione. La presenza del socio a mezzo mezzi di telecomunicazione consente in effetti di raggiungere piena informativa, equiparabile a quella raggiungibile in presenza: sicché non si spiegherebbe il motivo del dover anche preconfezionare la delibera proposta (il che, anzi, costituirebbe un limite al normale esplicarsi della libertà dell'assemblea).

La risposta a tale apparente difficoltà logica si rinviene a mio avviso applicando un duplice criterio ermeneutico: quello storico e quello letterale.

Il primo criterio (storico) permette di cogliere che il testo dell'art. 2532 c.c., precedente rispetto alla riforma, prevedeva già – in anticipo sui tempi e in linea con il carattere peculiare delle cooperative – il voto per corrispondenza; per tale ipotesi, coerentemente, conteneva la previsione della previa stesura della delibera. Previsione logica, in quanto il voto per corrispondenza non può per definizione beneficiare del dibattito assembleare e deve quindi esprimersi su un testo preconfezionato.

La riforma del 2003 ha ripreso, nell'ultimo comma dell'art. 2538 c.c., la sostanza della precedente formulazione a cui ha aggiunto, semplicemente, anche la possibilità del ricorso a mezzi di telecomunicazione.

La frase risultante si è quindi trovata, per mera stratificazione normativa, ad essere riferita ad entrambe le situazioni, pur se molto differenti tra loro (voto per corrispondenza e per teleconferenza).

Il secondo criterio (letterale) fornisce a mio avviso la soluzione per risolvere la difficoltà interpretativa, che l'indagine storica ha, di suo, ulteriormente confermato. Ovverosia la lettera della norma è, in effetti, diversa da quella dell'art. 2370 c.c. Se cioè quest'ultima previsione consente «l'*intervento* in assemblea» mediante mezzi di telecomunicazione, la previsione in tema di cooperative, per come formulata, è riferita solo all'espressione del *voto*.

Traendo le fila di quanto sopra esposto può quindi a mio avviso concludersi che: nella cooperativa manca una previsione espressa in tema di assemblea svolta mediante mezzi di telecomunicazione. La norma si è in effetti limitata ad ampliare un primo caso di partecipazione non collegiale ai lavori assembleari (voto per corrispondenza), aggiungendone un altro (mera espressione del voto con mezzi di telecomunicazione<sup>10</sup>).

---

<sup>8</sup> Il corsivo è mio.

<sup>9</sup> A volte dotate di compagine particolarmente ampia e poco informata.

<sup>10</sup> Si pensi al caso del socio che si colleghi solo per votare (mancanza della fase collegiale sia dal lato attivo, dell'intervento, sia da quello passivo, dell'ascolto degli interventi altrui); oppure al socio che ascolti l'assemblea su un canale TV o in *streaming* su internet (mancanza della fase collegiale solo dal lato attivo dell'intervento) e poi si colleghi per esprimere il suo voto.

Così intesa, la norma risulta coerente: essendo entrambe le ipotesi (non collegiali) riferite alla sola espressione del voto, ben si capisce perché entrambe contengano analogia previsione e cioè l'imposizione della previa stesura della delibera.

Il (diverso) caso della partecipazione all'assemblea (dove l'espressione del voto costituisce ovviamente solo uno dei momenti dei lavori assembleari) non è quindi, a mio avviso, espressamente disciplinato. Né vi sarebbe del resto stata particolare ragione per farlo, valendo comunque il generico rinvio alle norme sulle spa, o sulle srl, di cui all'art. 2519 c.c.

In conclusione, quanto alle cooperative:

a) laddove non vi sia collegialità, opera l'art. 2538 ultimo comma, c.c. e vige l'obbligo di previa formulazione della proposta di delibera;

b) laddove invece collegialità vi sia, vigono le normali regole in materia (nessuna previa formulazione).

2. *L'ammissibilità della telecomunicazione anche in mancanza di espressa previsione statutaria?* – 2.1. *Durante la fase emergenziale.* – Il testo del D.L.<sup>11</sup> è chiaro nello statuire che, vigente lo stato di emergenza, si possa far ricorso allo svolgimento, anche esclusivo, di assemblee mediante mezzi di telecomunicazione, anche «in deroga alle diverse disposizioni statutarie» e cioè sia in presenza di previsione statutaria contraria, sia in assenza di previsioni in merito<sup>12</sup>.

2.2. *La tesi letterale prevalente nel regime ordinario.* – L'art. 2370 comma 4 c.c. statuisce: «Lo statuto può<sup>13</sup> consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione».

Se tale previsione ha codificato espressamente la possibilità di ricorso alla telecomunicazione, la stessa ne ha però, almeno in apparenza, subordinato il ricorso alla esplicita previsione permissiva in sede statutaria.

Tale è del resto la tesi prevalente, sulla scorta del criterio ermeneutico letterale<sup>14</sup>.

2.3. *La tesi minoritaria evolutiva nel regime ordinario.* – Tuttavia esiste tesi, ad oggi minoritaria<sup>15</sup>, ma evolutiva, secondo la quale il ricorso alla teleconferenza sarebbe

<sup>11</sup> Per semplicità, nel corso del presente scritto si farà riferimento al “D.L.” intendendo il D.L. 17 marzo 2020, n. 18, convertito con modifiche dalla legge 24 aprile 2020, n. 27.

<sup>12</sup> Con la precisazione che gli strumenti di telecomunicazione dovranno *sempre* consentire *i tre aspetti* (identificazione, partecipazione e voto) sia che il ricorso ai mezzi di telecomunicazione venga *imposto* dalla società, sia che sia solo *facoltativo*. Vedi già *Massima I*, cit., (ante riforma) del Consiglio notarile di Milano e, acutamente, M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus (con una postilla in tema di associazioni e fondazioni)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, in <https://www.centrores.org/wordpress/wp-content/uploads/2020/04/M.Irrera-Diritto-dell%E2%80%99emergenza.pdf>, 66-67, il quale osserva come il testo del D.L. al comma 2 paia contenere, nei due periodi separati dal punto e virgola, una differenziazione tra requisiti della teleconferenza (che avrebbe i tre aspetti di cui sopra *solo* nel caso in cui sia *imposta*) che invece non può darsi (i.e. occorrono *sempre*).

<sup>13</sup> Il corsivo è mio.

<sup>14</sup> Così F. MAGLIULO, *Quel che resterà*, cit., 251.

<sup>15</sup> Notariato del Triveneto, *Massima H.B.39*, ripresa da A. BORTOLUZZI, *Atto digitale e atto telematico a distanza*, Milano, 2021, 52-53.

comunque sempre ammesso, anche in assenza di previsione statutaria *ad hoc*<sup>16</sup>.

Secondo tale ricostruzione, in effetti, il senso della previsione normativa non sarebbe quello di subordinare, alla previa previsione statutaria, una partecipazione a distanza ad un'assemblea *perfettamente collegiale*<sup>17</sup>; bensì quello di permettere (su espressa previsione statutaria) il ricorso alla teleconferenza ove concretamente configurata come *attenuazione del principio di collegialità*. In altre parole, la tesi in oggetto osserva quanto segue.

Da un lato, il ricorso alla teleconferenza sarebbe ammesso anche in assenza di previsione statutaria: purché, però, configurato con modalità tali da consentire *uguali* diritti – di intervento (attivo) e di disamina ed ascolto (passivi) – al socio collegato ed al socio fisicamente presente.

Tesi questa, che prende atto del fatto che, nel mondo attuale, la partecipazione fisica e quella virtuale ad una riunione consentono, se opportunamente strutturate, *uguale* fruizione, sicché non vi sarebbe motivo di dover espressamente autorizzare in statuto, ciò che per sua natura costituisce null'altro che una modalità equivalente. In altre parole, se l'interesse sotteso è protetto in modo *uguale*, non vi sarebbe motivo di richiedere quell'*ulteriore* protezione portata dall'introduzione della clausola in statuto.

Il tutto, sempre tenendo a mente che la partecipazione tramite mezzi di telecomunicazione è (al di fuori dello stato di emergenza legato alla pandemia) una mera *facoltà*, e non un obbligo<sup>18</sup>, per il socio (che dunque, se lo desidera, può sempre recarsi fisicamente nel luogo di convocazione).

In altre parole, la tesi in oggetto sottolinea (giustamente) come il ricorso (facoltativo) ai mezzi di telecomunicazione non configuri una limitazione dei diritti del socio (tale da dover richiedere un inserimento in statuto, con le maggioranze ed il procedimento rafforzati tipici), bensì, al contrario, un'*opportunità* in più per il socio stesso (per il quale proprio la possibilità di partecipare da remoto può costituire, a volte, l'unica concreta possibilità di partecipazione<sup>19</sup>).

<sup>16</sup> Ma non, aggiungerei, in caso di previsione statutaria che invece vieti espressamente l'intervento mediante telecomunicazione.

<sup>17</sup> In quanto, secondo tale tesi, ciò risulterebbe già percorribile anche in assenza di previsione statutaria *ad hoc*, non essendovi alcun detrimento per il socio.

<sup>18</sup> Quanto alla possibilità di imporre per statuto, terminato lo stato di emergenza, la modalità esclusivamente tramite mezzi di telecomunicazione, vedi in senso favorevole: Consiglio notarile di Milano, *Massima 200*, del 23 novembre 2021, in <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/massima-n-200-del-23-novembre-2021-clausole-staturarie-che-legittimano-la-convocazione-delle-assemblee-esclusivamente-mediante-mezzi-di-telecomunicazione-artt-2363-comma-1-2366-comma-1-2370/>. Il testo dell'art. 2370 c.c., che dice che lo statuto può *consentire* l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, mi pare non tuttavia non consentire tale estensione; in senso analogamente negativo vedi F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare*, cit., 2020, 251 e D. STANZIONE, *L'assemblea virtuale nelle società di capitali: tra norme emergenziali, disciplina codicistica e margini dell'autonomia privata*, in *ODC*, 2021, 989 ss.

<sup>19</sup> Si pensi ad esempio ad una società con la sede situata all'estero rispetto a parte del proprio azionariato; oppure, ad una società che abbia fatto ricorso al *crowdfunding* e che abbia quindi una molteplicità di piccoli quotisti, sparsi anche solo per l'Italia; è evidente che, in applicazione analogica di quanto l'analisi economica del diritto ha spiegato sui comportamenti del *rationaly apathetic shareholder*, il piccolo quotista (mero socio-investitore) non parteciperà ad un'assemblea sita in una località per lui scomoda, essendo i costi transattivi troppo alti in rapporto al vantaggio conseguibile (che sarebbe la possibilità di influenzare, con il dibattito e poi con il suo voto, l'assemblea). La possibilità di intervento da remoto può quindi costituire un efficace modo di abbassamento del costo suddetto ad un livello accettabile. Si comprende quindi

Dall'altro lato, si osserva, in caso di teleconferenza con modalità tali da consentire *minori* diritti – di intervento (attivo) e di disamina ed ascolto (passivi) – al socio collegato, rispetto al socio fisicamente presente, l'assemblea sarebbe comunque valida, ma occorrerebbe, per bilanciare la compressione dei diritti del socio, una previsione statutaria; è noto infatti come le clausole dello statuto rappresentino una forma di protezione in quanto vengono o approvate all'unanimità nella fase costitutiva, oppure quanto meno introdotte successivamente con le maggioranze rafforzate, ed il procedimento assembleare, a tal fine richiesti.

Coerentemente con quanto sopra, tale tesi non estende il ragionamento anche all'intervento mediante voto per corrispondenza o in via elettronica. Le suddette due modalità, in effetti, non prevedono una mera attenuazione, ma proprio un superamento, del metodo collegiale.

Il che è evidente già a livello letterale. Il Legislatore<sup>20</sup> infatti diversifica tra:

a) *intervento in assemblea*: che può avvenire sia in presenza, sia mediante mezzi di telecomunicazione, ma comunque configura sempre una qualche forma di potenziale partecipazione del socio al dibattito;

b) e mera *espressione del* [solo, NdA] *voto* (per corrispondenza o in via elettronica), che invece esclude (voto per corrispondenza; o voto in via elettronica così configurato<sup>21</sup>) o limita (voto in via elettronica, unito a una forma di trasmissione dei lavori assembleari<sup>22</sup>) il coinvolgimento del socio nella fase di formazione della volontà (fino a lasciar sussistere un suo coinvolgimento solo nella fase dell'espressione del voto).

2.4. *Conclusioni sul punto*. – A mia opinione, la tesi minoritaria coglie nel vero a livello di interessi sottesi: vi è oggi sostanziale equivalenza di una partecipazione da remoto rispetto ad una fisica.

Inoltre si discute qui di mera *facoltatività* della partecipazione da remoto. In altre parole, la partecipazione da remoto si sostanzia in una *chance in più* di partecipazione, ulteriore quindi rispetto a quella in presenza (a cui il socio può pur sempre far ricorso).

Tuttavia, la tesi in oggetto si scontra con un dato letterale difficilmente superabile ("lo statuto può *consentire* l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunica-

---

come tale tesi ritenga che la previsione normativa che impone la previsione statutaria vada letta, per avere un significato, come riferita alla possibilità di partecipazione da remoto non pienamente collegiale, non avendo se no senso prevedere che debba essere autorizzato, con tutte le cautele del caso (modifica statutaria), ciò che rimane da un lato una mera facoltà la cui attuazione dipende dalla libera scelta del singolo e dall'altro uno strumento per *ampliare* i diritti partecipativi del singolo socio.

<sup>20</sup> Art. 2370 comma 4 c.c. (e art. 106 comma 2 D.L. n. 18/2020).

<sup>21</sup> Il riferimento è ad una modalità operativa che preveda che il socio si limiti ad esprimere il proprio voto da remoto, in modo molto simile a quanto accade nel voto per corrispondenza (e quindi a fronte di proposta di delibera comunicata previamente ai soci).

<sup>22</sup> In tale ipotesi, la partecipazione del socio ai lavori assembleari avverrebbe solo passivamente, nel senso che egli potrebbe seguirli, ma non parteciparvi. Il principio di collegialità è comunque assicurato, pur in forma così attenuata, in quanto al socio è consentito seguire il dibattito e votare solo dopo che la fruizione (seppur passiva e monodirezionale, cioè strutturata solo per far *ricevere* il socio, senza che egli possa a sua volta *trasmettere*) del detto dibattito abbia potuto arricchire il suo metro valutativo (la differenza è quindi ovvia rispetto ad un voto per corrispondenza o, nelle sole srl, alle forme decisionali non assembleari: voto espresso a seguito di consultazione scritta o consenso espresso per iscritto).

zione”) e risulta quindi, a mio avviso, non accoglibile<sup>23</sup>.

In ultima analisi, nel 2003<sup>24</sup> la previsione codicistica così introdotta sembrava rispondere alle esigenze delle società, in quanto sanciva espressamente quell’intervento da remoto, che in precedenza era ammesso solo in via interpretativa e non del tutto pacifica.

Oggi, tuttavia, la previsione normativa risulta inadeguata all’evoluzione tecnologica – enorme – avvenuta in questi ultimi 20 anni. Si pensi, ad esempio, al fatto che nel 2003 i cellulari erano sì ormai diffusi, ma non si effettuavano videochiamate<sup>25</sup> e i cellulari non avevano ancora attuato la trasformazione in *smartphone* (di fatto, un piccolo computer tascabile).

Si comprende, quindi, come all’epoca il Legislatore avesse sì ritenuto di legittimare il fenomeno, ma affidandone l’introduzione alla scelta dei soci. Non si trattava di un “sistema per tutti” e pertanto si voleva che ogni compagine sociale, consapevole delle sue composizione ed esigenze, potesse valutare se e come servirsene.

Il suddetto dato letterale è, ad oggi, rimasto immutato. La norma è però superata dall’evoluzione tecnologica e dalla sua ormai capillare diffusione (oltre che dal fatto, non lo si dimentichi, che qui si discorre solo del ricorso ad una possibilità in più di partecipazione, ferma la possibilità di recarsi fisicamente nel luogo di convocazione: un *doppio binario*, insomma).

Sicché, *de jure condendo*, è opportuno che il Legislatore adegui a breve il dettato normativo, ad esempio sostituendo l’attuale testo normativo con il seguente:

“è consentito l’intervento all’assemblea, ad opera di uno, più o tutti i partecipanti, presidente e verbalizzante inclusi, mediante mezzi di telecomunicazione”<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> Giunge ad analoghe conclusioni M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali)*, cit., 67. Il percorso argomentativo dell’Autore è però esclusivamente basato sulla lettura *a contrario* della norma eccezionale, percorso su cui vedi *infra* al paragrafo 3 del presente lavoro.

<sup>24</sup> E non si dimentichi che il D.lgs. n. 6/2003 è sì formalmente del 17 gennaio 2003, ma in realtà è stato scritto negli anni precedenti, riprendendo in parte anche lavori della Commissione Mirone (di cui fece parte anche il Prof. Mario Draghi) degli anni 1998-99: [https://www.giustizia.it/giustizia/it/mg\\_1\\_12\\_1.wp?facetNode\\_1=4\\_49&facetNode\\_3=0\\_10\\_19&facetNode\\_2=0\\_10&previousPage=mg\\_1\\_12&contentId=SPS73330#](https://www.giustizia.it/giustizia/it/mg_1_12_1.wp?facetNode_1=4_49&facetNode_3=0_10_19&facetNode_2=0_10&previousPage=mg_1_12&contentId=SPS73330#).

<sup>25</sup> Whatsapp ad esempio ha lanciato il servizio solo a fine 2016! [https://www.ilmessaggero.it/tecnologia/hitech/whatsapp\\_lancia\\_le\\_videochiamate\\_ecco\\_da\\_quando\\_saranno\\_disponibili-2082290.html](https://www.ilmessaggero.it/tecnologia/hitech/whatsapp_lancia_le_videochiamate_ecco_da_quando_saranno_disponibili-2082290.html). Nel 2004 la Telecom propose un telefono su linea fissa, chiamato Aladino, che avrebbe in futuro potuto garantire anche videochiamate: <https://www.cellularitalia.com/comu/telecom300903.php>: il servizio era troppo avanti nei tempi, non venne utilizzato e fu un vero flop. Lo stesso Skype (videochiamate da computer, all’epoca) mosse i suoi primi, timidi passi solo da fine agosto 2003 in poi <https://it.wikipedia.org/wiki/Skype>.

<sup>26</sup> Al massimo si potrebbe pensare di attenuare la previsione proposta nel seguente modo: «Salvo contraria previsione statutaria, è consentito l’intervento all’assemblea, ad opera di uno, più o tutti i partecipanti, presidente e verbalizzante inclusi, mediante mezzi di telecomunicazione». Tale ulteriore inciso avrebbe l’utilità di rendere espressa la possibilità di vietare l’assemblea a distanza. Se una siffatta previsione, in forza di quanto sopra esposto, non appare ragionevole avendo a mente gli interessi dei partecipanti *da remoto*, possono esservi dei residui casi in cui la stessa si giustificerebbe in ragione degli interessi degli *altri* soci, cioè dei partecipanti *in presenza*.

Si pensi ad esempio ad un’assemblea di cooperativa: il numero dei soci può essere elevato (anche migliaia di soci nelle banche o assicurazioni), ma il principio “una testa-un voto”, unito a un senso di appartenenza, spinge a partecipare (in termini economici, se nessuno ha una maggioranza tale da predeterminare i lavori assembleari, allora ogni voto conta; se ogni voto conta, ciò può bilanciare il costo transattivo della partecipazione). Orbene, in tale ipotesi sarebbe ragionevole, e quindi meritevole di tutela, la scelta di vietare la partecipazione da remoto, per via dell’esperienza, comune a tutti, che un *meeting* a distanza con troppe

3. *La necessaria compresenza di soggetti in fase di assemblea?* – L’assemblea svolta con il ricorso a mezzi di telecomunicazione consente la partecipazione da remoto. Viene allora spontaneo chiedersi chi debba, se del caso, essere fisicamente presente e chi possa, invece, partecipare in modo virtuale.

3.1. ... *degli altri soggetti?* – Nessun dubbio sul fatto che i *soci* possano, anche tutti, fare ricorso a mezzi di telecomunicazione. Analogamente, per i componenti dell’*organo amministrativo* e/o di quello di *controllo*.

3.2. ... *di presidente e verbalizzante?* – L’interrogativo si pone tuttavia per due “ruoli” essenziali all’interno dell’assemblea e precisamente per il *presidente* ed il *verbalizzante*.

3.2.1. I dubbi nascono dal fatto che i due ruoli non portano alla mera partecipazione “per conto di se stessi” all’assemblea, bensì ad una presenza che trascende l’operato del singolo ed intercetta quello di tutti gli altri partecipanti.

Si pensi ad esempio al presidente, secondo quanto *infra* riportato.

a) Da un lato (quello cioè dell’interlocuzione), egli, dal punto di vista *quantitativo*, normalmente interviene più degli altri partecipanti: dà e toglie la parola, interpella gli astanti, organizza l’ordine di trattazione degli argomenti etc.

E ciò è ancora più marcato, allorché egli sia anche (come di norma è) un componente dell’organo amministrativo, anzi di solito il suo componente più di spicco: poiché in virtù di tale ruolo egli sarà anche il soggetto che fornisce dati (ad esempio illustrando le situazioni patrimoniali), spiegazioni (sulle delibere all’OdG) e previsioni (sul futuro della società).

Già dal punto di vista quantitativo degli interventi, quindi, il presidente dell’assemblea ha una posizione a sé.

b) Ma anche sotto un altro aspetto il presidente mostra la peculiarità del suo ruolo. In effetti, egli svolge un compito che nessun altro svolge (con la sola eccezione del verbalizzante): ha cioè il dovere di percepire gli interventi altrui e raccoglierne il volere, per poter poi far emergere il volere collegiale dell’organo. In altre parole, è il presidente che accerta l’identità degli intervenuti, la presenza e validità delle deleghe, il voto espresso ed ogni altro accadimento assembleare (non a caso, presidente e verbalizzante sono poi i soggetti che firmeranno il verbale).

Compito questo che differenzia anche *qualitativamente* l’intervento del presidente (così come del verbalizzante) da quello degli altri soggetti presenti in assemblea.

Orbene, per poter adempiere alla loro (innegabile) peculiarità di ruolo, può dirsi che il presidente e il verbalizzante debbano essere, congiuntamente, presenti nel luogo di svolgimento dell’assemblea? O comunque occorre che almeno uno dei due lo sia (e, se sì, quale)?

---

persone desiderose di partecipare attivamente diventa, a volte, ingestibile per coloro che sono fisicamente presenti (anche per le distrazioni, e la discontinuità, che la partecipazione da remoto comporta...si pensi al fatto che la telecamera spenta può portare ad una partecipazione “intermittente” quindi non allineata con l’andamento del dibattito).

3.2.2. In tempo di pandemia, l'interrogativo è stato espressamente risolto dal Legislatore. Il D.L., infatti, ha espressamente previsto che non occorra la presenza, nello stesso luogo fisico, di alcun soggetto, statuendo all'art. 106 comma 2 ultimo periodo: «...senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio».

In altre parole, nel luogo<sup>27</sup> di svolgimento dell'assemblea potrebbero trovarsi entrambi, oppure uno solo dei due, oppure nessuno dei due.

La *ratio* normativa è chiara, nel senso del contenimento del contagio.

3.2.3. L'interrogativo riacquista però tutto il suo vigore col cessare dell'efficacia della norma eccezionale del D.L.<sup>28</sup>; e la risposta non può prescindere dall'interrogativo sul che cosa la presenza di presidente e verbalizzante<sup>29</sup>, o almeno la presenza fisica di uno di due, sarebbe volta a garantire.

È stata avanzata l'ipotesi<sup>30</sup> che, nel caso in cui gli aventi diritto partecipino taluni in presenza e talaltri da remoto, debbano comunque trovarsi presso il luogo di convocazione sia il verbalizzante, sia dei componenti dell'ufficio di presidenza<sup>31</sup>; e ciò «per l'accertamento di coloro che intervengono di persona (sempre che tale incarico non venga affidato al segretario verbalizzante o al notaio)».

A mio avviso, tale posizione non è del tutto congrua.

In effetti, nel (diverso) caso di partecipazione totalmente da remoto, si ammette che *tutti* i soggetti (presidente e verbalizzante compresi) possano essere dislocati in luoghi diversi<sup>32</sup>. Il che a sua volta implica che presidente e verbalizzante possano svolgere il loro rispettivo ruolo facendo ricorso *esclusivo* a mezzi di telecomunicazione.

Se così è, non si capisce perché lo stesso non possa accedere allorché qualcuno si presenti fisicamente; tenendo a mente che presentarsi fisicamente presso il luogo di convocazione null'altro è, se non collegarsi da lì, con mezzi di telecomunicazione, con gli altri astanti (a loro volta collegati da altre località).

In altre parole: se il presidente può, *online*, accertare l'identità dei presenti e percepire adeguatamente il loro voto; e se il verbalizzante può, anch'egli, avere contezza tramite collegamento *online* di quanto sopra, non si capisce<sup>33</sup> perché, laddove qualcuno

<sup>27</sup> Il problema si pone specialmente per le assemblee "miste", cioè con alcuni soggetti fisicamente presenti ed altri collegati da remoto. Per le assemblee *fully online*, infatti, il concetto stesso di luogo di svolgimento è discusso. Alla tesi di chi ritiene che un luogo di convocazione comunque vi sia (e rilevi ad esempio per la competenza territoriale del notaio: vedi F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare*, cit., 254) si contrappone la tesi di chi ritiene che il luogo di convocazione non esista più, al pari di quanto accade per le assemblee totalitarie: Consiglio notarile di Milano, *Massima 187*, § 1, in <https://www.consiglio-notarilemilano.it/massime-commissione-societa/187/> motivazione, § 3 et 4.

<sup>28</sup> Al momento della chiusura in redazione del presente contributo, l'art. 106 del D.L. ha cessato la sua efficacia con lo spirare del 31 luglio 2022.

<sup>29</sup> Sia egli il segretario, oppure il notaio.

<sup>30</sup> Consiglio notarile di Milano, *Massima 187*, cit..

<sup>31</sup> Salvo, come subito *infra*, che tale ruolo venga svolto dal segretario o dal notaio, su delega del presidente.

<sup>32</sup> Consiglio notarile di Milano, *Massima 187*, § 1, cit. E vedi anche il § 4 della relativa motivazione.

<sup>33</sup> A scanso di equivoci è opportuno ricordare che la citata *Massima 187* non è riferita all'art. 106 del D.L. (che, come detto, espressamente risolve il problema nel senso della non necessaria presenza fisica di alcuno), anzi ne ha addirittura di pochissimo preceduto la pubblicazione in G.U.; la *Massima 187* (pur nata sotto la dilagante prima ondata Covid) è in effetti un'esegesi della disciplina *ordinaria* (innanzitutto, di



si presenti fisicamente presso il luogo di convocazione dell'assemblea, presidente e verbalizzante, in ipotesi collegati *online* da remoto, improvvisamente non possano più svolgere quegli stessi compiti ed accertamenti, che vengono invece loro riconosciuti quando *tutti* sono collegati *online* da località diverse dal luogo di convocazione<sup>34</sup>.

Insomma, delle due, l'una: o lo strumento di telecomunicazione non è idoneo a adeguatamente percepire l'identità dei presenti e il loro voto (ma allora si arriverebbe alla inaccettabile conclusione per la quale non è ammessa l'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, in aperto contrasto con l'art. 2370 c.c.); oppure lo strumento è idoneo.

E se è idoneo, lo è per *ogni* accertamento a distanza<sup>35</sup>. Accertare ed ascoltare tramite un dispositivo elettronico, infatti, non cambia se uno o più soggetti, anziché essere collegati da casa o dal loro ufficio, si siano recati, ed ivi collegati, presso il luogo di convocazione<sup>36</sup>.

Così come, d'altronde, per i soggetti recatisi presso il suddetto luogo di convocazione – i quali dovranno ascoltare gli altri partecipanti, e con essi interagire, tramite collegamento da remoto – non vi è differenza per il fatto che tra i soggetti collegati da remoto vi sia, o non vi sia, il presidente e/o il verbalizzante<sup>37</sup>.

Le conclusioni sopra raggiunte non sono, peraltro, inficiate dalle previsioni tradotte in norma con il D.L.<sup>38</sup>. Non pare infatti corretto ricorrere al seguente argomento: che l'espressa previsione (contenuta nel D.L.) secondo cui non occorre la presenza fisica di alcun soggetto all'assemblea significhi, *a contrario*, che una volta scaduta la durata delle previsioni del D.L. occorra per forza la suddetta presenza fisica. Ciò non sarebbe a mio avviso corretto per almeno due ordini di ragioni, desumibili da natura e finalità del decreto legge in oggetto.

Da un lato, infatti, il D.L. si presenta, quanto alla sua *natura*, come norma non solo speciale, ma anzi eccezionale. Sicché utilizzarla per interpretare, anche solo *a contrario*, la norma ordinaria, pare un processo non corretto, salvo che suffragato da ulteriori

---

quella del Codice civile). La relativa motivazione, peraltro, tiene invece conto del D.L. frattanto emanato (e verosimilmente elaborato da persone in contatto con gli estensori della Massima in oggetto).

<sup>34</sup> Mi pare cioè che non sia adeguatamente motivato quanto affermato nella motivazione, § 2.1 della *Massima 187*, cit., ovverosia che in caso di assemblea mista (con alcuni intervenuti in presenza ed altri a distanza) il segretario o notaio debbano essere fisicamente presenti *in loco*, perché gli strumenti tecnologici, pur sofisticati, non consentirebbero loro di adeguatamente percepire tutti gli accadimenti del luogo. Come accennavo prima, le assemblee "miste" in realtà null'altro sono, a questi fini, che assemblee totalmente *online*, con l'unica particolarità che alcuni soggetti si collegheranno dal medesimo luogo. Pertanto non mi convince il ragionamento che il presidente e segretario potrebbero espletare i loro compiti, da remoto, sia in caso di assemblee totalmente *online* (§ 4), sia in caso di assemblee totalitarie (in quanto prive di luogo di convocazione: § 3), ma non in questa (assimilabile) ipotesi.

<sup>35</sup> Analogamente, F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare*, cit., 253 che non condivide che gli accertamenti debbano per forza essere svolti in presenza fisica dell'accertante e dell'accertato.

<sup>36</sup> La stessa *Massima 187*, cit., in motivazione § 2.1 pare in realtà non astrattamente contraria a tale ricostruzione, affermando che il presidente «può valutare, sulla base delle circostanze del caso, se il suo intervento mediante mezzi di telecomunicazione gli consenta di poter efficacemente esercitare i propri poteri ordinatori relativi alla gestione dei lavori assembleari»: il che significa che il presidente collegato da remoto può dirigere efficacemente l'assemblea per lo meno in alcune circostanze (e resterebbe da dimostrare perché non, invece, in tutte).

<sup>37</sup> Ritene invece che il notaio debba trovarsi presso il luogo di convocazione A. BORTOLUZZI, *Atto digitale e atto telematico a distanza*, cit., 54 (ma senza motivazione).

<sup>38</sup> *Contra* M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali)*, cit., 68.

ed univoche argomentazioni. Argomentazioni che per il vero esistono, ma portando in direzione opposta.

Da altro lato infatti, la chiave interpretativa emerge con chiarezza avendo a mente la *finalità* del decreto, finalità di natura chiaramente emergenziale<sup>39</sup>. Ne consegue che al Legislatore interessava fornire regole chiare, che consentissero di mantenere il più possibile attiva la vita economica del Paese: nulla più di questo.

Sicché a previsioni “di rottura” (come quella che permette il ricorso ai mezzi di telecomunicazione *in deroga* alle diverse disposizioni statutarie) si affiancano previsioni che non innovano, ma recepiscono orientamenti e/o prassi non codificate<sup>40</sup>, garantendone ufficialmente la bontà e la tenuta e quindi permettendone un’immediata e sicura applicazione<sup>41</sup>. E tra tali previsioni va appunto annoverata la possibilità che nessun partecipante all’assemblea si trovi presso il luogo di svolgimento dell’assemblea<sup>42</sup>.

Più in generale può osservarsi che, sebbene sia usuale distinguere<sup>43</sup> tra assemblee totalmente in presenza ed assemblee con modalità di svolgimento misto (parte in presenza e parte *online*), a ben vedere la realtà è leggermente diversa. Infatti, in caso di partecipazione con mezzi di telecomunicazione anche di un *solo* soggetto, di fatto anche *tutti* gli altri sono costretti farvi ricorso: e ciò, per poter essere visti ed uditi da chi si collega da remoto, oltre che per poter, a loro volta, vederlo ed udirlo.

Si potrebbe quindi dire che le modalità di svolgimento sono, in realtà, due: o tutta in presenza (nessuno collegato) o con ricorso a mezzi di telecomunicazione (sotto-declinabile in: uno, più, o tutti collegati). Tale ultima ipotesi è unitaria in tutte le sue possibili sotto-declinazioni e quindi unitariamente va trattata. Come del resto unitariamente la tratta il Legislatore, che si limita a distinguere tra assemblee in presenza ed assemblee da remoto (senza prevedere regole particolari per quella mista).

E se unitaria ne è la modalità di svolgimento, a prescindere dalla percentuale di soggetti collegati e soprattutto a prescindere dal dove essi siano collegati (luogo di convocazione o altri), allora si deve concludere, a mio avviso, che non occorra la pre-

---

<sup>39</sup> Il Decreto n. 18/2020 è infatti noto anche come “Cura Italia 2020”.

<sup>40</sup> La cui mancanza di codificazione avrebbe potuto fungere da freno all’utilizzo, ostacolando il pronto ed efficace contrasto dell’epidemia.

<sup>41</sup> Si pensi ad esempio alla possibilità di svolgere assemblee tramite mezzi di telecomunicazione, in caso di silenzio dello statuto sul punto; possibilità che alcuni interpreti, invero minoritari, ritengono lecita già in base alle norme del codice civile ed ai principi generali sottesi. Sicché il riconoscimento di qualcosa all’interno di un provvedimento eccezionale non dimostra l’intento del Legislatore di *qualificarlo* vietato, per contrapposizione, nel passato e nel futuro, quanto solo quello (non dogmatico, bensì pratico) di *consentirlo al di là di ogni dubbio* nel presente.

<sup>42</sup> Può ulteriormente osservarsi come l’interpretazione letterale stessa possa suffragare la conclusione di cui sopra: in effetti, la parte derogatoria della norma esplicita tale sua natura, là dove statuisce: «anche *in deroga* alle diverse disposizioni statutarie»; mentre nessun inciso di carattere derogatorio è contenuto laddove la norma si limita a chiarire che in caso di partecipazione virtuale, la virtualità può riguardare anche la partecipazione del presidente e del verbalizzante (che non hanno quindi né l’obbligo di compresenza, né quello di presenza di almeno uno di essi nel luogo di svolgimento della assemblea). Vedasi ad esempio F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare*, cit., 252, secondo il quale la norma sarebbe volta a derogare solo alla contraria previsione statutaria e non anche ad un (inesistente) principio generale di necessaria compresenza di presidente e segretario.

<sup>43</sup> La tripartizione tradizionale prevede assemblee: tutte in presenza; miste, totalmente da remoto.

senza fisica di presidente e/o verbalizzante<sup>44</sup>: e ciò non solo nelle assemblee totalmente *online*, bensì anche in quelle cosiddette miste.

Sarebbe quindi lecitamente tenuta un'assemblea convocata presso la sede sociale e con presidente e verbalizzante collegati in remoto (dallo stesso luogo o anche da due diversi)<sup>45</sup>.

4. *Tecniche di verbalizzazione e sottoscrizione del verbale.* – Tema distinto, ma collegato, a quello della necessaria presenza fisica, o meno, di presidente e verbalizzante in assemblea, è quello della sottoscrizione del verbale stesso.

4.1. *A legislazione ordinaria.* – Il punto di partenza è costituito dall'art. 2375 comma 1 c.c., il quale statuisce che: «le deliberazioni dell'assemblea devono constare da verbale sottoscritto dal presidente e dal segretario o dal notaio».

A ciò si aggiunge il fatto che, dalla riforma del 2003 in poi, è oramai espressamente codificato che il verbale possa anche non essere contestuale, purché redatto «senza ritardo, nei tempi necessari per la tempestiva esecuzione degli obblighi di deposito o di pubblicazione.» (art. 2375 ultimo comma, c.c.).

L'interpretazione che se ne ricava è che, secondo la legislazione ordinaria, il verbale (non redatto dal notaio<sup>46</sup>) debba essere sottoscritto dal presidente e dal segretario. La verbalizzazione, a sua volta, dovrà essere o contestuale, o differita; in entrambe le ipotesi, sottoscritta da entrambi i sopra citati soggetti.

L'interpretazione di cui sopra non è invece pacificamente estesa al caso di verbalizzazione notarile. Infatti, in tale ipotesi, si confrontano due tesi:

Una, secondo la quale il notaio farebbe le veci del segretario (se pure con la forza che la verbalizzazione ad opera di pubblico ufficiale imprime al verbale): ne consegue che il verbale, contestuale o differito che sia, dovrebbe essere sottoscritto sia dal presidente, sia dal notaio.

Una seconda tesi<sup>47</sup>, invece, valorizza ulteriormente il ruolo del notaio, ritenendo

<sup>44</sup> Non condivido quindi la tesi “tradizionale” (pur se autorevolmente sostenuta), a mio avviso ispirata a ragioni di prudenza iniziale (ricordo che la *Massima 187*, cit., era già di per se stessa innovativa, essendo intervenuta prima della “copertura” fornita dalle previsioni del D.L.) secondo cui, se il presidente si colleghi da remoto, «nel luogo indicato nell'avviso di convocazione deve trovarsi il segretario verbalizzante o il notaio, unitamente alla o alle persone incaricate dal presidente per l'accertamento di coloro che intervengono di persona» (*Milano 187*, cit.); ripresa, se pur limitatamente alla sola assemblea “mista”, da A. BUSANI, *Assemblee e Cda*, cit., 400 secondo cui l'assemblea «parzialmente analogica che [...] offre ai partecipanti la possibilità di intervento in collegamento audio/video [...] si svolge con (almeno) il presidente ed il segretario nel luogo di convocazione (o comunque fisicamente presenti nel medesimo luogo, ove si tratti di assemblea totalitaria)».

<sup>45</sup> Sul se tali conclusioni valgano ugualmente laddove la clausola statutaria (che ammette la teleconferenza) imponga però la compresenza di presidente e verbalizzante, vedi in senso permissivo *Massima 187*, cit., comma primo; più dubitativo F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare*, cit., 257.

<sup>46</sup> Il riferimento è beninteso al notaio quale pubblico ufficiale. Laddove invece un soggetto, che pure rivesta la qualifica di notaio, verbalizzi per scrittura privata (con quindi la semplice qualifica di segretario, assumibile da chiunque), si tratterà di un normale verbale non notarile, che va sottoscritto – come tutti – dal presidente e dal segretario.

<sup>47</sup> Consiglio notarile di Milano, *Massima 45*, rinvenibile in <https://www.consigionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/45/>. A mio parere, la tesi in oggetto coglie nel vero. Il notaio, prima che pro-

che la pubblica fede riconosciuta al suo atto ed i compiti attribuiti dalla legge al rogante<sup>48</sup>, comportino una verbalizzazione per definizione cogente a livello processuale<sup>49</sup>. Ne conseguirebbe, che il verbale potrebbe essere sottoscritto dal solo notaio (senza cioè la sottoscrizione del presidente). Tesi, quindi, che legge la “o” del citato primo comma dell’art. 2375 c.c. “sottoscritto dal presidente e dal segretario o dal notaio” come antitesi non tra la sola sottoscrizione del segretario e quella del notaio, bensì tra quella di presidente e segretario da un lato e notaio dall’altro.

4.2. *Durante la pandemia.* – 4.2.1. Nella vigenza del periodo emergenziale, si è ovviamente posto con molta forza il problema di chi dovesse (e potesse) sottoscrivere il verbale; specie, nel caso in cui tutti i partecipanti, presidente e verbalizzante inclusi, partecipassero da remoto<sup>50</sup>.

A dire il vero il D.L. non ha espressamente affrontato il problema della verbalizzazione. Tuttavia, da un lato valorizzando la palese volontà normativa di limitare i contatti tra persone e dall’altro rifacendosi alle interpretazioni già in precedenza raggiunte e come sopra riepilogate, l’interpretazione che è emersa è la seguente.

In caso di verbalizzazione non notarile, occorre la sottoscrizione di presidente e segretario.

Laddove i due soggetti non siano contestualmente presenti nello stesso luogo (ad esempio, ma non solo, a causa di un’assemblea totalmente *online*), gli stessi potranno comunque apporre entrambi la loro firma, essendo previsto già dalla norma generale<sup>51</sup> che un verbale possa essere anche perfezionato<sup>52</sup> successivamente al termine della riunione, purché senza ritardo. Tali sottoscrizioni, peraltro, in quanto apposte su un verbale redatto per scrittura privata, non richiedono affatto la compresenza fisica di chi le appone.

---

fessionista, è pubblico ufficiale, nominato e selezionato *come* il Giudice; e *come* il Giudice firma (da solo) i suoi verbali, cui l’ordinamento attribuisce riconoscimento. Inoltre, la tesi della necessaria firma congiunta potrebbe creare situazioni di stallo in caso di diversità di vedute su cosa verbalizzare, diversità che sono invece risolte normativamente con la previsione che solo la verbalizzazione notarile sia assistita da pubblica fede. Il che sarebbe però vanificato, se il notaio non potesse da solo firmare il documento, attraverso cui esprime la sua versione dei fatti, ma dovesse negoziarne il contenuto con soggetti terzi (peraltro non sottoposti ai controlli a cui è sottoposto il notaio).

<sup>48</sup> Peraltro sottoposto, unico nel suo genere, ad un triplo controllo di legge: quello del Ministero della Giustizia, quello del Pubblico Ministero e quello del Consiglio Notarile di appartenenza.

<sup>49</sup> La pubblica fede consiste nel fatto che quanto riportato dal notaio come accaduto in sua presenza o da lui compiuto, fa prova fino a querela di falso (art. 2700 c.c.): costituendo quindi l’atto pubblico la prova documentale per eccellenza (non a caso, l’articolo in commento è situato, all’interno del libro VI, nel Titolo II (Delle prove), Capo II (della prova documentale)).

<sup>50</sup> Ipotesi sicuramente lecita durante il periodo emergenziale (per espressa previsione legislativa), ma a mio avviso del tutto lecita sia prima, sia dopo la vigenza del D.L., come dianzi argomentato.

<sup>51</sup> Art. 2375, ultimo comma, c.c. di cui sopra.

<sup>52</sup> Il verbale si *perfeziona* con la stesura del testo seguito dalle sottoscrizioni; per cui se è possibile il *plus* della scritturazione (e conseguenti sottoscrizioni) successive, è anche consentito il *minus* della (in ipotesi) scritturazione contestuale, seguita dalle sole sottoscrizioni successive (proprio in virtù del fatto che a sottoscrivere devono essere due distinte persone).

Sicché insomma non vi è antitesi tra esigenza di contenere il contagio e necessità della doppia sottoscrizione<sup>53</sup>, essendo sufficiente che il verbale venga scritturato e firmato dal segretario e poi spedito, per la firma, al presidente.

In caso di verbalizzazione notarile, la stessa potrà essere firmata dal solo notaio<sup>54</sup>.

Il notaio potrà sia redigere un verbale contestuale, sia uno differito, senza che la scelta tra tali due modalità sia influenzata dallo svolgimento della assemblea in presenza o con mezzi di telecomunicazione.

4.2.2. A quanto sopra non costituisce realmente, a mio avviso, tesi contraria l'opinione secondo la quale il verbale, in certe ipotesi, verrebbe redatto in modalità differita<sup>55</sup>. L'opinione in oggetto infatti, riferita alla legislazione ordinaria e non a quella emergenziale (più agevolativa<sup>56</sup>), afferma quanto segue.

Da un lato: (in ottica agevolativa) si premura di affermare come – pur in assenza della legislazione emergenziale ed anzi pur in presenza di clausole statutarie che impongano la compresenza di presidente e segretario nello stesso luogo – sia comunque sempre possibile che (quasi) tutti partecipino all'assemblea da remoto. In altre parole, vigente la legislazione ordinaria e quindi in presenza di statuti che consentano il ricorso ai mezzi di telecomunicazione<sup>57</sup>, l'assemblea da remoto può tenersi con la partecipa-

---

<sup>53</sup> Ritengo pertanto non condivisibile quanto ventilato, peraltro in via meramente dubitativa, da A. BUSANI, *Assemblee e Cda*, cit., 403 et 404, il quale ipotizza che il verbale possa essere sottoscritto – nel solo periodo emergenziale – dal solo segretario. In effetti, da un lato non si rinviene la previsione normativa che deroghi all'art. 2375, comma 1, c.c. (essendo la deroga limitata, ribadisco, alla sola fase dei lavori assembleari e non a quella della verbalizzazione); dall'altro la firma ad opera del solo segretario costituirebbe una deroga irragionevole (art. 3 Costituzione) alla affidabilità del verbale assembleare: lo scritto del segretario, infatti, non è assistito da pubblica fede (il che spiega il motivo per il quale la norma ha richiesto la doppia firma) ed inoltre la doppia firma può essere ottenuta nel pieno rispetto del distanziamento, vuoi ricorrendo alla spedizione fisica del verbale cartaceo, vuoi a quella telematica del verbale sottoscritto digitalmente sia dal presidente, sia dal segretario.

<sup>54</sup> Ciò vale, *in primis*, se si ritenga, come anche io credo, che il verbale notarile possa sempre, anche fuori dal periodo emergenziale, essere sottoscritto dal solo notaio (sulla scorta della tesi espressa dal CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, nella *Massima 45*, cit.); ma vale a maggior ragione durante la vigenza della previsione del D.L. sul punto. In effetti, imponendo la non necessità della presenza nel medesimo luogo di presidente e notaio, il D.L. porta (se pure con tecnica normativa carente, in quanto non espressa) alla firma unica. Infatti, mentre nel verbale per scrittura privata la doppia firma può essere apposta non contestualmente, in quello per atto notarile ciò è vietato dalla legislazione in materia, sicché imporre la doppia sottoscrizione equivarrebbe (irragionevolmente) a reintrodurre in fase di firma, quella compresenza fisica, foriera di contagio, che la norma aveva espressamente evitato durante i lavori assembleari. In altre parole, il verbale notarile può essere redatto in modalità differita, ma anche in tale ipotesi la sottoscrizione deve essere contestuale alla sua (differita) redazione. Del resto, l'atto notarile deve essere conservato in originale dal notaio, sicché in ogni modo una spedizione postale dello stesso, al fine di ottenerne la sottoscrizione a distanza, sarebbe anche da questo punto di vista non consentita.

<sup>55</sup> *Massima 187*, cit., che nel secondo paragrafo afferma: «[...] svolgimento della riunione assembleare con l'intervento di tutti i partecipanti mediante mezzi di telecomunicazione, potendosi in tal caso redigere *successivamente* [il corsivo è mio] il verbale assembleare, con la sottoscrizione del presidente e del segretario, oppure con la sottoscrizione del solo notaio in caso di verbale in forma pubblica».

<sup>56</sup> Lo stesso § 4 della motivazione della *Massima* in oggetto, infatti, afferma che in caso di assemblea di cui sia imposta la forma esclusivamente *online* nel periodo di vigenza del D.L. «non è necessaria la presenza di alcun soggetto in alcun determinato luogo».

<sup>57</sup> Oppure anche in assenza di tale previsione, ove si ritenga di aderire all'opinione minoritaria secondo la quale il ricorso ai mezzi di telecomunicazione sarebbe sempre possibile, a legislazione ordinaria, purché sia assicurata la collegialità piena della riunione.

zione a distanza di tutti (fatta salva, secondo tale opinione, la necessaria partecipazione fisica del verbalizzante).

Dall'altro lato: si premura di chiarire le modalità, attuative di quanto sopra, quanto alle firme. La difficoltà sta ovviamente nel conciliare due sottoscrizioni contestuali, da parte di due soggetti<sup>58</sup> fisicamente situati in luoghi tra loro diversi.

La Massima risolve quindi il problema affiancando, alla mancanza di compresenza in assemblea, anche la mancanza di contestualità di firma: presidente e segretario, in quanto situati in luoghi diversi, sottoscriveranno in tempi diversi<sup>59</sup>, dando luogo ad un verbale differito (cioè perfezionato in tutti i suoi elementi, firme comprese, in un momento diverso da quello di chiusura dell'assemblea).

La citata opinione, poi, risolve ancor più agevolmente il problema in caso di verbale notarile, in quanto per tale ipotesi ritiene (correttamente) sufficiente la sottoscrizione del solo notaio.

In sintesi, nonostante il contrario possa apparire dalla sintetica formula della Massima, il ricorso alla modalità differita di verbalizzazione non è, di per sé, legato al ricorso alle tecniche di telecomunicazione (tanto che la verbalizzazione differita è usata indifferente anche per le assemblee svolte in presenza).

Piuttosto, per risolvere alcuni problemi pratici nascenti dalla fisica impossibilità di apporre contestualmente la sottoscrizione da parte di soggetti tra loro distanti, la verbalizzazione differita può essere *uno* degli strumenti a cui fare ricorso, in aggiunta ad esempio alla apposizione di firme digitali su documenti scambiati a distanza o al ricorso al verbale notarile sottoscrivibile (contestualmente) dal solo notaio.

Non vi è quindi motivo<sup>60</sup> di ritenere che, secondo l'opinione in commento<sup>61</sup>, un'assemblea svolta integralmente *online* debba essere verbalizzata *sempre* con modalità differita; e ciò men che meno laddove il verbale sia redatto dal Notaio, che può essere l'unico soggetto a sottoscriverlo (anche al di fuori della norma emergenziale)<sup>62</sup>.

<sup>58</sup> Presidente e segretario.

<sup>59</sup> Per permettere al documento fisico di raggiungerli nei diversi luoghi in cui si trovano. Si osservi peraltro come la necessità del verbale differito venga meno laddove alla sottoscrizione del verbale presidente e segretario procedano con firma digitale, in quanto in tale evenienza alla spedizione (telematica) del documento da un soggetto all'altro si può procedere istantaneamente via email o mediante siti sui quali si possono condividere files, scaricabili da chiunque abbia le credenziali di accesso.

<sup>60</sup> Nel medesimo senso di ritenere che la verbalizzazione differita non sia la necessaria conseguenza dell'assemblea con mezzi di telecomunicazione, vedi (pur se con un percorso argomentativo leggermente differente) A. BUSANI, *Assemblee e Cda*, cit., 404.

<sup>61</sup> La Massima in commento insomma a mio avviso si limita a *proporre* una tecnica redazionale, non ad imporla come unica. Il che, oltre che dalle considerazioni di cui sopra, si desumerebbe anche a livello letterale dall'uso che la Massima fa del vero "potere" (*potendosi* in tal caso redigere successivamente il verbale assembleare). Non si può in ogni modo negare come la Massima si possa sul punto prestare a più di una interpretazione, essendo peraltro il suo scopo quello di ampliare la partecipazione da remoto in un periodo di emergenza (ben più di quello di regolare nel dettaglio le relative modalità di verbalizzazione, già altrove studiate).

<sup>62</sup> In ulteriore sintesi: da un lato non condivido la distinzione tra assemblea totalmente *online* ed assemblea mista, sicché non posso condividere che i poteri-doveri del verbalizzante si debbano svolgere con modalità diverse (impedendone o consentendone l'assenza fisica dal luogo di convocazione) per i due tipi di assemblea (che a mio avviso, costituiscono invece un *unico* tipo di assemblea, comunque *online* a prescindere dal fatto che alcuni soggetti si colleghino, o meno, dallo stesso luogo); dall'altro, la verbalizzazione differita pare in effetti idonea per le verbalizzazioni non notarili non sottoscritte digitalmente, mentre è superabile in caso di verbalizzazione notarile (sottoscrive il solo notaio) o di sottoscrizione a distanza (mediante firma digitale) del verbale non notarile.

# L'ATTRIBUZIONE A TERZI DEI POTERI ASSEMBLEARI NELLA LEGISLAZIONE VIGENTE, CON SPECIFICO RIGUARDO ALL'ART. 118 CCI

di *Alessandro Monteverde*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Fattispecie. – 3. Considerazioni generali. – 4. Questioni problematiche.

1. *Premessa.* – Prima di affrontare il tema, è necessaria qualche notazione metodologica, volta soprattutto a delimitare l'indagine e quindi le riflessioni che ho intenzione di proporre.

Pur avendo sofferto negli ultimi decenni importanti rivisitazioni, soprattutto per effetto dell'avvento delle nuove tecnologie, l'assemblea rimane tuttora nelle società di capitali l'unico organo immancabile: vuoi nelle società per azioni (od in accomandita per azioni)<sup>1</sup>, vuoi in quelle a responsabilità limitata, essa costituisce il consesso in cui la proprietà trova il momento di formale e rilevante espressione della volontà nell'esercizio dell'impresa collettiva<sup>2</sup>. Tale concezione può essere estesa anche alle società personali, là dove sia voluto dai soci applicabile il metodo assembleare, che la legge non prescrive ma neppure vieta<sup>3</sup>.

La *governance* legale dei diversi tipi normativi societari e le scelte discrezionali dell'autonomia negoziale dei soci strutturano vari modelli<sup>4</sup>. Anzitutto, nelle società azionarie la ripartizione di competenze – e quindi di poteri – tra gli organi è più netta e rigida, come emerge soprattutto dall'art. 2364 c.c., che non solo elenca (alcune fra) le

---

<sup>1</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, nel *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2012, 386, evidenzia il ruolo riservato ai soci nell'organizzazione della s.p.a.; sull'essenzialità dell'assemblea v. anche M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, XXIX ss.

<sup>2</sup> Anche nella s.r.l., nonostante l'estensione dei casi in cui sono ammesse le decisioni dei soci mediante consultazione scritta o consenso espresso per iscritto (art. 2479, comma 3, c.c.), almeno là dove si intenda modificare il contratto sociale il metodo assembleare è ineludibile per espressa disposizione di legge (art. 2479, comma 4, c.c.). Cfr. per tutti O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, nel *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, V, Padova, 2007, 285 s.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, *Artt. 2475-2483*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, *sub art.* 2479, 1280 ss.

<sup>3</sup> G. COTTINO, *Le società personali*, Bologna, 2019, 166 ss.; G. COTTINO, R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in G. COTTINO, R. WEIGMANN, R. SARALE, *Società di persone e consorzi*, nel *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, III, Padova, 2004, 165 ss.; M. DI SARLI, *Le decisioni dei soci*, in *Le nuove società di persone*, a cura di G. COTTINO, O. CAGNASSO, Bologna, 2014, 100 ss.

<sup>4</sup> Tra i molti interventi dell'Onorato sul tema, è opportuno qui ricordare almeno, per un inquadramento sintetico ma generale, il saggio su Corporate governance e "sistema dei controlli", in *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a.*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2013, 1 ss.

materie sulle quali spetta ai soci il potere, e talora il dovere, di pronunciarsi, ma anche demarca il confine tra ciò su cui all'assemblea è legittimo attribuire voce in capitolo e ciò su cui le è precluso averla<sup>5</sup>. Per contro, nelle società a responsabilità limitata gli argomenti che sono riservati o demandabili a decisioni dei soci (in forma obbligatoriamente o facoltativamente collegiale) sono molto più numerosi in virtù della formulazione dell'art. 2479 c.c.<sup>6</sup>, anche a non voler considerare l'eventualità di diritti individuali statutariamente riservati *ex art.* 2468 c.c.<sup>7</sup>. In secondo luogo, rileva la differenziazione tra modelli adottati dalla s.p.a. (o, ove ritenutane ammissibile l'opzione, dalla s.r.l.<sup>8</sup>), in quanto nel sistema c.d. tradizionale ed in quello monistico le competenze dell'assemblea sono più estese rispetto a quelle del sistema dualistico, nel quale parte di esse transitano in capo al consiglio di sorveglianza<sup>9</sup>. Ne discende che le funzioni assegnate all'assemblea, ed il relativo potere decisionale, appaiono mutevoli secondo il contesto in cui si colloca in concreto l'organo deliberante.

Altra osservazione preliminare concerne le formalità deliberative. La storica idea di assemblea come riunione fisica di coloro che hanno diritto di intervenirevi, caratterizzata da unità di tempo e luogo, non è più del tutto aderente alla realtà<sup>10</sup>. Sono infatti state legittimate modalità deliberative svincolate dalla collegialità (si pensi alle varie forme di riunioni e votazioni a distanza)<sup>11</sup> ed addirittura dalla contestualità temporale (si pensi al voto per corrispondenza nella s.p.a. od alle decisioni dei soci nella s.r.l. conseguite in sede extrassembleare, per consultazione scritta o per consenso espresso per iscritto)<sup>12</sup>.

Quando mi riferisco ai "poteri assembleari" intendo quelle prerogative che spettano all'assemblea in ragione della competenza ad essa riservata dalla legge e dai patti sociali, con riguardo, in ispecie, alla possibilità di manifestare – quale organo – la volontà sociale attraverso la deliberazione, atto giuridico idoneo a produrre determinati effetti di natura negoziale. Allorché poi mi domando se, e con quali conseguenze, sia configurabile una deviazione del potere assembleare in favore di terzi, mi riferisco a soggetti estranei non solo alla compagine sociale, ma più in generale alla società stessa<sup>13</sup>. Non

<sup>5</sup> M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 26 ss. Mi permetto rinviare anche al mio intervento *Le interferenze nella gestione e le responsabilità*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. IRRERA, 2020, 641 ss. Sul distinto tema delle deleghe assembleari v. S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, ove spunti correlati e ricchissima bibliografia.

<sup>6</sup> G. ZANARONE, *op. cit.*, 1251 ss.

<sup>7</sup> O. CAGNASSO, *op. cit.*, 128 ss.

<sup>8</sup> Sulla questione v. M. AIELLO, *Art. 2475*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI, *Codice della società a responsabilità limitata*, Roma, 2015, 444 s.

<sup>9</sup> Basti pensare alla nomina ed alla revoca dei componenti del consiglio di gestione ed all'approvazione del bilancio di esercizio, per non dire delle altre materie elencate nell'art. 2409 *terdecies* c.c. V. sul punto ampiamente V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, Torino, 2012, 356 ss.

<sup>10</sup> È comunque utile richiamare anzitutto, per una migliore comprensione dell'argomento, lo studio di G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, 1979.

<sup>11</sup> In dottrina, si rinvia a S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997; M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, 1065 ss.

<sup>12</sup> Sul voto per corrispondenza, v. A. MIRONE, *Il voto per corrispondenza nelle società quotate: profili di disciplina*, in *Riv. soc.*, 1999, 751 ss.; su consultazione scritta e consenso espresso per iscritto nelle s.r.l., v. O. CAGNASSO, *Le decisioni degli amministratori e dei soci di s.r.l. adottate mediante consultazione scritta o consenso espresso per iscritto: una semplificazione?*, in *Riv. soc.*, 2005, 149.

<sup>13</sup> Emblematico il caso dell'art. 2409, comma 4, c.c. (sul quale anche oltre, nel testo), che in casi eccezionali consente la nomina di un soggetto estraneo alla società per azioni, non eletto dai soci, munito di pre-



mi occuperò quindi dei casi in cui competenze e poteri assembleari siano dirottati su altri organi, o su alcuni soci soltanto, secondo uno schema non infrequente (cfr. ad es. art. 2365, comma 2, c.c.), bensì di fattispecie in cui per legge ad esprimersi in luogo dell'assemblea e nel limite delle sue competenze, e quindi a dar voce alla società, siano persone od enti che con quest'ultima non abbiano alcun legame di carattere volontario.

L'indagine non ha alcuna pretesa di esaustività, ma vuole costituire soltanto un nucleo di considerazioni sul tema proposto, qui circoscritto peraltro alle società di capitali.

2. *Fattispecie*. – Il fenomeno dell'esercizio di un diritto per disposto normativo da parte di chi non ne sia il titolare è tema da sempre immanente al diritto civile ed a quello processuale. Basti pensare, nel primo ambito, all'istituto del rappresentante legale e, nel secondo, alla figura del sostituto processuale od a quella del curatore speciale. Diferente, e non pertinente alle riflessioni che si propongono, è invece la fattispecie della rappresentanza volontaria in tutte le sue forme.

Nell'ambito del diritto societario, è consentito che talune attribuzioni normalmente proprie di un organo siano svolte occasionalmente da un altro, sia per previsione di legge (si pensi agli atti di ordinaria amministrazione demandati alla valutazione del collegio sindacale allorché venga meno l'intero organo amministrativo, od al meccanismo della cooptazione, od ancora ai poteri sostitutivi dell'organo di controllo in ipotesi di omessa convocazione dell'assemblea da parte degli amministratori che vi siano obbligati)<sup>14</sup>, sia per volontà dei soci (così è a dirsi, per far solo due esempi, per le deleghe agli amministratori di cui al già richiamato art. 2365, comma 2, c.c. e per l'avocazione di decisioni gestorie di cui all'art. 2479 c.c.)<sup>15</sup>. Non vi è tuttavia, in questi casi, alcuna esternalizzazione del potere, ma piuttosto una differente allocazione di esso in seno alla società, indotta dal verificarsi di circostanze eccezionali, come tali apprezzate dalla legge o dalle parti del contratto.

Interessa qui la contrapposta fattispecie in cui l'ordinamento, venendo in essere determinate situazioni critiche, sceglie di esautorare l'organo (per quel che preme: l'assemblea) e devolverne il potere decisionale a soggetto estraneo alla società, che appaia più affidabile od efficiente. Ciò può essere determinato dall'esigenza di tutelare un interesse pubblico, oppure da quella di offrire protezione ai diritti di coloro (in genere: le minoranze) che dall'inerzia o dal malfunzionamento dell'organo trarrebbero pregiudizio<sup>16</sup>.

---

rogative a geometria variabile secondo le esigenze ritenute dal tribunale, non escluse quelle tipicamente assembleari.

<sup>14</sup> Secondo l'art. 2386, comma 5, c.c., l'organo di controllo funge, entro limiti temporali ed oggettivi, quale gestore dell'impresa; per l'art. 2381, comma 5, c.c., l'organo amministrativo, nella ridotta composizione residua, svolge una funzione tra quelle di cui all'art. 2364, comma 1, n. 2; il meccanismo stabilito dagli artt. 2367, 2406, 2409 *quaterdecies*, comma 1, c.c., legittima l'intervento del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza in caso di omissione degli amministratori e di urgente necessità nella convocazione dell'assemblea.

<sup>15</sup> Se nelle s.p.a. le *chances* di un coinvolgimento dei soci nella gestione sono assai limitate (sul punto, v. P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss., ed anche il mio *Le decisioni gestorie dei soci nelle società lucrative*, Milano, 2013), nelle s.r.l. il modello adottato dal legislatore è profondamente diverso, attesa l'ampiezza delle deroghe – non solo prevedibili in generale mediante norma statutaria, ma che di volta in volta possono essere imposte dai soci – ai poteri degli amministratori.

<sup>16</sup> Nella crisi gestionale della società, solitamente l'ordinamento interviene con misure atte a cercare di

Una prima serie di fattispecie che, a titolo esemplificativo, desidero richiamare – senza che tuttavia esse costituiscano oggetto dell’analisi – è accomunata dalla caratteristica per cui la supplenza interviene a proposito di una crisi funzionale dell’organo, inerte rispetto a competenze che gli sono proprie. L’art. 2487, comma 2, c.c. dispone che, ove l’assemblea non si costituisca o non delibere (in breve: non funzioni, e quindi non provveda), il tribunale, opportunamente richiestone, adotta con decreto le decisioni inerenti la nomina dei liquidatori ed i criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione della società che versò in stato di scioglimento; più sintetica, ma non diversa nella sostanza, la soluzione offerta per le società di persone dall’art. 2275, comma 1, c.c., allorché i soci siano in disaccordo. Il revisore legale dei conti, per l’art. 2477, comma 5, c.c., ove non provveda l’assemblea viene nominato dal tribunale, anche su segnalazione officiosa ad opera del conservatore del registro delle imprese. In virtù dell’art. 2367, comma 2, c.c. il tribunale, che sia stato adito per ordinare la convocazione dell’assemblea e che accolga l’istanza, designa altresì la persona che deve presiederla: indicazione, quella del presidente dell’assemblea, che è normalmente prestabilita dallo statuto in modo non discrezionale, ma che può ben essere deferita, per mancanza di apposita previsione pattizia, secondo la regola dell’art. 2371, comma 1, c.c., ossia ad elezione da parte della medesima assemblea, e che nel caso menzionato viene invece assunta dall’autorità giudiziaria.

Altre situazioni – su cui d’ora innanzi mi concentrerò in via esclusiva – sono quelle riconducibili alla nomina di provenienza pubblicistica (amministrativa o giudiziaria) di un determinato soggetto, cui consegue l’attribuzione di poteri usualmente propri dell’assemblea per fronteggiare una *mala gestio* della società. È quanto accade quando il tribunale, adito in virtù dell’art. 2409 c.c., nomini un amministratore giudiziario; oppure disponga, nell’ambito delle azioni di contrasto alla criminalità mafiosa, la misura cautelare che si estrinseca nella nomina di uno o più amministratori giudiziari per la gestione di complessi aziendali ed imprese costituite in forma collettiva (artt. 34, comma 3, e 41 d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159); o l’autorità di vigilanza affidi la gestione della cooperativa ad un commissario secondo quanto stabilito dall’art. 2545 *sexiesdecies* c.c.; od ancora quando il governo decreti il commissariamento straordinario dell’impresa la cui attività produttiva abbia comportato e comporti pericoli gravi e rilevanti per l’integrità dell’ambiente e della salute, con l’effetto che, per la durata del commissariamento, sono attribuiti al commissario tutti i poteri e le funzioni degli organi di amministrazione e sono sospesi i poteri dell’assemblea (art. 1, comma 3, d.l. 4 giugno 2013, n. 61, conv. con mod. in l. 3 agosto 2013, n. 89); od allorché la Banca d’Italia abbia disposto l’amministrazione straordinaria di una banca o di un intermediario finanziario, con l’effetto di sospendere le funzioni dell’assemblea, salva la sua convocazione ad opera dei commissari (art. 70 ss. d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385).

---

ripristinare la legalità ed il buon governo da parte degli amministratori; nondimeno, anche la tutela delle minoranze verso gli abusi perpetrati dalla maggioranza assembleare è tema vastissimo, sul quale la bibliografia e la giurisprudenza sono sterminate. Limitandosi a qualche rinvio essenziale, si richiamano in dottrina i non recenti ma fondamentali lavori di A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell’ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, e D. PREITE, *L’abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, ed in giurisprudenza le storiche decisioni Cass., 5 maggio 1995, n. 4923, in *Giur. comm.*, 1996, II, 354; ID., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Foro it.*, 2010, I, 85, e, da ultimo, ID., 29 settembre 2020, n. 20625, in *www.ilsocietario.it*, 10 dicembre 2020, e ID., 2 luglio 2021, n. 18770, in *Foro it.*, 2021, I, 3563.

Categoria a parte integrano le procedure concorsuali: la sentenza che dichiara aperta la liquidazione giudiziale o l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, od il provvedimento governativo che disponga la liquidazione coatta amministrativa, dando avvio ad una sorta di liquidazione autoritativa della società, determinano un totale stravolgimento negli stessi obiettivi dell'impresa collettiva che vi sia assoggettata<sup>17</sup>. Di conseguenza le funzioni in capo agli organi sociali ed all'assemblea in particolare, se non possono dirsi azzerate, ne rimangono fortemente influenzate, con una sostanziale ablazione di buona parte delle competenze e dei relativi poteri<sup>18</sup>. Un caso *sui generis*, sempre in ambito concorsuale ma relativo alla procedura concordataria, è contemplato nell'art. 118 CCI (il quale riproduce con poche – anche se non trascurabili – modifiche ed integrazioni l'art. 185 l. fall., non più in vigore, se non forse (lo si vedrà, *infra*, sub 4.5) per disciplina transitoria, dal 15 luglio 2022, allorché il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è finalmente entrato in vigore)<sup>19</sup>, che in sede di esecu-

<sup>17</sup> G.P. ALLECA, *Fallimento e regole societarie*, Milano, 2016, specialmente 163 ss. Al curatore in verità è attribuita l'amministrazione del patrimonio dell'imprenditore insolvente assoggettato a procedura concorsuale liquidatoria (art. 31 l. fall.; art. 128 CCI), non l'esercizio delle funzioni assembleari (salva l'importante eccezione di cui all'art. 264 CCI, su cui oltre nel testo), ma è certo che anche l'assemblea della società fallita (o, secondo la terminologia del prossimo futuro, sottoposta a liquidazione giudiziale), subisca un forte freno alla propria attività, in dipendenza dall'evidente mutamento di orizzonte collegato alla prospettiva liquidatoria. Diversamente, per la liquidazione coatta amministrativa (e per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, in virtù del rinvio di cui all'art. 36 d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270), l'art. 200 l. fall. dispone che le prerogative dell'assemblea, al pari di quelle degli altri organi sociali, permangano esclusivamente in funzione della decisione sul concordato, senza tuttavia contemplarne un potere surrogatorio in capo al commissario liquidatore o ad altro soggetto.

<sup>18</sup> Cfr. A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2021, 354 ss. Per qualche richiamo, v. anche già M.E. GALLESIO PIUMA, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, Milano, 1986, *passim*.

<sup>19</sup> L'art. 118 CCI, per quel che qui preme, dispone che: «3. Il debitore è tenuto a compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta di concordato anche se presentata da uno o più creditori, qualora sia stata approvata e omologata. 4. Nel caso in cui il commissario giudiziale rilevi che il debitore non sta provvedendo al compimento degli atti necessari a dare esecuzione alla proposta o ne sta ritardando il compimento, deve senza indugio riferirne al tribunale. Il tribunale, sentito il debitore, può attribuire al commissario giudiziale i poteri necessari a provvedere in luogo del debitore al compimento degli atti a questo richiesti. 5. Il soggetto che ha presentato la proposta di concordato approvata e omologata dai creditori può denunciare al tribunale i ritardi o le omissioni del debitore mediante ricorso notificato al debitore e al commissario giudiziale con il quale può chiedere al tribunale di attribuire al commissario i poteri necessari per provvedere ai sensi del comma 4 o si revocare l'organo amministrativo, se si tratta di società, nominando un amministratore giudiziario. Sono in ogni caso fatti salvi i diritti di informazione e di voto dei soci di minoranza. 6. Il tribunale provvede in camera di consiglio, sentito il debitore ed il commissario giudiziale. Quando nomina un amministratore giudiziario, stabilisce la durata dell'incarico e gli attribuisce il potere di compiere gli atti necessari a dare esecuzione alla proposta omologata, ivi inclusi, se la proposta prevede un aumento del capitale sociale della società debitrice o altre deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci, la convocazione dell'assemblea avente ad oggetto tali deliberazioni e l'esercizio del voto nelle stesse per le azioni o quote facenti capo al socio o ai soci di maggioranza. Al liquidatore, se nominato, possono essere attribuiti i compiti di amministratore giudiziario. Il provvedimento di nomina dell'amministratore giudiziario è comunicato a cura del cancelliere, entro cinque giorni, all'ufficio del registro delle imprese per l'iscrizione». Le principali differenze introdotte rispetto al previgente art. 185 l. fall. consistono nella precisazione che l'obbligo di cui al comma 3 sussiste in capo al debitore *anche* se la proposta concordataria sia stata presentata dai creditori; nella esplicita salvezza dei *diritti di informazione e di voto dei soci di minoranza*, nel caso in cui il tribunale attribuisca al commissario giudiziale poteri straordinari sostitutivi del debitore od addirittura, trattandosi di società, ne revochi l'organo amministrativo; nell'inclusione, tra i poteri demandabili all'amministratore giudiziario, di quello di convocazione dell'assemblea anche per *altre delibere di competenza* della medesima (se previste dalla proposta concordataria); nella limitazione del potere di voto attribui-

zione del concordato preventivo omologato consente di attribuire al commissario giudiziale od al liquidatore del concordato, secondo i casi, poteri sostitutivi di quelli spettanti al debitore ed altresì ai soci della società. Si tratta di una fattispecie diversa nei presupposti, ma comparabile a quella che introduce la figura dell'amministratore giudiziario di cui all'art. 2409 c.c.; può anzi dirsi che, unitamente a quest'ultima, la fattispecie delineata dall'art. 118 CCI si presenti come quella più interessante *in subiecta materia*, gravida di questioni irrisolte e foriera di implicazioni sistematiche.

3. *Considerazioni generali.* – Come già suggerito, tutte le fattispecie in questione presentano tratti comuni: per effetto di un intervento esterno autoritativo, l'assemblea risulta espropriata di funzioni che normalmente le competono.

Tuttavia, mentre nel primo ordine di ipotesi, riconducibile ad un fenomeno di designazione autoritativa, può dirsi che l'autorità operi in chiave sostitutiva in conseguenza dell'inattività dell'assemblea o con lo scopo di garantirne un più corretto funzionamento, nel secondo il dirottamento più o meno esteso dei poteri assembleari verso soggetti terzi è palesemente frutto dell'esigenza di concentrarli in capo a taluno che riscuota la fiducia dell'istituzione chiamata a sopperire a situazioni di *governance* patologiche.

Anche la casistica concorsuale, a ben vedere, trae origine dalla nomina, ad opera dell'autorità giudiziaria od amministrativa, di un esperto deputato a risolvere la crisi d'impresa e provoca il congelamento di molte fra le funzioni assembleari. Nondimeno, mentre l'affidamento, a fini liquidatori, della gestione del patrimonio dell'impresa decotta giustifica l'assorbimento di determinate prerogative tipicamente proprie dei soci, meno intuitiva appare la scelta di attribuire al commissario giudiziale od al liquidatore del concordato preventivo già nominati o ad un amministratore giudiziario *ad hoc*, in un momento successivo caratterizzato dalla mera esigenza di dar seguito all'accordo omologato, poteri straordinari astrattamente estesi al compimento di decisioni altrimenti assembleari. A differenza che negli altri casi, qui si ha in effetti una traslazione di poteri finalizzata non alla gestione della crisi ma al buon adempimento del concordato preventivo, ossia di un contratto stipulato tra società e creditori sotto l'egida dell'autorità giudiziaria; ed è quest'ultima che garantisce la corretta esecuzione dell'accordo, a costo di privare la società della propria autonomia negoziale.

Un'altra osservazione che mi pare meritevole attiene alla portata del *vulnus* inferto dalla legge ai poteri assembleari. Empiricamente appare assai difficile enucleare una regola generale. Quando la ragione della deroga alle usuali competenze dipende dal non funzionamento dell'organo (si pensi alla nomina dei liquidatori ed alla definizione dei loro poteri), l'autorità si sostituisce solitamente nella sola specifica attività volitiva mancata. Se invece la ragione dell'intervento esterno è insita in irregolarità gestorie *lato sensu* intese od in una situazione di crisi tali da richiedere l'insediamento di un soggetto che offra garanzie di legalità (come accade nella nomina dell'amministratore giu-

---

to all'amministratore giudiziario a quello spettante alle *azioni o quote facenti capo al socio o ai soci di maggioranza*. Per qualche cenno critico, v. sin d'ora v. L. JEANTET, *La chiusura della procedura e gli effetti del concordato*, in *Il concordato preventivo dalla legge fallimentare al codice della crisi d'impresa*, a cura di L. JEANTET, Milano, 2021, 311 ss.

diziario), l'ambito dell'espropriazione assembleare può essere logicamente più ampio e persino di volta in volta delineato<sup>20</sup>.

Talvolta – è proprio il caso dell'art. 118, comma 6, CCI – il legislatore individua un obiettivo (nella specie: l'esecuzione della proposta concorrente formulata dai creditori in sede di concordato preventivo, che sia stata approvata ed omologata) e previene la resistenza della società debitrice consentendo non solo di revocare e sostituire *ad hoc* l'organo amministrativo, ma altresì di congelare i diritti dei soci e quindi di impedire la formazione di una volontà ostativa nell'assemblea, attribuendo ad un professionista, entro certi limiti, anche il potere di esercitarvi il voto in conformità a quanto dovuto. È, a questo proposito, opportuno anticipare una riflessione sulla forma delle decisioni che il soggetto sostituito assume, nel senso che, mentre sicuramente l'esercizio del voto, orientato ad un interesse superiore, avviene nel pieno rispetto formale delle regole del procedimento assembleare, non derogate dalla legge, la sostanza della deliberazione sarà invece ben distante dal rappresentare il frutto del concorso delle volontà degli aventi diritto al voto.

Da quanto scritto sin qui può desumersi una contrapposizione tra le ipotesi in cui l'organo assembleare espropriato dei poteri *non li esercita*, perché essi sono congelati od attribuiti a terzi, e quelle in cui al contrario esso *li esercita ma* attraverso una finta formazione della volontà collettiva. È infatti evidente che, nel primo caso, i requisiti di forma e sostanza dell'atto non potranno essere quelli propri della deliberazione assembleare, mentre nel secondo – cui d'ora in avanti ci si riferirà prioritariamente, se non esclusivamente – ciò non è affatto precluso (ed anzi potrebbe risultare addirittura necessario).

4. *Questioni problematiche.* – Nel contesto illustrato sorgono quesiti di non agevole soluzione, in una tematica ancora scarsamente arata dai giuristi.

4.1. Un primo e più generale ordine di interrogativi concerne, come si accennava poc'anzi, la forma dell'atto sostitutivo.

Si consideri ancora, per fare un esempio, l'amministratore giudiziario cui il tribunale abbia conferito, in virtù della discrezionalità legittimata dall'art. 2409, comma 4, c.c., poteri specifici che, in condizioni di normalità, spetterebbero all'assemblea. L'atto dell'amministratore stesso potrebbe in tal caso rivestire la sostanza, ma non mai la forma, della corrispondente deliberazione assembleare; consisterebbe in una determinazione dell'organo di nomina giudiziale; incontrerebbe limiti tracciati non dallo statuto, ma dal decreto del tribunale che lo abbia nominato, determinandone i poteri e la durata<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> L'art. 2409, comma 4, c.c. attribuisce al tribunale il compito di determinare poteri e durata dell'amministratore giudiziario; l'art. 92, comma 4, disp. att. c.c. precisa che tra i poteri che gli si conferiscano possono anche esservi quelli dell'assemblea, ma solo «per determinati atti» e sotto condizione di efficacia delle «relative deliberazioni» all'approvazione del tribunale. Per un'interessante casistica cfr. A. BERTOLOTTI, *I controlli nella s.p.a.*, Bologna, 2018, 640 ss.

<sup>21</sup> L'art. 92, comma 4, disp. att. c.c., come già osservato, mantiene il riferimento terminologico alle «deliberazioni». Mi pare da escludere categoricamente che a ciò possa tuttavia attribuirsi un significato specifico. L'amministratore giudiziario cui sia stato conferito il potere può assumere decisioni che tengano luogo

Di conseguenza, sia sul piano sostanziale sia su quello processuale, la censura dell'atto seguirebbe regole affatto differenti: l'impianto degli artt. 2377 e segg. c.c., a dirla in breve, non potrebbe essere applicato. Ciò significa che l'esautorazione dell'organo assembleare non implica soltanto un'attribuzione temporanea a terzi di poteri di varia ampiezza, ma anche e soprattutto una diversità di disciplina e di responsabilità.

Particolarmente interessante appare tuttavia, a questo proposito, la novità introdotta dall'art. 264, comma 2, CCI. Stabilendo che il programma di liquidazione, nella liquidazione giudiziale delle società, può prevedere l'attribuzione al curatore, anche se soltanto «per determinati atti od operazioni», di poteri dell'assemblea dei soci<sup>22</sup>, la norma prescrive altresì che le «decisioni»<sup>23</sup> del curatore, in questo caso, possano essere impugnate con reclamo al giudice delegato ma applicandosi «in quanto compatibili» le disposizioni sull'invalidità delle deliberazioni assembleari di s.p.a. (artt. da 2377 a 2379 *ter* c.c.) e delle decisioni dei soci di s.r.l. (art. 2479 *ter* c.c.).

Il commento di siffatta regola, la quale determina invero non poca confusione interpretativa, esula dai confini di questo breve scritto, ma per quanto possa interessare al tema trattato si nota la volontà del legislatore di mantenere operanti i principi societari pur quando del potere deliberativo l'assemblea sia stata espropriata in favore (non di altro organo, ma addirittura) di altro soggetto eteronominato: col dubbio legittimo se il curatore debba, decidendo in luogo dell'assemblea, non solo rispettare la forma dell'atto<sup>24</sup>, ma anche l'*iter* formativo della determinazione volitiva (il che appare difficilmente compatibile con la mutata logica decisionale), e soprattutto se il rigoroso rispetto della legge e dello statuto costituiscano un limite a possibili deroghe di cui al programma di liquidazione<sup>25</sup>.

4.2. Con riguardo alle figure citate, e segnatamente a quella di cui all'art. 118 CCI, si pongono non irrilevanti, ulteriori e diversi quesiti.

Come noto, allorché il concordato preventivo sia stato omologato, il commissario giudiziale ha l'obbligo di esercitare la sorveglianza sul suo adempimento ed il debitore è tenuto a compiere «ogni atto necessario» a darvi esecuzione: non solo se sia stata approvata la propria proposta, ma anche se abbia infine prevalso altra con essa concorren-

---

delle corrispondenti deliberazioni assembleari (ad es. in tema di aumento del capitale, come ha riconosciuto Trib. Trieste, 3 marzo 2006, in *Giur. comm.*, 2007, II, 1123, o più in generale di modificazioni statutarie, come stabilito da Trib. Verona, 31 gennaio 1991, in *Giur. merito*, 1993, 91), e deve rispettare la necessaria pubblicità (e quindi, ad es., se si tratta di intervenire sull'atto costitutivo, la sua determinazione dovrà risultare da atto pubblico a fine di iscrizione nel registro delle imprese), ma è svincolato da regole di formazione della volontà tipiche del metodo assembleare od anche solo della collegialità in senso lato.

<sup>22</sup> Quantunque limitativa, la dizione sembra dover includere le decisioni che i soci abbiano il potere di assumere in sede extrassembleare, non solo per l'esplicito riferimento all'art. 2479 *ter* c.c. ma anche perché non v'è alcuna ragione che giustifichi l'opposta conclusione.

<sup>23</sup> La locuzione «deliberazioni del curatore» è stata così corretta dall'art. 28, comma 3, d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147.

<sup>24</sup> V. *supra*, nota 21 e nel testo.

<sup>25</sup> Per far solo un esempio, in presenza del diritto particolare di un socio di s.r.l. che possa opporre il veto a determinate decisioni, ci si può domandare se queste possano ugualmente essere adottate dal curatore che vi sia stato autorizzato o se, al contrario, la mancanza dell'assenso del titolare del diritto costituisca ostacolo insormontabile che può esser fatto valere attraverso l'impugnazione nelle forme tradizionali. Sul tema qualche cenno in A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *op. cit.*, 356 s.

te, avanzata dai creditori secondo quanto prescrive l'art. 90, comma 6, CCI<sup>26</sup>, e quindi anche, trattandosi di impresa in crisi che rivesta «la forma di società per azioni o a responsabilità limitata», se essa contempra «un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto di opzione». In altre parole, i creditori che si facciano promotori di una proposta concorrente possono anche prevedere il sostegno dell'impresa in crisi, in funzione del buon fine del concordato, alla condizione di acquisire la maggioranza del capitale della società mediante un aumento di capitale ad essi riservato, da attuarsi all'esito del procedimento di omologazione. Nel potenziale conflitto tra la storica proprietà dell'impresa ed i creditori che ne vogliano assumere il controllo, a questi ultimi deve essere garantita la regolare attuazione del piano concordatario ed a tale fine la normativa prevede la possibilità che poteri straordinari siano (previa denuncia da parte dei proponenti interessati) conferiti dall'autorità giudiziaria al commissario giudiziale (affinché provveda *in luogo del debitore* al compimento degli *atti a questo richiesti*) o ad un amministratore giudiziario anche identificabile nello stesso soggetto designato quale liquidatore col decreto di omologa (nominato previa *revoca* dell'organo di gestione ed affinché a sua volta provveda a compiere *ogni atto necessario* a dar esecuzione al concordato); fra tali poteri, trattandosi di società, se occorra far luogo ad un *aumento del capitale* (od all'assunzione di altre deliberazioni assembleari), sono espressamente inclusi la convocazione dell'assemblea e l'esercizio del voto nella medesima.

Non vi è dubbio che si tratti di una fattispecie complessa, in cui il ruolo che può essere attribuito agli ausiliari investiti del potere sostitutivo dell'assemblea costituisce solo un profilo, e certamente non quello economicamente più importante, dell'argomento. Nondimeno, le proposte concorrenti e la formula dell'acquisizione del controllo mediante aumento del capitale non sono infrequenti nella prassi più recente e talvolta hanno interessato aziende di ragguardevoli dimensioni, il che senz'altro contribuisce a rendere ancor più rilevanti le risposte che si diano alle questioni in oggetto.

Volendo qui approfondire i suggerimenti offerti dall'art. 118 CCI, che si ponga mente all'ipotesi di cui al comma 4 oppure a quella di cui al comma 5, prima parte, là dove il commissario giudiziale provveda in luogo del debitore (e quindi, trattandosi di società, con poteri straordinari e sostitutivi di quelli degli organi sociali in materie usualmente di competenza gestoria), esso agisce, come già ho detto, prescindendo dalle forme consuete.

Per meglio chiarire, è evidente che un atto, la cui decisione altrimenti spetterebbe al consiglio di amministrazione ma che riveste natura di atto dovuto in adempimento del concordato, verrebbe compiuto dal commissario giudiziale senza le formalità individuate dagli artt. 2381 e 2388 c.c. e dai patti sociali; del pari, se si trattasse di materia in cui abbia di regola voce in capitolo l'assemblea (in chiave decisoria od autorizzativa), la determinazione sarebbe compito dell'organo nominato in sede concorsuale dall'autorità giudiziaria senza il rispetto delle disposizioni codicistiche e statutarie sul funzionamento dell'organo collegiale che rappresenta la proprietà. In altre parole, l'organo sociale competente sarebbe privato del potere deliberativo ed il commissario giudiziale

---

<sup>26</sup> Ugualmente già prevedeva l'art. 163, comma 5, l. fall. Sulle proposte concorrenti, v. per tutti G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, 1163; M. FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2017, 488 ss.; P. VELLA, *La contendibilità dell'azienda in crisi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, n. 14. Con riferimento al nuovo diritto concorsuale, v. A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *op. cit.*, 432 ss.

eserciterebbe in definitiva per scelta del giudice un potere analogo nella sostanza, ma profondamente differente nella forma.

4.3. Non del tutto identiche sono le considerazioni che meritano accoglimento, se a sostituirsi all'imprenditore od agli amministratori od all'assemblea sia un amministratore giudiziario (od il liquidatore), come previsto dai commi 5, seconda parte, e 6 dell'art. 118 CCI; se infatti l'oggetto dell'intervento del giudice sembra coincidere con quello di cui ai commi precedenti e si sostanzia nell'attribuzione al nominato del potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta di concordato formulata dal terzo (come si desume dalla lettura sistematica degli artt. 118 e 90 CCI), è pur vero che l'inciso che esplicita l'inclusione di specifiche prerogative, per il caso in cui la proposta medesima contempra un aumento del capitale sociale od altre deliberazioni assembleari, impone una riflessione più articolata, anzitutto in ordine al suo ambito applicativo.

Prima di tutto, l'art. 118 CCI in massima parte ricalca il precedente art. 185 l. fall a suo tempo modificato dallo stesso testo normativo che aveva introdotto nella legge fallimentare gli ultimi quattro commi dell'art. 163 (cui corrisponde l'attuale art. 90 CCI), contenenti la disciplina delle proposte concorrenti; come la norma previgente, esso usa terminologia differenziata per riferirsi all'imprenditore in concordato preventivo: costui è identificato in genere come il «debitore», ma nel quinto e soprattutto nel sesto comma l'attenzione è rivolta specificamente alla «società» e le disposizioni sono palesemente correlate a quelle dell'art. 90, comma 6, atteso il richiamo dell'«aumento di capitale» di cui anche a tale norma. In conclusione, non vi è dubbio che la disposizione sia riferibile alle società per azioni ed a quelle a responsabilità limitata.

In verità, l'uso del termine «società» non consente, almeno in linea di principio, di escludere dal novero dei destinatari del precetto le società costituite in forma diversa da quella capitalistica. Peraltro, l'implicito richiamo dell'art. 90 coinvolge le sole s.p.a. e s.r.l., anche se l'omessa menzione delle società in accomandita per azioni tra quelle per cui possa essere formulata una proposta concorrente imperniata su un aumento di capitale non sembra valere esclusione delle stesse<sup>27</sup>.

Giova alla chiarezza la soppressione del riferimento all'assemblea straordinaria, che qualche problema esegetico innesca in passato, posto che l'aggettivo non è più da tempo utilizzato dalla legge con riguardo all'organo della s.r.l.; già appariva in verità chiaro che la norma riguardasse anche la società a responsabilità limitata, nonostante l'inesattezza terminologica ora superata, ma la nuova formulazione è certamente più cristallina ed altresì in linea con l'estensione della disciplina alle «altre deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci», che fossero previste dalla proposta concorrente approvata ed omologata. Ciò consente anzi di ritenere senz'altro ampliato il senso della locuzione dell'art. 90, comma 6 CCI (già art. 163, comma 5, l. fall.), che fa tuttora stringato ed incompleto riferimento al solo «aumento di capitale».

Il comma 6 dell'art. 118 CCI introduce dunque una normativa speciale per le società di capitali in concordato preventivo. In considerazione del fatto che la novella è stata originariamente partorita contestualmente alla disciplina delle proposte concorrenti e

---

<sup>27</sup> L'art. 2454 c.c. estende alla società in accomandita per azioni, in quanto le singole disposizioni siano compatibili, tutto l'impianto normativo dettato per la s.p.a.



che conserva per lo più persino la primitiva terminologia; che il comma 3 obbliga il debitore (individuale o collettivo) a compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta dei creditori che abbia prevalso e sia stata omologata; che il comma 4 pone un rimedio per il caso in cui il medesimo debitore non provveda a dar corretta e tempestiva esecuzione «alla proposta»; che i commi 5 e 6 paiono scritti ad integrazione e progressiva deroga rispetto al principio per cui il debitore conserva l'amministrazione dei propri beni e l'esercizio dell'impresa durante l'intera procedura concordataria, sotto la vigilanza del commissario giudiziale (per consentire ai creditori proponenti di attivare la tutela e per creare ulteriori mezzi tesi ad assicurare l'attuazione forzosa della proposta nel caso delle società, in cui l'amministrazione spetta ad un organo distinto dalla persona dell'imprenditore): per tutte tali ragioni si può ritenere che la regola sia stata dettata per risolvere il (solo) problema di quella società che rifiuti di ottemperare a quanto necessario per la realizzazione del piano proposto in virtù della possibilità offerta dall'art. 90<sup>28</sup>.

Altro interrogativo concerne ancora l'estensione della norma. I poteri straordinari, assimilabili a quelli di un commissario *ad acta*<sup>29</sup>, attribuibili dal tribunale al proprio fiduciario, sono ispirati ad una logica in crescendo: al commissario giudiziale possono essere attribuiti quelli per compiere tutti gli atti richiesti al riluttante debitore e, ove il debitore sia una società, ad un amministratore giudiziario possono essere assegnati i compiti altrimenti propri degli amministratori, affinché la società debitrice ottemperi ai propri doveri; il medesimo amministratore giudiziario, peraltro, non assume poteri estemporanei, dal momento che la sua designazione presuppone la revoca degli amministratori della società (revoca che non è richiesta, invece, se i loro compiti vengano devoluti al liquidatore già nominato<sup>30</sup>). A mente della previgente disciplina, ove la proposta vincente si fosse fondata su un aumento di capitale, potevano essere consegnati nelle mani dell'amministratore giudiziario (o del liquidatore) anche i poteri necessari per far deliberare l'assemblea. L'eccezionalità della norma e la terminologia restrittiva utilizzata (con il richiamo ad una singola operazione quale l'aumento di capitale, ed all'assemblea in sede straordinaria quale organo i cui poteri potevano, per lo scopo specifico, traslare in capo all'amministratore giudiziario od al liquidatore) inducevano a rifiutarne un'interpretazione analogica. Diversamente, ed opportunamente, l'art. 118, comma 6, CCI, menziona invece, oltre all'aumento di capitale, «altre deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci» previste dalla proposta concorrente in funzione della sua attuazione<sup>31</sup>.

4.4. La proposta concorrente può prevedere un aumento del capitale della società per azioni o a responsabilità limitata, con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Co-

<sup>28</sup> Già nella vecchia formulazione di cui all'art. 185 l. fall., l'efficacia della norma era senza dubbio circoscritta alla fattispecie in cui dovesse essere data esecuzione ad una proposta concordataria proveniente da uno o più creditori.

<sup>29</sup> V. sul punto ad es. F. GUERRERA, *L'esecuzione "forzata" del concordato preventivo nell'art. 185 legge fall. e nell'art. 118 del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. Scritti in ricordo di Michele Sandulli*, II, Torino 2019, 358 ss.

<sup>30</sup> Art. 118, comma 6, CCI, così come già l'art. 185, comma 6, l. fall.

<sup>31</sup> Sono ipotizzabili, per fare solo qualche esempio, operazioni straordinarie come trasformazione, fusione o scissione, ma anche trasferimenti di sede ed in genere modificazioni statutarie.

si afferma l'art. 90, comma 6, CCI (e così già disponeva l'art. 163, comma 5, l. fall.<sup>32</sup>), evocando implicitamente l'art. 2441, commi 4 e 5, c.c.; la norma non menziona letteralmente altre ipotesi in cui la proposta sia collegata a diverse operazioni sul capitale o di ingegneria societaria.

L'art. 118, comma 6, l. fall., che alle proposte concorrenti fa indiretto ma inequivoco riferimento (come attestano sia il richiamo della «proposta omologata», ossia di quella di cui al comma 3, che è poi quella di cui all'art. 90, comma 6, sia la ripresa dell'ipotesi dell'aumento di capitale trattata proprio nel comma 6 dell'art. 90), enuncia dunque una regola di carattere vistosamente eccezionale. Si è però già visto che la società in accomandita per azioni non può essere ritenuta estranea alla disposizione.

Qualora dunque la proposta concorrente preveda un aumento del capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, secondo quanto stabilito dall'art. 90, comma 6, CCI, ovvero l'assunzione di altre deliberazioni di competenza assembleare, come ammette l'art. 118, comma 6, CCI, all'amministratore giudiziario, unitamente al potere di compiere gli atti necessari per dar esecuzione al concordato omologato è dato anche, letteralmente, per l'art. 118, comma 6, di convocare l'assemblea che debba deliberare l'aumento ed esercitarvi il voto.

La formulazione della norma appare molto imprecisa.

In primo luogo, se l'amministratore giudiziario deve compiere tutti gli atti necessari per adempiere alle obbligazioni derivanti dall'omologazione del concordato secondo la proposta concorrente che sia prevalsa, è difficile comprendere quali valutazioni possano rimanere alla libera determinazione dei soci; se poi esso addirittura esercita il voto, appare ancora più astrusa la ragione sottesa alla scelta legislativa del rispetto del rito assembleare.

È però evidente che il legislatore ha voluto conservare un simulacro di assemblea, tanto da aver previsto una deroga al meccanismo tradizionale, con riguardo alla fase d'impulso ed a quella propriamente deliberativa, ma non agli altri momenti del procedimento collegiale ed alle disposizioni che sovrintendono al funzionamento dell'organo. Se ne deve inferire che, per un verso, le norme di legge e quelle statutarie non sovvertite continuano ad applicarsi, e quindi – per fare qualche esempio – modalità della convocazione, luogo della riunione, nomina e prerogative del presidente e del segretario, modalità della votazione continueranno a valere secondo i principi comuni.

In secondo luogo, con riguardo alla convocazione, sembra che essa sia rimessa all'organo surrogato limitatamente all'ordine del giorno relativo all'aumento di capitale od alle altre deliberazioni incluse nella proposta concordataria omologata; aggiungerei, anzi, con riguardo al caso tipico, all'approvazione dell'aumento di capitale nei termini più o meno stretti di cui alla proposta. Ne discende che l'amministratore giudiziario, oltre a non poter formulare mozioni per proporre e votare deliberazioni differenti, non potrà neppure inserire ulteriori o diversi argomenti all'ordine del giorno.

In terzo luogo, con riferimento al voto in assemblea, la norma specifica che ne sono

---

<sup>32</sup> Un chiaro difetto di coordinamento affligge le disposizioni della nuova disciplina concorsuale, là dove l'art. 90 contempla solo l'aumento di capitale, mentre l'art. 118 CCI ipotizza anche altre deliberazioni necessariamente assembleari (v. la nota che precede). Non v'è che da ammettere, come già accennato *supra*, nel testo, *sub* 4.3, che la geometria delle proposte concorrenti possa essere più varia rispetto a quella descritta dall'art. 90 CCI.

espropriate «le azioni o quote facenti capo al socio o ai soci di maggioranza». Ciò trova ragione nel fatto che, se ci si riferisse all'esercizio di tutti i diritti di voto, allora sarebbe priva di senso la scelta di mantenere il metodo assembleare, posto che l'amministratore giudiziario disporrebbe in ogni caso della totalità dei suffragi, da esercitare per di più in modo vincolato in esecuzione della proposta omologata<sup>33</sup>. Poiché il legislatore ha voluto aver riguardo al voto di alcuni soci, ma non di tutti, l'identificazione *ex ante* di chi sia "maggioranza" diviene imprescindibile e costituisce impresa concettualmente a dir poco ardua.

Qualunque giudizio si dia della norma, è peraltro indiscutibile che il legislatore abbia voluto operanti, almeno in parte, le regole assembleari: che, pertanto, la volontà emergente nello strano consesso pseudoassembleare sia riconducibile alla società come quella di un suo organo collegiale e che essa sia formata secondo canoni propri del procedimento deliberativo.

Si pone allora il più difficile ed importante dei problemi: se, e come, la deliberazione assembleare adottata col voto dell'amministratore giudiziario sia assoggettata al controllo del giudice (che, oltre tutto, in virtù della competenza delle sezioni specializzate dei tribunali metropolitani in materia societaria, non necessariamente coincide con quello che abbia a vigilare sul concordato e che abbia investito l'amministratore giudiziario del potere di voto). Vale a dire che, se altro giudice potrà sindacare la deliberazione, sia per vizi procedurali sia per vizi sostanziali, su istanza dei soggetti legittimati e secondo la disciplina ordinaria di cui agli artt. 2377 e segg. o 2479 *ter c.c.*, la conformità della deliberazione alla legge dovrà comunque essere valutata tenendo conto dell'obbligo insito nell'art. 118, comma 3, CCI, e quindi della necessità di esprimere un *decisum* conforme alla proposta omologata.

Nell'art. 118 CCI e, più in generale, nelle norme vigenti non si rinvencono elementi atti a suggerire una lettura che consenta di rispondere con sicurezza alle domande che insorgono; due indizi sono tuttavia rinvenibili nello stesso art. 118, comma 6, e nell'art. 264, comma 2, CCI.

Sotto un primo profilo, la limitazione del voto dell'amministratore giudiziario a quello conferito dalle partecipazioni di maggioranza consente infatti *a contrario* di identificare soci che, costituendo minoranza, possono restare assenti od esprimere dissenso od astenersi, e quindi conservare il diritto di impugnazione in virtù degli artt. 2377 e 2479 *ter c.c.*; in caso contrario, trattandosi di s.p.a., anche il diritto di intervento spettante *ex art.* 2370, comma 1, c.c. ai soli soci muniti di diritto di voto, verrebbe meno.

D'altra parte, l'art. 264, comma 2, CCI delinea regole di impugnazione che, pur richiamando pressoché compiutamente la disciplina codicistica dell'invalidità delle deliberazioni e delle decisioni dei soci di società di capitali, tuttavia sul piano processuale vi derogano profondamente e riconducono il controllo di legittimità sulle decisioni del curatore, sostitutive delle deliberazioni assembleari, alla disciplina dei ricorsi endoconcorsuali.

Appare, insomma, confermata l'intenzione del legislatore di non sopprimere le regole societarie neppure in corso di procedura concorsuale, ma al tempo stesso è certo

---

<sup>33</sup> L'art. 118, comma 6, CCI, là dove limita il potere di voto dell'amministratore giudiziario alle azioni o quote «facenti capo al socio o ai soci di maggioranza» innova significativamente rispetto all'art. 185, comma 6, l. fall., che faceva riferimento *tout court* all'«esercizio del voto» nell'assemblea.

che il connubio tra regole assembleari e decisioni vincolate della società debitrice, derivanti dalla proposta concorrente che abbia prevalso su altre, non risulta per nulla felice e promette di essere foriero di seri problemi applicativi.

4.5. Un ultimo problema, questa volta di diritto transitorio, si ritiene di dover segnalare.

Per l'art. 390, comma 2, CCI, sono definiti secondo le norme previgenti, fra gli altri, i procedimenti intrapresi con ricorsi per l'apertura del concordato preventivo depositati anteriormente al 15 luglio 2022 (cfr. art. 389, comma 1, nel testo finale risultato dopo i noti svariati rinvii) e quelli aperti a seguito della definizione dei detti ricorsi.

Nondimeno, l'art. 113 CCI, così come già l'art. 181 l. fall., riconduce la chiusura della procedura di concordato preventivo al provvedimento di omologazione, mostrando di voler ancora considerare la fase esecutiva del concordato quale un momento successivo ed estraneo alla procedura concorsuale vera e propria, privo di quelle caratteristiche giurisdizionali che connotano le precedenti fasi. La conclusione letterale induce dunque ad escludere ultrattività temporale alle norme abrogate di cui all'art. 185 l. fall.

La soluzione non convince affatto e contrasta con il criterio sistematico, conducendo alla soluzione assurda in cui un concordato preventivo iniziato nel vigore della legge fallimentare dovrebbe essere eseguito in base alle nuove regole, ma il suo superamento richiede ancora una volta uno sforzo interpretativo, ed anzi una forzatura della norma, non indifferenti.

# L'INFLUENZA DEI PATTI PARASOCIALI NEL SISTEMA DI CONTROLLO SOCIETARIO

di *Patrizia Grosso*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Patti parasociali. – 3. Contratti parasociali e contratto sociale. – 4. Patti parasociali e Trust: il voting trust. – 5. Considerazioni conclusive.

1. *Premessa.* – Il ricorso ad un uso sempre più diffuso dei patti parasociali specie nelle società di più grandi dimensioni, segnala l'esigenza di una "ricerca di stabilità" nel controllo della gestione da parte degli azionisti che sono in possesso di rilevanti pacchetti azionari, ma che, da soli, non riuscirebbero ad assicurarsi il controllo della società, l'obiettivo è pertanto "stabilizzare gli assetti proprietari" e "dare continuità alla gestione", per conseguire vantaggi economici.

Tenuto conto della disciplina vigente, le regole da osservare, per organizzare un patto parasociale equilibrato e di successo sono molto importanti e vanno calibrate attentamente.

Nell'ambito degli strumenti utili per far ripartire una economia in affanno ed ulteriormente stressata dagli effetti della pandemia i patti parasociali possono svolgere un ruolo molto importante per mantenere stabilmente sul mercato le imprese vecchie e nuove che accettano la sfida del "cambiamento".

2. *Patti parasociali.* – Il legislatore ha regolamentato i patti parasociali intervenendo prima con il TUF per le società quotate<sup>1</sup>, poi con gli artt. 2341 *bis* c.c. e 2341 *ter* c.c., per le società non quotate<sup>2</sup>. Nel tempo, come vedremo, sono stati introdotti dei correttivi per migliorare l'applicazione delle regole, ma sostanzialmente l'impianto generale non è cambiato.

Secondo una definizione di carattere generale i patti parasociali sono contratti accessori rispetto al contratto sociale, ma distinti da esso, in quanto intervenuti tra i soci e non anche nei confronti della società<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Si tratta del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>2</sup> Nell'ambito della riforma societaria del 2003, modificando il titolo V, ed introducendo la sezione III *bis*.

<sup>3</sup> Per gli orientamenti prima della grande riforma societaria del 2003, cfr. Cass., 29 gennaio 1964, 234, *Sciutti c. Soc. Lic. Trasf. Fiumana Bella*, in *Giust. civ.*, 1964, I, 1, 529; in *Giur. it.*, 1964, I, 1, 982; in *Dir. fall.*, 1964, II, 69. Analoga distinzione è stata ribadita in Cass., 22 dicembre 1969, n. 4023, *Turco e Turco*, in *Giust. civ.*, 1970, I, 615. Sul tema v. anche P. FIORIO, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 132 ss.; ID., *I patti parasociali, Il nuovo diritto societario*, (nella dottrina e nella giurisprudenza, 2003-2009), in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, Bologna, 2009, 67 ss., ove si dà conto, oltre che degli ulteriori interventi del

La dottrina aveva già sottolineato che il patto parasociale, pur distinto dal contratto di società, svolge una “funzione accessoria” che serve “... a consentire un’ulteriore utilizzazione, per lo più atipica, della organizzazione societaria”<sup>4</sup>.

Tale accordo persegue comunque la finalità di assicurare un’organizzazione alla proprietà sociale o si propone la gestione comune della società.

Un’altra distinzione viene fatta tra “accordi di scambio” e “accordi di tipo associativo” a seconda che dispongano dei diritti dei soci in contrapposizione tra loro, oppure intendano deviare dallo schema organizzativo della società quale risulta dalla legge o dall’atto costitutivo, o si pone grande attenzione alle finalità perseguite da dette convenzioni.

A volte la finalità perseguita è quella di procurare mezzi finanziari o, comunque, valori patrimoniali, come quando tutti i soci, o anche solo gruppi di soci, pattuiscono di supportare la società con periodici finanziamenti in conto di futuri aumenti di capitale, oppure si obbligano ad effettuare determinate prestazioni a favore dell’ente (ad esempio: promessa di procurare una concessione di vendita a favore della società)”<sup>5</sup>.

Tali affermazioni di principio non sono, però, sufficienti per tracciare una distinzione accettabile tra contratto sociale e contratti parasociali: a tal fine si è soliti “escludere che possa pregiudicare l’autonomia dell’accordo accessorio l’essere esso materialmente incluso nel contratto sociale ...”<sup>6</sup>.

Questa argomentazione è tutt’altro che sicura dal momento che è plausibile ritenere che ogni convenzione ricompresa nello statuto venga sottoposta alla disciplina del diritto delle società e non più alla disciplina contrattuale e delle obbligazioni<sup>7</sup>.

3. *Contratti parasociali e contratto sociale*. – Chi è favorevole ad ammettere che i contratti parasociali vadano separati dal contratto sociale, su basi diverse dalla loro

---

legislatore per le società quotate, del rinnovato dibattito in dottrina ed in giurisprudenza su alcuni aspetti del problema nelle società non quotate; N. ABRIANI, *L’assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Bologna, 2010, 539 ss.

Per un ampio un commento sulla disciplina dei patti parasociali v., fra gli altri, G. OPPO, *sub art. 122*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, Padova, 1998, 1129 ss., che sottolinea come il decreto 1998/58 “risolve comunque in senso affermativo il problema della validità (in linea di principio) dei sindacati di voto e in genere dei patti parasociali considerati nell’art. 122” e nell’art. 122, comma 5 “risolve, almeno in parte, i dubbi che in passato si sono nutriti sulla rilevanza ed il trattamento (se non sulla validità) di patti parasociali diversi dal sindacato di voto”.

<sup>4</sup>C. ANGELICI, *La costituzione delle società per azioni*, in *Trattato del diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, vol. XVI, Torino, 1985, 232 ss.; e così, sostanzialmente, anche G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. VASSALLI, vol. X, t. 3, 2ª ed., 1975, 134 ss.; F. GALGANO, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto civile e commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, vol. VII, Padova, 1984, 94; G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, Padova, 1999, vol. I, t. II, 316, sottolineava come nelle piccole e medie società i patti parasociali tendano a “costituire un temperamento di ordine personale alla rigidità ed al rigore formale delle strutture organizzative della società per azioni”, giocando anche “un ruolo di notevole rilievo ai fini del controllo delle società di maggiori dimensioni”.

<sup>5</sup>Cfr. G. GRIPPO, *Le società*, cap. IV, in AA.VV. *Diritto commerciale*, 2ª ed., Bologna, 1995, 156. Con alcune precisazioni, C. ANGELICI, *op. ult. cit.*; G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 143 ss. In senso diverso, G. FARENGA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, spec. 144 ss.

<sup>6</sup>G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, 39 ss.

<sup>7</sup>R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, 200 ss. L’A. rinviene un conforto testuale all’assunto secondo il quale non vi sarebbe spazio nell’atto costitutivo e nello statuto per il parasociale tanto negli artt. 2355 *bis* e 2437 c.c., quanto nel comma 6 del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, ove la previsione che le clausole compromissorie possano essere introdotte secondo regole societarie.

estraneità ai documenti sociali, deve prendersi cura di precisare che “giova ...distinguere a seconda della *direzione* del vincolo che nasce dalla convenzione parasociale”<sup>8</sup>.

Qualora dalle pattuizioni “accessorie” nasca un vincolo obbligatorio destinato a spiegare la sua efficacia fra due o più soci *uti singuli*, o anche fra un socio ed un organo sociale, ed al quale resta estranea la società, la distinzione del rapporto “accessorio” da quello “sociale”, e parallelamente quella dei negozi relativi, non può essere revocata in dubbio: poiché nel nostro sistema il rapporto sociale è rapporto fra soci e società (persona giuridica), un vincolo che intercorra fra i singoli soci come individui o fra un socio o un organo sociale e non passi per il tramite della società, non può originarsi dal contratto sociale che è norma dei rapporti fra soci e società ...Pertanto...sembra fuor di questione l’esistenza di un negozio distinto in corrispondenza degli esempi...del patto di garanzia degli utili, del patto di concentrazione delle azioni, del sindacato azionario...della corresponsione o della garanzia della retribuzione all’amministrazione, del vincolo di riconoscere l’operato di un organo sociale eccedente il mandato sociale. Simili patti, ancorché inclusi materialmente nel contratto sociale, non ne costituiscono parti sostanziali: essi non sono in principio inefficaci fra le parti, ma valgono solo come patti extrasociali ad esse personali”<sup>9</sup>.

Sempre la stessa dottrina ha avuto occasione di sottolineare che “vi sono del resto patti la cui distinzione dal contratto sociale non potrebbe essere messa in dubbio, ancorché fossero stipulati fra tutti i soci, per ragione del loro contenuto; tale ad esempio quello con cui si preveda una ripartizione degli utili o una sopportazione delle perdite in misura diversa da quella prevista dallo statuto sociale e più in genere quello in cui si dia a un elemento del rapporto sociale un regolamento diverso da quello statutariamente previsto. Infatti i diversi regolamenti dati dallo statuto e dalla convenzione accessoria non possono richiamarsi allo stesso negozio”.

Il vincolo di “accessorietà” crea un collegamento del patto accessorio rispetto al contratto sociale (principale) e questo costituisce il vero cuore del problema.

Vi è chi sostiene che “la tendenza a risolvere in questa chiave i problemi attinenti i patti parasociali è tale che la giurisprudenza talvolta ha fatto ricorso al concetto di accessorietà tra i due contratti anche per negare che il contratto con il quale alcuni soci si siano impegnati a compiere alcune prestazioni a vantaggio della società (e non qualificabili come “prestazioni accessorie” *ex art. 2345 c.c.*) possa qualificarsi come contratto a favore di terzo (di cui all’art. 1411 ss. c.c.). La sussistenza del collegamento soltanto sotto il profilo economico e non sotto il profilo giuridico vieterebbe il più delle volte tale configurazione”<sup>10</sup>.

Questo ragionamento non serve a corroborare l’opinione che nel contratto parasociale con il quale i soci si obbligano a compiere prestazioni a vantaggio della società non possa ravvisarsi un contratto a favore di terzo, cosa che non presuppone un collegamento giuridicamente vincolante tra più negozi: tale indirizzo è rifiutato, inoltre, dalla prevalente dottrina e vi è chi ha negato la configurabilità del patto come contratto a favore di terzo, sotto il profilo della necessaria coincidenza tra l’interesse dei soci e

<sup>8</sup> G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 41 ss.

<sup>9</sup> G. OPPO, *op. ult. cit.*, 41 ss.

<sup>10</sup> Per un’ampia rassegna di dottrina e giurisprudenza *ante* riforma, G. SPATAZZA, *Le società per azioni*, Torino, 1972, 45 ss.

l'interesse della società intesa come ente strumentale<sup>11</sup> ed anche chi ha sostenuto che "il meccanismo del contratto a favore di terzi presuppone soltanto, nel terzo, la titolarità di una sfera giuridico-patrimoniale distinguibile da quella di entrambe le parti: titolarità che non può essere revocata in dubbio nel nostro caso"<sup>12</sup>.

Anche in giurisprudenza sembra prevalere tale orientamento, sia pure con alcune eccezioni: infatti la Cassazione ha più volte ammesso che il contratto parasociale con il quale i soci si obbligano a compiere determinate prestazioni a vantaggio della società costituisce contratto a favore di terzo e che "legittimata a valersi dell'inadempimento degli obblighi assunti in un contratto parasociale verso la società è unicamente quest'ultima"<sup>13</sup>.

Un contratto con il quale i soci s'impegnano a determinate prestazioni a favore della società, ha sicuramente natura di patto parasociale, attesa l'incompatibilità del contenuto di questo con quello del contratto sociale (che non tollera, ad esempio, che i soci di una società per azioni assumano l'obbligo di contributi periodici, oltre i conferimenti da eseguirsi *in denaro* a favore della società); incompatibilità che, pertanto, escluderebbe l'invalidità di tali patti sotto il profilo di violazione di norme societarie (purché non vengano danneggiati gli interessi della società) che trovino applicazione soltanto nell'ambito del contratto sociale<sup>14</sup>.

Il problema della validità dei contratti parasociali risulta influenzato da quel carattere di "accessorietà" del contratto sociale che non esclude, anzi implica una distinzione tra il contratto principale e il contratto accessorio.

La distinzione tra sociale e parasociale appare tuttavia meno netta a seguito di interventi del legislatore, che a volte, pongono nuovi dubbi agli interpreti.

Si veda il caso delle modifiche apportate al T.U.F. dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2 che ha introdotto l'art. 104 *bis* (*Regola di neutralizzazione*). Con tale norma, si rimette alla autonomia statutaria delle parti la previsione di utilizzare o meno le tecniche difensive previste dall'art. 104<sup>15</sup> rendendo inefficaci i patti parasociali (stipulati in funzione di

<sup>11</sup> Cfr. G. RAGUSA MAGGIORE, *Obbligazioni sociali contenute in un contratto meramente parasociale?*, in *Dir. fall.*, 1960, 515 ss.

<sup>12</sup> Opinione espressa da G. OPPO, *Contratto parasociale a favore della società*, nota a App. Roma, 8 maggio 1962, *Petriconi e Soc. Ajax ed altri*, in *Giur. comm.*, 1962, I, 2, 704. Conformi, G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 72 ss.; G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 282.

<sup>13</sup> Il dibattito sul tema è risalente nel tempo: cfr. la decisione Cass., 6 maggio 1961, *Santomauero c. De Falco*, in *Dir. fall.*, 1961, II, 282, riformando App. Roma, 6 maggio 1960, cit. Nello stesso senso della Cassazione, già Trib. Roma, 29 agosto 1958, *Santomauero c. De Falco e altri*, in *Dir. fall.*, 1959, II, 133. In questo senso, sostanzialmente configurando come patto parasociale il negozio con il quale uno dei futuri soci si era impegnato a vendere alla società una volta costituita, un determinato bene, Cass., 11 dicembre 1975, n. 4143, *Bisogni e D'Ippolito c. S.V.A.T.I.C.*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 309. Va ricordato che con questa decisione la S.C. ha corretto App. Roma, 16 luglio 1973 (*S.V.A.T.I.C. S.p.A. c. F.G. Bisogni*, in *Giur. comm.*, 1974, 87, nota critica P. FERRO LUZZI), che aveva preferito vedere in detto negozio un contratto a favore di terzo inserito in un contratto preliminare di società.

<sup>14</sup> Così G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 51 ss.; e con ulteriori sviluppi, G. FARENGA, *op. ult. cit.*, 37 ss. In senso contrario, App. Roma, 6 giugno 1960, *Santonastaso c. Di Giura e De Falco*, in *Dir. fall.*, 1960, II, 515, nota G. RAGUSA MAGGIORE, *Obbligazioni sociali contenute in un contratto meramente parasociale?*, che negò la risoluzione per inadempimento, così come del contratto sociale (secondo i principi generali), anche del contratto parasociale quando costituisca l'integrazione e un completamento del contratto di società.

<sup>15</sup> I commi 2 e 3 dell'art. 104 *bis* sono stati modificati dalla l. 11 agosto 2014, n. 116; il comma 7 è stato introdotto dal d.lg. 19 novembre 2007, n. 229 e modificato dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2. Critico sul tema F.



protezione dalle scalate ostili). Risulta quindi condivisibile la critica che un Autore fa a tale previsione ipotizzando che “solo in casi del tutto eccezionali gli statuti si avvarranno di tale facoltà “che esporrebbe le società quotate al rischio di scalate più facili”<sup>16</sup>.

Sui sottili confini esistenti tra “sociale” e “parasociale” si è espressa anche la Suprema Corte.

Si trattava di un caso che riguardava il sconosciuto carattere vincolante dei patti conclusi tra le parti affermando che, ai fini della configurabilità di un definitivo vincolo contrattuale parasociale “è necessario che tra le parti sia raggiunta l’intesa su tutti gli elementi dell’accordo, non potendosene ravvisare pertanto la sussistenza là dove, raggiunta l’intesa solamente su quelli essenziali ed ancorché riportati in apposito documento, risulti rimessa ad un tempo successivo la determinazione degli elementi accessori: pertanto anche in presenza del completo ordinamento di un determinato assetto negoziale parasociale, può risultare integrato un atto meramente preparatorio di un futuro contratto”<sup>17</sup>. Le convenzioni tra i soci devono essere quindi valutate attentamente per verificare se esse non contengano elementi tali da coinvolgere la società nel ruolo di attore della vicenda parasociale<sup>18</sup>.

Per quanto concerne la condizione generale di validità del contratto parasociale dottrina<sup>19</sup> e giurisprudenza sostanzialmente sembrano concordi nel ritenere che esso non debba pregiudicare gli interessi della società<sup>20</sup>.

---

CHIAPPETTA, *sub art. 104*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, Padova, 2008, 967 ss.; R. D’AMBROSIO, *sub art. 104*, in *Il testo unico dell’intermediazione finanziaria*, a cura di C. RABBITTI BEDOGNI, Milano, 1998, 589 ss.

<sup>16</sup> Cfr. P. FIORIO, *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., 2009, 93.

<sup>17</sup> In tal senso Cass. civ., sez. I, 20 giugno 2006, n. 14267, *F.G. c. Z.A.*, in *Soc.*, 2007, 1111.

<sup>18</sup> Aspetto esaminato attentamente da PISELLI, *I patti parasociali tra diritto dei contratti e diritto societario* (nota alla sentenza Cass. civ., 20 giugno 2006, n. 14267, cit.), in *Soc.*, 2007, 1112.

<sup>19</sup> Fra i molti che hanno affrontato l’argomento prima e dopo la riforma societaria cfr.: G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 101 ss.; ID., *sub art. 122*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, cit., 1129 ss.; G. SANTONI, *op. ult. loc. cit.*; G. FARENGA, *op. ult. loc. cit.*; cfr. anche F. BONELLI-P.G. JAGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1991, ove un’ampia esposizione di materiali sul tema ed inoltre AA.VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. BONELLI-P.G. JAEGER, Milano, 1993. Dopo la riforma societaria, v. tra gli altri, V. SALAFIA, *I patti parasociali nelle società non quotate*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di S. AMBROSINI, vol. I, Torino, 2005, 217 ss.; D. CORAPI, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Codice commentato delle nuove società*, 2004, cit., 70 ss.; P. FIORIO, *sub art. 2341 bis*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 132 ss.

<sup>20</sup> Cass., 22 dicembre 1989, n. 5798, *Piva c. Carlucci*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, II, 269 ss.; v. anche Cass., 25 febbraio 1981, n. 1056, *Bordoni c. Cartiera Marchigiana s.r.l.*, *Giuli e Zallocco*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 314 ss. (secondo la quale “le pattuizioni tra i singoli soci cc.dd. parasociali, relative al trasferimento, alla cessione, alle garanzie ed a altri loro diritti e obblighi conseguenti alla qualità di soci, non hanno alcun effetto nei confronti della società, ove la stessa non vi partecipi con regolare ed espressa rappresentanza dei suoi organi e non riconosca ed assuma i relativi obblighi con atto degli organi competenti e nelle forme di legge”). In dottrina, prima e dopo la disciplina contenuta nel T.U.F. e nella la riforma societaria cfr., G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit.; G. GRIPPO, *Le società*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, cit., 157; e già P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959, 62 ss.; AA.VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, cit.; G. OPPO, *sub art. 122*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, cit., 1129 ss.; V. SALAFIA, *I patti parasociali nelle società non quotate*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 217 ss.; D. CORAPI, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Codice commentato delle nuove società*, 2004, cit., 70 ss.; P. FIORIO, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 132 ss.

Sul problema della forma, in primo luogo vi è l'osservanza di quella, eventualmente richiesta per i contratti nominati nei quali i contratti parasociali in concreto rientrano, mentre la distinzione dal contratto sociale comporta che non possano richiedersi per il contratto parasociale le formalità stabilite per il contratto sociale<sup>21</sup>.

In merito alla durata dei patti parasociali, in un primo momento, la Suprema Corte si era espressa per la invalidità di quelli stipulati a tempo indeterminato<sup>22</sup>, mutando in seguito l'orientamento e riconoscendo quindi la legittimità di questi accordi, considerando che, in caso di durata a tempo indeterminato il socio può sempre ricorrere all'esercizio del diritto di recesso per sciogliere il vincolo<sup>23</sup>.

Occorre ricordare che, riguardo ai più importanti contratti parasociali e, in particolare, ai sindacati di voto, la giurisprudenza, appare spinta da una sempre più crescente legislazione speciale, tendente a riconoscere una sfera di validità a questi patti maggiormente ampia rispetto a quella ammessa in passato.

Dell'orientamento assunto dalla giurisprudenza, oltre alle esigenze di pubblicità e trasparenza dei più importanti patti parasociali, aveva poi tenuto conto il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 dettando, per le *società quotate*, una articolata disciplina dei sindacati di voto e dei sindacati di blocco (artt. 122-124 T.U.F.), attenta alle varie forme che questi particolari sindacati possono rivestire e alle interazioni che si possono presentare<sup>24</sup>.

Dopo la riforma societaria del 2003 il legislatore ha introdotto nuove varianti alla disciplina dei patti parasociali nelle *società quotate* con interventi successivi<sup>25</sup> concernenti le offerte pubbliche di acquisto e di scambio<sup>26</sup>. Le modifiche apportate avevano l'obiettivo di rendere più trasparenti le operazioni connesse al successo di una offerta pubblica di acquisto riformulando nel T.U.F. l'art. 122<sup>27</sup>, introducendo gli artt. 104 *bis* sulla inefficacia di accordi che, durante l'offerta, pongano limiti all'espressione del diritto di voto<sup>28</sup>, e 123 *bis* sulla relazione della gestione della società che deve contenere informazioni dettagliate sugli accordi noti alla società *ex art.* 122.

---

<sup>21</sup> G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 97; sul tema v. anche A. BLANDINI, *Sul requisito di forma dei patti parasociali*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 51.

<sup>22</sup> Così Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, 164, nota G. COTTINO, *Anche la giurisprudenza canonizza i sindacati di voto?*

<sup>23</sup> In tal senso Cass., 23 novembre 2001, n. 14865, in *Giur. it.*, 2002, 547, nota G. COTTINO; v. anche sulla stessa sentenza la nota di R. COSTI, *La Cassazione ed i sindacati di voto: tra dogmi e "natura delle cose"*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 666.

<sup>24</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle norme v. i già citati commenti di G. OPPO, *sub art.* 122, cit., 1129 ss.; OPPO, *sub art.* 123, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, cit., 1130 ss.; G. CONTE, *sub art.* 124, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, cit., 1143 ss.

<sup>25</sup> Il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, che ha dato attuazione alla direttiva 2004/725/CE ed il d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito con modifiche nella l. 28 gennaio 2009, n. 2.

<sup>26</sup> Su cui più ampiamente P. FIORIO, *I patti parasociali, Il nuovo diritto societario*, cit., 2009, 67 ss.

<sup>27</sup> Commentato da N. ABRIANI, *L'assemblea*, cit., 551 ss.

<sup>28</sup> Disposizione poi attenuata da quanto previsto nella successiva l. 28 gennaio 2009, n. 2 che prevede, per la sua operatività, come recita l'art. 104 *bis*, comma 1 modificato, una disposizione statutaria in tal senso "...gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da loro emessi si applichino le regole previste dai commi 2 e 3".

Numerosi nel tempo sono stati anche gli interventi operati dalla CONSOB che ha modificato il Regolamento più volte, in particolare nel 2020 con le deliberazioni 10 dicembre 2020 nn. 21623, 21624; 22 dicembre 2020, con deliberazione n. 21625; 15 dicembre 2020, con deliberazione n. 21639. Anche il diritto d'impugnazione conferito alla CONSOB per voti esercitati con azioni quotate che non abbiano rispettato il comma 1 dell'art. 122 T.U.F. è stato modificato con il d.lgs. 15 novembre 2019, n. 165.

La stessa riforma ha introdotto nel titolo V, capo V, Libro V del codice civile una nuova apposita sezione (III *bis*, *Dei patti parasociali*) composta dagli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter.*, per superare il “divario” che si era creato tra la normativa delle società quotate nei mercati regolamentati, munita già di una dettagliata disciplina dei sindacati di voto e dei sindacati di blocco, nonché dei patti parasociali a questi assimilati, per le finalità perseguite e per gli effetti che possono produrre, e le *società non quotate* (società “chiuse” e società che fanno invece ricorso al mercato del capitale di rischio, ma non sono quotate nei mercati regolamentati: mercato ristretto, piccolo mercato).

Il risultato è stato quello di introdurre una “tipizzazione” dei suddetti sindacati, sicuramente più importanti rispetto alla moltitudine dei diversi patti parasociali che restano pertanto confinati nell'ambito dell'atipico, anche se occorre pervenire ad incastri ed collegamenti tra le norme del decreto Draghi riguardanti le società quotate (disposizioni tutte, quando divergano da quelle codificate, fatte salve dal comma 2 dell'art. 2325 *bis* c.c., il quale recita: “le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali”<sup>29</sup>).

4. *Patti parasociali e Trust: il voting trust.* – La regolamentazione dei patti parasociali sia per le società quotate che per le società non quotate ha stimolato la comparazione con il modello del *trust*, che pur non essendo regolamentato specificamente in Italia, nell'ipotesi di *trust interno* è ritenuto ammissibile<sup>30</sup>.

Più in generale il *trust* si costituisce con un atto unilaterale in forma scritta (atto pubblico o privato). Il *settlor* (disponente) deve dichiarare la sua volontà di costituire un *trust*, non essendo sufficiente la semplice volontà di voler trasferire il patrimonio (ben individuato) ad un altro soggetto (*trustee*).

In Italia, quando si tratti anche di beni immobili o mobili registrati si devono seguire le regole della trascrizione nei registri pubblici. I poteri demandati al *trustee* dovrebbero essere dettagliatamente indicati nell'atto costitutivo, compresi i poteri eccedenti l'ordinaria amministrazione. Il *trustee* è responsabile e risponde personalmente ed illimitatamente verso terzi per gli atti posti in essere eccedenti i poteri a lui conferiti.

La comparazione tra patti parasociali e *voting trust*, accordo in base al quale alcuni soci di una società costituiscono un *trust* per disciplinare l'esercizio del diritto di voto de-

<sup>29</sup> Testo modificato dall'art. 5, lett. c) d.l.g. 6 febbraio 2004, n. 37.

<sup>30</sup> A seguito del recepimento nel nostro ordinamento con l. 16 ottobre 1989, n. 364, della Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985.

gli stessi nell'assemblea della società, trasferendo al *trust* le proprie partecipazioni sociali<sup>31</sup>, vuole verificare se sia possibile applicare la disciplina societaria italiana, in particolare gli artt. 2341 c.c. (che si applica ai patti in qualunque forma stipulati), e 122 T.U.F.

In base all'art. 6 della Convenzione dell'Aja, il *trust* viene disciplinato dalla legge scelta da chi lo ha costituito.

L'opinione contraria all'applicazione della normativa societaria italiana si fonda sulla considerazione che "l'atto istitutivo di *trust*, come pure l'atto di conferimento della partecipazione in *trust* è per ciascun disponente un atto unilaterale e non un patto"<sup>32</sup> ed inoltre le finalità dell'atto di *trust* possono essere più vaste di quelle limitate all'esercizio del diritto di voto.

A nostro avviso, tuttavia, se si aderisse a quest'ultima opinione si correrebbe il rischio di vedere il *voting trust* utilizzato, di fatto, per aggirare la normativa societaria in materia di pubblicità e durata, in sostanza, la "trasparenza" sull'operazione dell'esercizio del diritto di voto sarebbe disattesa, venendo meno le forme di tutela poste dal legislatore a protezione della società, degli azionisti, degli investitori.

Esistono indubbiamente alcune differenze di carattere sostanziale riscontrabili nel decreto Draghi (o T.U.F.) e nel codice civile, ed anche la formulazione delle relative norme non è del tutto coincidente. Da un lato, il decreto Draghi (art. 122 d.lgs. n. 58/1998) tende ad identificare i patti parasociali "tipizzati" ed in qualunque forma stipulati con la semplice specificazione dell'oggetto della convenzione (l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni) per meglio specificare poi e per ampliare tale definizione precisando che la normativa dettata si applica anche "...ai patti, in qualunque forma stipulati: a) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; b) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse (ad esempio, obbligazioni convertibili, warrant...), c) che prevedono l'acquisto concertato delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lett. b); d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di una influenza dominante su tali società.

La definizione dei patti parasociali disciplinati dalla riforma pone in evidenza, invece, le finalità che tali accordi debbono proporsi per soggiacere alle prescrizioni dettate ora dagli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter*. Soltanto le convenzioni che sono idonee ad acquisire una stabile direzione unitaria dell'assemblea e perciò il governo delle società per azioni e delle società che le controllano hanno, pertanto, acquisito una formazione tipica nel codice (e v. infatti quanto è previsto nel comma ultimo dell'art. 2341 *bis*)<sup>33</sup>.

<sup>31</sup> Per ulteriori approfondimenti sull'argomento cfr. A. GALLARATI, *Il trust come organizzazione complessa*, 2010, cit., 222 ss.; in precedenza M. LUPOI, *L'atto istitutivo di trust*, Milano, 2005; ID., *I trust nel diritto civile*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. SACCO, Torino, 2004; A. FUSI, *I patti parasociali alla luce della nuova disciplina societaria e le possibili applicazioni dei voting trust*, in *Soc.*, 2007, 689 ss.

<sup>32</sup> Così A. FUSI, *I patti parasociali*, cit., 689.

<sup>33</sup> Sul tema, fra gli altri, G. RIOLFO, *I patti parasociali*, Padova, 2003; G. SEMINO, *I patti parasociali nella riforma delle società di capitali: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2003, 345 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 5; D. CORAPI, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Codice commentato delle società*, 2007, cit., 78 ss.; P. FIORIO, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 132 ss.; ID., *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario*, 2009, 67 ss. il quale riporta una delle poche decisioni in materia successive alla riforma, nel caso di

Quanto all'elencazione dei patti parasociali che devono ritenersi assoggettati alle prescrizioni introdotte dalla riforma del 2003, si assiste ad una esemplificazione più scarsa di quella offerta, per le società quotate, dall'art. 122 T.U.F.

Ai sensi del codice civile l'enumerazione dei patti parasociali "tipici" è la seguente:

- a) patti che hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
- b) patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;
- c) patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.

Le difformità di formulazione riscontrabili tra le norme del T.U.F. e quelle del codice civile riformato sembrano tracciare anche distinti e non coincidenti ambiti di applicazione delle relative discipline, speciale l'una e codicistica l'altra. Invero risulta non del tutto agevole sostenere che i patti che hanno per oggetto il trasferimento di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni (ad esempio, obbligazioni convertibili) o che prevedono l'acquisto concertato di tali strumenti finanziari, tutti disciplinati dal T.U.F., ricadano (anche) sotto la disciplina dettata dagli artt. 2341 *bis* e *ter* per disciplinare i patti parasociali afferenti alle società (chiuse o aperte) non quotate.

Piuttosto che porre l'accento su una interpretazione analogica che allarghi i confini della triplice esemplificazione dei patti parasociali accolta dal codice civile, talvolta si preferisce giungere, almeno per gli accordi ora ricordati, ad una sussunzione di tali accordi tra i patti che ricadono sotto la disciplina di cui agli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter* c.c. rilevando che è sulla finalità (stabilizzare gli assetti proprietari e il governo della società) che occorre fare riferimento: così si potrebbe concludere nel senso che i patti riguardanti la vendita o l'acquisto di strumenti finanziari che consentono l'acquisto di azioni riguarderebbero gli assetti *futuri* e il governo *futuro* della società<sup>34</sup>.

Al di là della particolarità dei patti sopra considerati, non sempre presi nella dovuta considerazione nel dibattito dottrinale, si riscontra un contrasto di opinioni per quanto riguarda la tipologia dei patti parasociali disciplinati rispettivamente dal T.U.F. e dal codice civile riformato. Chi sostiene la soluzione positiva fa appello, soprattutto, all'applicazione nel caso della regola interpretativa fondata sull'analogia<sup>35</sup>. A conclusioni opposte perviene chi giudica che il ricorso all'analogia sia precluso dalla "eccezionalità della durata *ex lege*, contraria all'autonomia negoziale e alla sanzione della sospensione del diritto di voto per mancata dichiarazione in assemblea"<sup>36</sup>.

---

specie relativa alla esecuzione in forma specifica dei sindacati di voto e sembra esprimere una certa cautela nel riconoscere la possibilità di ottenere l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo parasociale di voto: cfr. Trib. Genova, 8 luglio 2004 (ord.), *D.V.F. e B.P. c. V.G. e altri*, in *Soc.*, 2004, 1265, nota G. SEMINO, *I patti parasociali hanno assunto efficacia reale?*; in *Banca borsa*, 2006, II, 236, nota E. MACRÌ, *L'efficacia dei patti parasociali*; N. ABRIANI, *L'assemblea*, cit., 539 ss.

<sup>34</sup> Così P. FIORIO, *sub art. 2341 bis cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 146 ss. Per i patti che prevedano limiti all'acquisto e trasferimento di diritti di opzione relativi a s.p.a. non quotate, cfr. E. PAGNONI, *sub art. 2341 bis*, in *Codice commentato delle società*, 2007, cit., 78.

<sup>35</sup> Ancora P. FIORIO, *sub art. 2341 bis e ter*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., 132 ss.

<sup>36</sup> V. DONATIVI, *sub artt. 2341 bis e ter*, in *Società di capitali-Commentario*, a cura di G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES, vol. I, Napoli, 2004, 164 ss.

I patti di “consultazione” potrebbero forse sottrarsi ai limiti posti alla possibilità di interpretazione analogica. Infatti una parte della dottrina essi vengono fatti rientrare in forza di interpretazione “semplicemente” estensiva, nei patti relativi all’esercizio del diritto di voto descritti al n. 1 del comma 1 dell’art. 2341 *bis* c.c., quanto meno selezionando tra tali patti di consultazione quelli destinati ad avere finalità ed effetti dei sindacati di voto<sup>37</sup>.

Con sufficiente tranquillità si può invece convenire che nell’alveo della norma “di chiusura” racchiusa nel n. 3 del primo comma dell’art. 2341 *bis* (patti che hanno per oggetto o per effetto l’esercizio anche congiunto di un’influenza dominante sulle società) siano accolti anche i patti che impongano direttive agli amministratori o che impongano la richiesta di convocazioni dell’assemblea con un preordinato ordine del giorno e quelli che prevedano la concertazione per l’astensione dalle deliberazioni assembleari per fare venire meno i *quorum*, ecc.

Le differenze, ora segnalate, che attengono al profilo oggettivo, cioè fattispecie tipizzate dei patti parasociali, sono riscontrabili anche sotto il profilo soggettivo, vale a dire, identificazione dei soggetti sottoposti, rispettivamente, alla disciplina espressa dal T.U.F. e a quella dettata dal codice civile.

Infatti nel sottoporre a regolamentazione i patti parasociali (tipizzati), che hanno per fine la stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo delle società per azioni, che si riferiscono non soltanto a queste società, ma anche alle società che le controllano, T.U.F. e codice civile riformato continuano ad offrire l’adozione di una formula (almeno in apparenza) non coincidente.

Dal contesto della disciplina dei patti parasociali previsti dalla legge speciale per le società quotate si deve evincere (e v. l’art. 122 in relazione all’art. 93) che per società controllanti si devono intendere quelle società che dispongono (sulle società con partecipazioni azionarie quotate) di un controllo azionario di diritto o di fatto, oppure godono di una posizione di controllo derivante da un’influenza esercitata in virtù di una relazione di dominazione ottenuta tramite appositi patti contrattuali o clausole statutarie; con esclusione, quindi, di ogni rilevanza al riguardo del c.d. “controllo contrattuale” previsto nel n. 3 del comma 1 dell’art. 2359 c.c.

Per quanto riguarda i patti parasociali afferenti a società (non quotate) che controllano società per azioni non quotate, la nozione di controllo è incontestabilmente (seppure non sia richiamata in forma esplicita) quella descritta nei nn. 1, 2 e 3 del comma 1 dell’art. 2359 c.c., comprensiva quindi, accanto ai controlli cosiddetti azionari, anche del controllo contrattuale “tradizionale”, ma priva di specifico riferimento al c.d. controllo esercitato tramite contratti o clausole di “dominio”. Tuttavia, forse i patti di dominio potrebbero essere ora ritenuti legittimi anche in Italia con gli effetti degli artt. 2497, 2497 *bis*, 2497 *ter*, 2497 *quater*, 2497 *quinquies*. E forse potrebbero essere sussunti, al fine della nozione di controllo, nell’indicazione contenuta nel n. 3 del comma 1 dell’art. 2359 c.c.<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Cfr. fra gli altri, G. LOMBARDI, *I patti parasociali nelle società non quotate e la riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 280 ss. Ma in senso critico V. DONATIVI, *op. ult. loc. cit.*; cfr. inoltre P. FIORIO, *sub art. 2341 bis e ter.*, in *Il nuovo diritto societario*, 2004, cit., 132 ss.

<sup>38</sup> L’argomento è stato affrontato più ampiamente da S.A. CERRATO, *sub art. 2359 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., 440 ss.

Sotto il profilo delle prescrizioni che regolano i patti parasociali oggetto di tipizzazione, T.U.F. e riforma societaria del 2003 hanno affrontato entrambi il problema sollevato dalla giurisprudenza, vale a dire, la durata dei sindacati e quello, dibattuto in dottrina, sulla necessità di fare uscire dall'ombra i sindacati sottoponendoli ad adeguate forme di pubblicità.

Le regole introdotte e le sanzioni previste in caso di loro inadempimento non sono, però, uniformi.

La trasparenza dei patti parasociali afferenti alle società per azioni quotate e alle società che le controllano sono soggetti, ai sensi dell'art. 122 T.U.F., alla comunicazione alla CONSOB (entro 5 giorni dalla stipulazione), alla pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana (entro dieci giorni) e al deposito presso il registro delle imprese del luogo in cui la società ha la sede legale (entro 15 giorni): l'inadempimento a tale regime di pubblicità produce la nullità del patto di sindacato<sup>39</sup>.

Alle cinque categorie di patti parasociali originariamente indicate nell'art. 122 T.U.F.<sup>40</sup>, bisogna aggiungere quella indicata nell'art. 122, comma 5, lett. d-bis) sui patti "volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta" dopo l'entrata in vigore del d.lgs. n. 229/2007, che ha recepito la direttiva n. 25/2004/CE.

I patti parasociali che la disciplina codicistica enumera e regola con riferimento alle società non quotate (e alle società che le controllano) sono invece soggetti ad una particolare forma di pubblicità, sensibilmente diversa da quella imposta per i patti parasociali attinenti a società quotate.

Ai sensi dell'art. 2341 *ter* c.c. devono essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea, la dichiarazione va trascritta nel verbale e questo deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese: l'inosservanza di una o più di

<sup>39</sup> Per l'ipotesi di nullità del patto parasociale di società quotata non depositato nel registro delle imprese v. *Delibera CONSOB*, 25 ottobre 2010, n. 17542, in *Boll. Consob* 11.2/2010, ove si precisa che "l'obbligo di deposito di un patto parasociale presso il registro delle imprese assolve una funzione di informazione 'formale e permanente' circa il patto parasociale stipulato che né la pubblicazione sulla stampa quotidiana, né il deposito presso gli uffici dell'Autorità di vigilanza possono soddisfare; la previsione della nullità del patto quale conseguenza dell'inosservanza di tale obbligo preclude qualsiasi ipotesi di adempimento tardivo ovvero di sanabilità dell'inefficacia del patto a mezzo di pubblicazione tardiva dello stesso".

I c.d. "patti parasociali occulti", quindi non dichiarati, sono stati oggetto dell'attenzione della giurisprudenza che ha ribadito l'importanza di provare, in base ai principi generali utilizzabili, l'esistenza di un accordo tra le parti, ed il suo contenuto: cfr. in proposito alcune delle decisioni relative al caso UNIPOL-BNL, quali App. Roma, decr. sez. I, 29 settembre 2009-*Deutsche Bank ag. c. CONSOB*; App. Genova, decr. sez. I, 19 dicembre 2009, *Banca Carige spa e altro c. CONSOB*; App. Bologna, decr. sez. III, *Banca Popolare Emilia Romagna s.c. e altro c. CONSOB*; App. Bologna, decr., sez. III, 26 gennaio 2010, *Unipol Gruppo Finanziario spa e Finsoc spa, c. CONSOB*, in *Soc.*, 2010, 587 ss., ove i ricorrenti contestavano le sanzioni comminate dalla CONSOB per la tardiva o mancata pubblicazione di un patto parasociale e le corti adite annullavano le sanzioni irrogate.

<sup>40</sup> Art. 122, comma 5, "Il presente articolo si applica anche ai patti, in qualunque forma stipulati: a) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; b) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; c) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b); d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società".

tali forme di trasparenza non produce la nullità del patto non pubblicato. Pertanto l'unica sanzione che accomuna i patti parasociali non pubblicati afferenti a società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio, ma non quotate, a quelli non pubblicati, e perciò nulli, riferentisi a società quotate, riguarda l'eventuale ripercussione sulla impugnabilità delle deliberazioni sociali assunte con il voto determinante del sindacato<sup>41</sup>.

Nessuna forma di divulgazione è prevista per i patti parasociali relativi a società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, dal momento che la conoscenza di eventuali patti di sindacato nelle società chiuse è senz'altro diffusa e facilmente ottenibile tramite i mezzi di ordinaria informazione. Tale previsione è stata criticata da una parte della dottrina<sup>42</sup>.

Per quanto attiene alle prescrizioni che regolano la durata dei patti parasociali tipizzati nella normativa del decreto Draghi (T.U.F.) e quella dettata dal codice civile presentano ad un tempo punti di convergenza e disarmonie.

Esiste concordanza nello stabilire che tutti i contratti parasociali regolamentati possono essere, a scelta degli interessati, a tempo determinato oppure a tempo indeterminato e che in quest'ultimo caso ciascun aderente al patto può in ogni momento esercitare il diritto di recesso con obbligo di preavviso di centottantaggiorni (sei mesi per il decreto Draghi)<sup>43</sup>.

Si riscontra, tuttavia, una prima dissonanza relativa al termine massimo di durata dei patti parasociali: quelli riguardanti le società quotate non possono avere durata superiore ai tre anni, mentre i patti parasociali stipulati per il governo delle società non quotate (chiuse o aperte che siano) hanno una durata ampliata dal codice civile a cinque anni, con l'avvertenza che ai patti rientranti nelle fattispecie classificate nell'art. 2341 *bis* c.c., se stipulati a tempo determinato prima dell'entrata in vigore della riforma del 2003, il termine quinquennale di scadenza doveva computarsi a decorrere dal primo di gennaio dell'anno 2004<sup>44</sup>.

---

<sup>41</sup> La decisione del Trib. Genova, 8 luglio 2004 (ord.), in *Banca borsa*, 2006, cit., relativa ad un patto tra soci di una s.r.l., aveva affrontato due questioni: 1) l'efficacia, obbligatoria o reale, dei patti; 2) la possibilità di richiedere l'esecuzione in forma specifica (nel caso di specie, del voto). In proposito, quanto al n. 1, non vi è concordia in dottrina, favorevoli, ad esempio RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum, Gianfranco Campobasso*, I, Torino, 2007, 470 ss.; *contra* R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 203; quanto al n. 2, la maggior parte di dottrina e giurisprudenza sembrano negare la possibilità di una esecuzione in forma specifica: in tal senso, fra gli altri, G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 271 ss.; più di recente M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (a cura di), 2007, cit., I, 482 ss.; P. FIORIO, *I patti parasociali*, cit., 70 ss.; Trib. Roma, 20 dicembre 1996, in *Giur. comm.* 1997, II, 119; Trib. Roma, 12 settembre 2002, in *Foro it.*, 2002, I, 3207, *contra* E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 225 ss.; P. FIORIO, *I patti parasociali*, cit., 67 ss.

Sulla riconoscibilità della valenza parasociale di una clausola inserita nello statuto si è pronunciata Cass., 1 luglio 2008, n. 17960, in *Soc.*, 2009, 162, nota S. AMBROSINI, "Sociale" e "parasociale" nella clausola statutaria di gradimento, affermando che è necessario guardare al contenuto della clausola.

<sup>42</sup> Così F. KUSTERMANN, *Considerazioni critiche sui patti parasociali, come previsti dalla legge delega n. 366 del 2001*, in *Soc.*, 2002, 171.

<sup>43</sup> Sulla durata del patto parasociale e della sua validità in caso di mancata indicazione del termine v. Cass. civ., 22 marzo 2010, n. 6898, in *Soc.*, 2010, 639, che ha ribadito la validità del patto ed il diritto di ogni partecipante ad esercitare unilateralmente il recesso per giusta causa o con congruo preavviso.

<sup>44</sup> Sul punto, V. DONATIVI, *op. ult. cit.*, 179 ss.



Troviamo nuovamente una conformità di disciplina quando, per i contratti a tempo determinato, si stabilisce che: a) se stipulati per un tempo superiore a quello prefissato (rispettivamente, com'è noto 3 o 5 anni), il patto si intende concluso per la durata prescritta dalla legge, in applicazione, anche, della regola generale desumibile dagli artt. 1419 e 1339 c.c.; b) la possibilità di un loro rinnovo alla scadenza.

Va, infine, sottolineato che non costituisce un altro punto di divergenza, ma soltanto una particolare previsione che, data la natura degli istituti coinvolti, per sua finalità può riferirsi soltanto alle società quotate, il fatto che nel T.U.F. (art. 123, n. 3)<sup>45</sup> compaia una particolare causa di recesso dal patto parasociale stipulato a tempo determinato, dal momento che si concede agli azionisti aderenti al patto di potere recedere, senza preavviso, nell'ipotesi in cui costoro intendano aderire ad un'O.P.A. o a una O.P.S. obbligatorie, totalitaria (art. 106 T.U.F.)<sup>46</sup>, che possono avere per oggetto esclusivamente azioni quotate.

5. *Considerazioni conclusive.* – I patti parasociali si presentano come uno strumento di controllo della gestione societaria valido, ma complesso nella sua applicazione.

Nell'ambito della normativa che disciplina le società quotate e le non quotate il legislatore ha posto dei vincoli a protezione della società, degli azionisti di minoranza, degli investitori, per evitare che il patto parasociale diventi uno strumento di controllo "negativo" per lo sviluppo della società interessata distruggendo le sue possibilità di collocarsi al meglio sul mercato, ricercando invece facili guadagni. Queste limitazioni, se da un lato possono sembrare avere frenato una maggiore diffusione dei patti parasociali<sup>47</sup>, dopo anni di applicazione della normativa, dimostrano, a nostro avviso, che hanno evitato una strumentalizzazione negativa di questo strumento di controllo contribuendo invece ad una "stabilizzazione" della gestione delle società interessate.

È interesse dei "pattisti" che la società sia gestita al meglio evitando l'applicazione delle norme sulla crisi d'impresa e dell'insolvenza, o comunque, in caso di crisi, sarebbe nel loro interesse segnalare tempestivamente la situazione per consentire una diagnosi precoce dello stato di difficoltà e l'applicazione delle procedure di composizione assistita della crisi<sup>48</sup>.

Gli azionisti aderenti al patto parasociale devono condividere scelte non sempre facili, ma se le regole del patto sono equilibrate ci saranno vantaggi per tutti.

La stabilità della gestione corretta di una società è un bene prezioso che va ricercato e costruito con pazienza, ancora di più quando la situazione dell'economia in generale non è tranquillizzante.

<sup>45</sup> Più ampiamente sul tema G: OPPO, *sub art. 123*, in *Commentario al T.U.F.*, cit., 1130 ss.

<sup>46</sup> Cfr. CANNIZZARO, *sub art. 106*, in *Commentario al T.U.F.*, cit., 980.

<sup>47</sup> Comunque più diffusi in società di una certa dimensione in cui normalmente vi sono molti piccoli azionisti.

<sup>48</sup> Sul tema della crisi d'impresa il legislatore ha effettuato un nuovo intervento con il d.l. 24 agosto 2021, n. 118, cercando di conseguire al meglio gli obiettivi di: 1) diagnosi precoce della crisi e 2) salvaguardia della capacità imprenditoriale dei soggetti coinvolti.

# IL CONTROLLO DELL'AUTONOMIA CONTRATTUALE NEL DIRITTO DELLE SOCIETÀ: I PATTI PARASOCIALI

di *Andrea Tucci*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Autonomia privata e diritto delle società: i patti parasociali. – 3. Il controllo causale dei patti parasociali nella giurisprudenza recente. – 4. L'opzione *put* a prezzo predefinito. – 4.1. ... e la sua meritevolezza.

1. *Premessa.* – Uno degli aspetti più delicati e controversi nello studio dei rapporti fra ordinamento giuridico e processo economico riguarda il problema delle tecniche di controllo dell'autonomia contrattuale. E ciò per la difficoltà di individuare, e poi applicare in concreto, un criterio che coniughi la libertà dei soggetti che operano nel mercato di regolare i propri interessi, definendone un assetto condiviso e ritenuto conveniente, con l'esigenza dell'ordinamento di stabilire le condizioni per accordare tutela giuridica.

Il problema evocato, non a caso, ricorre costantemente nel dibattito dottrinale e nella giurisprudenza, con toni sovente non privi di un pre-giudizio ideologico, che orienta – più o meno consapevolmente – la percezione e la delimitazione dei problemi e degli interessi da comporre.

Le posizioni restrittive in merito all'ampiezza del controllo “tollerabile” colgono ed enfatizzano, principalmente, le istanze di libertà e auto-responsabilità dei soggetti e, di conseguenza, di contenimento delle forme di “interventismo” dell'ordinamento giuridico e delle istituzioni preposte alla sua attuazione in concreto. Sul piano della metodologia giuridica, questo approccio si coniuga, sovente, con la predilezione per un metodo dogmatico-sistematico<sup>1</sup> e per l'ancoraggio alla teorica della fattispecie, che avrebbe il pregio, a sua volta, di tutelare le istanze di prevedibilità e “calcolabilità” delle decisioni e, in definitiva, di razionale composizione degli interessi confliggenti<sup>2</sup>.

All'opposto, gli assertori di un controllo “forte” sull'autonomia privata sottolineano l'esigenza di assicurare la conformità delle sue manifestazioni ai valori riconosciuti e tutelati dall'ordinamento, nella sua evoluzione storica<sup>3</sup>. In questa prospettiva, l'inter-

---

<sup>1</sup> Cfr. MENGONI, *Dogmatica giuridica*, in *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Milano, 1996, 33 ss.; ID., *Dogmatica giuridica*, in *Enc. giur.*, Roma, XII, 1989, 8. Da ultimo, anche per gli opportuni riferimenti, PIRAINO, *Riflessioni su dogmatica e autonomia privata: il concetto di causa del contratto*, in *Ragionare per decidere*, a cura di BOMBELLI-MONTANARI, Torino, 2015, spec. p. 45 ss.

<sup>2</sup> Cfr., con diversità di posizioni, IRTI, *La crisi della fattispecie*, in *Riv. dir. proc.*, 2014, I, 36, nel solco della riflessione di WEBER, *Economia e società* (1922), Milano, 1995, III, spec. pp. 17 e 189; LIPARI, *Il diritto civile tra legge e giudizio*, Milano, 2017, spec. p. 165 ss.; P. PERLINGIERI, *Dogmatica giuridica e legalità costituzionale*, in *Annali SISDIC*, Napoli, 2019, spec. p. 36 ss.

<sup>3</sup> L'approccio c.d. restrittivo non è, peraltro, indifferente, rispetto ad *altri* valori, pure tutelati dall'ordinamento giuridico, fra i quali, indubbiamente, rientrano la prevedibilità e la stessa “calcolabilità” delle decisioni, ossia, in definitiva, la certezza del diritto, anche nella logica, più moderna, di un sistema di

prete e, *in primis*, il giudice sarebbe chiamato ad assicurare un assetto di interessi “adeguato” – appunto, in base ai valori da realizzare –, eventualmente, anche “conformando” il programma negoziale delle parti, così agendo in funzione, per così dire, “propulsiva” dell’autonomia privata<sup>4</sup>.

La “tecnica” utilizzata per procedere a questo controllo è stata, principalmente, incentrata sulla causa del contratto, in un’accezione *concreta*, al fine di condurre una valutazione di sintesi dell’assetto di interessi realizzato dalle parti nella specifica “operazione economica”, che si aggiunge al giudizio *astratto*, circa l’idoneità dello schema prescelto (*i.e.*, il tipo contrattuale) a realizzare una regolamentazione giuridica degli interessi dei contraenti<sup>5</sup>.

Questo approccio è criticato da chi paventa il pericolo di una “funzionalizzazione” dell’autonomia privata, in contrasto con le scelte di vertice della nostra costituzione economica, anche sotto il profilo della riserva di legge (art. 41, 2° co., Cost.)<sup>6</sup>. Sul piano della ricostruzione sistematica e dogmatica, le critiche si incentrano sulla censura di un uso improprio del “requisito” della causa e di una confusione fra questo e il principio di meritevolezza, dovendo il primo operare sul piano astratto della formazione del regolamento contrattuale, piuttosto che su quello dell’assetto di interessi realizzato dalle parti (il rapporto patrimoniale)<sup>7</sup>.

Il *problema* della causa – anche in una dimensione storica –, peraltro, non si esaurisce sul piano dei requisiti della fattispecie contrattuale, riguardando, più in generale, l’individuazione delle condizioni oggettive (o *astratte*) cui l’ordinamento subordina la giuridicità del vincolo, nonché la *concreta* realizzabilità pratica del programma contrattuale<sup>8</sup>.

---

economia di mercato, per quanto temperato da principi di solidarietà e giustizia sociale, la cui attuazione è, però, rimessa alle istituzioni rappresentative (“il legislatore”), piuttosto che a quelle deputate all’applicazione del diritto nei casi concreti (“il giudice”). La separazione di funzioni così delineata è però incrinata – come si osserva nel testo – dai mutamenti intervenuti nella legislazione (*in primis*, di rango costituzionale e sovranazionale) e nella sensibilità degli interpreti, rispetto alla valutazione “secondo l’ordinamento giuridico”.

<sup>4</sup> Secondo un’impostazione patrocinata – nella fase di gestazione del codice civile attuale – da BETTI, *Sui principi generali del nuovo ordine giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1940, I, 222, in aperta polemica con l’ordine “negativo” di matrice liberale. Sul punto, cfr., da ultimo, con diversità di posizioni, M. BARCELLONA, *Ordine pubblico e diritto privato*, in *Europa e dir. priv.*, 2020, 925 ss.; G. PERLINGIERI, *In tema di ordine pubblico*, in *Rass. dir. civ.*, 2021, spec. pp. 1384 ss. e 1432 ss. Nella giurisprudenza più recente, cfr. Cass., S. U., 24 settembre 2018, n. 22437 (in tema di polizze *claims made*).

<sup>5</sup> Questa, in estrema sintesi, la più recente epifania – soprattutto giurisprudenziale (cfr., *e.g.*, Cass., 8 maggio 2006, n. 10490; Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900; Cass., 7 febbraio 2019, n. 3679) – di una vicenda ben più risalente (se non proprio “eterna”), che ha a che fare, innanzi tutto, con il problema del *fondamento* del vincolo contrattuale e del riconoscimento giuridico degli atti di autonomia privata. Il tema ha formato oggetto, di recente, di un’ampia e documentata ricostruzione, ad opera di M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Milano, 2015. Per un’incisiva sintesi, cfr., da ultimo, ALPA, *Autonomia contrattuale*, in *I Tematici. I – Contratto*, Milano, 2021, 18 ss.

<sup>6</sup> Cfr., quanto meno, le “storiche” prese di posizione di G. MINERVINI, *Contro la “funzionalizzazione” dell’impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 626; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 172 ss.; RESCIGNO, *L’autonomia dei privati*, in *Justitia*, 1967, spec. p. 16 ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 213; MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banca e Borsa*, 1997, I, 1 ss. In una prospettiva in parte diversa, cfr. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1970 (rist.), 15 ss.; P. PERLINGIERI, *Dogmatica giuridica e legalità costituzionale*, cit., 33 ss.; Per ulteriori riferimenti, cfr., da ultimo, MACARIO, *Autonomia privata (profili costituzionali)*, in *Enc. dir. Ann.*, Milano, 2015, VIII, 61 ss.; E. MINERVINI, *La «meritevolezza» del contratto. Una lettura dell’art. 1322, comma 2, c.c.*, Torino, 2019, spec. p. 19 ss.

<sup>7</sup> Cfr., soprattutto, P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata*, cit., spec. p. 209 ss.

<sup>8</sup> La natura “bifasica” del controllo sul contratto trova un riscontro nella *Relazione al codice civile*, n.

Questa rapida ricognizione di un dibattito risalente evoca quella tensione e contrapposizione (apparentemente soltanto) metodologica, molto acutamente percepita e sintetizzata dal rilievo secondo cui “la disputa tra giurisprudenza concettuale e giurisprudenza degli interessi non è «metodologica»; attiene invece ad una diversa visione della realtà e, alla fine, ad un diverso accento circa i vari, e per tutti perenni, motivi del nostro pensiero”<sup>9</sup>. I “motivi perenni” evocati attengono, poi, alla “sovranità individuale”, che induce a privilegiare l’istanza della certezza giuridica e a prediligere il carattere formale dell’interpretazione (metodo concettuale), e alla “vita associata”, con conseguente esaltazione di valori quali l’equità o l’aderenza alla realtà economica (metodo degli interessi). In questa prospettiva, anche il richiamo agli interessi può condurre a un “nuovo formalismo”; un margine di ambiguità possono assumere le valutazioni funzionali, ove non sia reso esplicito quale sia l’interesse o il fattore che si assume come determinante<sup>10</sup>.

Il problema della esplicitazione degli interessi e dei “fattori” sottesi all’interpretazione si sarebbe posto in termini ancora più accentuati, in relazione alle disposizioni della Costituzione, le quali presentano un “carattere più elastico”, rispetto a quelle del codice civile, e avrebbero, pertanto, richiesto una tecnica interpretativa diversa da quella più “formalistica”, imperante nel diritto privato di matrice codicistica, e, dunque, una interpretazione consapevole degli orientamenti ideali ad essa sottesi, nonché, a monte, l’elaborazione di categorie giuridiche idonee a comprendere e a interpretare la nuova realtà socio-economica della società industriale di massa, nella costante tensione fra

---

603 (relativo al controllo di meritevolezza, riservato ai contratti atipici) e n. 613, là dove si precisa che anche per i contratti tipici occorre verificare “che il fine intrinseco del contratto sia socialmente apprezzabile e come tale meritevole di tutela giuridica”. In dottrina: G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., 348; P. PERLINGIERI, *L’autonomia nella pluralità e gerarchia delle fonti e dei valori*, in *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 2006, 348. Sul punto, peraltro, non mancano oscillazioni, anche nella giurisprudenza di legittimità (cfr., ad es., Cass., 25 giugno 2019, n. 16902, in relazione alle polizze *claims made*). Sulla pluralità di problemi della causa, cfr. l’efficace sintesi di DI MAJO, *Causa del negozio giuridico*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, VI, 2, nonché, nella letteratura giuridica più recente, C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto*, diretto da ROPPO, Milano, 2006, II, spec. p. 177 ss.; C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 258; M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 9 ss.; PIRAINO, *Riflessioni su dogmatica e autonomia privata*, cit., 58.

<sup>9</sup> In questi termini: ASCARELLI, *Dispute metodologiche e contrasti di valutazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, 117-118. Più di recente, cfr. G.B. FERRI, *Antiformalismo, democrazia, codice civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 352. In termini più generali, cfr. BOBBIO, *Giusnaturalismo e positivismo giuridico*, Milano, 1965, 93 ss.; ID., *Dalla struttura alla funzione. Nuovi studi di teoria del diritto*, Milano, 1977, 65.

<sup>10</sup> Emblematica della contrapposizione, cui si accenna nel testo, è stata la polemica sul negozio giuridico, all’indomani della codificazione del 1942, prima ancora dell’entrata in vigore della Carta costituzionale, proprio sul terreno “ideologico”, della contrapposizione fra volontà/sovranità dell’individuo vs. solidarietà/solidarietà e, dunque, valutazione e controllo dell’ordinamento. Il riferimento è, ovviamente, alla polemica fra Emilio Betti e Giuseppe Stolfi, originata dalla recensione dal primo a STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1947. Cfr. BETTI, *Il negozio giuridico in una pubblicazione recente*, in *Giur. it.*, 1947, IV, 137, spec. p. 144, nonché ID., *Teoria generale del negozio giuridico* (rist. II ed. 1950), Napoli, 1994, 68 e nota 47. Cfr. anche la replica di STOLFI, *Il negozio giuridico è un atto di volontà*, in *Giur. it.*, 1948, IV, 3. Per una sintesi: GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2002, 27 ss.; G.B. FERRI, *Introduzione*, a BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., XII ss. nonché, *amplius*, ID., *Il negozio giuridico*, Padova, 2004; GROSSI, *Scienza giuridica italiana*, Milano, 2000, 302 ss.; ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2012; GRONDONA, *Il contratto, l’ordinamento giuridico e la polemica tra Emilio Betti e Giuseppe Stolfi*, in *Comparazione e diritto civile*, 2012, 1 ss.

certezza e giustizia<sup>11</sup>. Il successivo processo di integrazione europea avrebbe accentuato questo profilo, facendo emergere anche l'ulteriore problema della coesistenza di matrici ideologiche non del tutto consonanti, a livello di costituzione economica<sup>12</sup>.

I profili problematici da ultimo evidenziati trovano riscontro nella contrapposizione fra quanti evidenziano la “rottura” del sistema, rappresentata dall'irruzione dei valori nell'argomentazione giuridica, e quanti, per contro, sostengono la plausibilità di un'argomentazione razionale e “controllata” su principi e valori, senza alcuna abdicazione rispetto alle istanze di certezza e prevedibilità e finanche di ricostruzione sistematica<sup>13</sup>.

Il contrasto fra la scelta politica e la decisione del caso concreto, sulla base di valori, può essere composto (o, se si vuole, occultato), sulla base del rilievo che, in realtà, quei valori sono ormai penetrati nel tessuto normativo e si impongono all'interprete, il quale deve privilegiare, in sede ermeneutica, soluzioni conformi alla gerarchia delle fonti, nella quale primeggiano i principi enunciati dalla carta costituzionale e dal diritto dell'Unione europea<sup>14</sup>.

Quest'ultimo approccio ha riscosso un successo crescente nella giurisprudenza più recente, nelle cui decisioni la soluzione del caso concreto poggia sovente sulla evocazione di valori di rango costituzionale e comunitario, la cui applicazione è mediata

<sup>11</sup> Cfr. ASCARELLI, *Dispute metodologiche e contrasti di valutazione*, cit., 119. In argomento, cfr., più di recente e con diversità di posizioni, P. PERLINGIERI, *Dogmatica giuridica e legalità costituzionale*, cit., 29 ss.; CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, Milano 2015, 24 ss.; LIPARI, *Il diritto civile tra legge e giudizio*, cit., 155 ss.; ID., *Il diritto civile tra passato e futuro*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, spec. p. 329 ss.; D'AMICO, *Problemi (e limiti) dell'applicazione diretta dai principi costituzionali nei rapporti di diritto privato (in particolare nei rapporti contrattuali)*, in *Giust. civ.*, 2016, 456. Ma v. già MENGONI, *Dogmatica giuridica*, cit., 39.

<sup>12</sup> Aspetto, questo, evidenziato da IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, 20 ss., la cui riflessione è ripresa, da ultimo – con specifico riferimento al problema della meritevolezza –, da D'ANDREA, *Immeritevolezza e illiceità in astratto dei contratti atipici*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 469 ss.

<sup>13</sup> Il “manifesto programmatico” di questo approccio è in RODOTÀ, *Ideologie e tecniche della riforma del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, spec. p. 96 ss. Ma, su questi aspetti, si veda la replica di G.B. FERRI, *Antiformalismo, democrazia, codice civile*, cit., 376 ss. e 388 ss., spec. p. 406, ove la sintesi del problema nell'interrogativo: “chi difenderà il cittadino dalla «libertà» del giudice?”. Sull'argomento cfr., con diversità di posizioni, IRTI, *La crisi della fattispecie*, in *Riv. dir. proc.*, 2014, I, 36; ID., *Nomos e Lex (Stato di diritto come Stato della legge)*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, 594; LIPARI, *Il diritto civile tra passato e futuro*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, spec. p. 333; LIBERTINI, *Le nuove declinazioni del principio di effettività*, in *Europa dir. priv.*, 2018, spec. p. 1092 ss.; MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, I, spec. p. 878 ss.; P. PERLINGIERI, *Dogmatica giuridica e legalità costituzionale*, cit., 35 ss.; ALPA, *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Bari, 2000, spec. p. 355 ss.

<sup>14</sup> Il rilievo potrebbe ridimensionare la contrapposizione che si registra nella lettura del disposto dell'art. 1322, 2° co., c.c., in particolare, in merito al problema se la disposizione ivi contenuta ponga soltanto un problema di valutazione – da condurre, poi, alla stregua dei criteri indicati dall'art. 1343 c.c. (cfr. G.B. FERRI, *Causa e tipo*, cit., spec. p. 406) – ovvero fornisca anche un criterio di valutazione. Più di recente, è stata suggerita la possibile composizione del contrasto, sulla base di una lettura “costituzionalmente orientata” dell'art. 1343 c.c. Cfr., per questa impostazione, P. PERLINGIERI, *L'autonomia nella pluralità e gerarchia delle fonti e dei valori*, cit., 349 ss.; G. PERLINGIERI, *Il controllo di «meritevolezza» degli atti di destinazione ex art. 2645 ter c.c.*, in *Notariato*, 2014, 13 e, ivi, nota 8; ID., *In tema di ordine pubblico*, cit., p. 1388. Permane, evidentemente, il problema della maggiore indeterminatezza dei precetti di rango, *lato sensu*, costituzionale, con il conseguente ampliamento della discrezionalità dell'interprete, in ragione dello “spostamento” del problema dei limiti dell'autonomia privata dal legislatore al giudice, sulla base di un giudizio di valore. Cfr., anche per ulteriori riferimenti, E. MINERVINI, *La «meritevolezza» del contratto*, cit., 46. Sulla distinzione fra interpretazione costituzionalmente orientata e applicazione diretta dei principi costituzionali, cfr. le puntualizzazioni di D'AMICO, *Problemi (e limiti) dell'applicazione diretta dai principi costituzionali nei rapporti di diritto privato (in particolare nei rapporti contrattuali)*, cit., 470 ss.

dall'utilizzazione di clausole generali, "rilette" e utilizzate anche in funzione correttiva di regole analitiche. Il che, peraltro, desta perplessità, ove conduca a una soluzione contrastante con scelte di politica del diritto del legislatore, tradottesi in regole puntuali, ma percepite come "inadeguate", rispetto a un più "giusto" temperamento degli opposti interessi, in tal modo prestando il fianco alle ricordate critiche, incentrate sull'evocazione della "tirannia dei valori"<sup>15</sup>.

2. *Autonomia privata e diritto delle società: i patti parasociali.* – In ambito societario, il principale terreno d'elezione di questo confronto è senz'altro quello dei patti parasociali, che costituiscono una manifestazione peculiare dell'autonomia privata, in qualche modo riferibile a un'attività d'impresa.

Il mai sopito dibattito sulla validità dei patti parasociali trae origine e alimento dalla risalente, ma perdurante, sovrapposizione di due aspetti, concernenti, da un lato, il rapporto originato dalla stipulazione del contratto sociale e, dall'altro, la collaterale – ma distinta – disciplina pattizia dei diritti derivanti dal rapporto sociale, con effetti limitati ai soggetti contraenti.

È questo il punto cruciale e decisivo, poiché introduce una "complicazione" nella questione generale dianzi evocata, consistente nel problema di stabilire se e, eventualmente, entro quali limiti, regole e principi del diritto societario costituiscano un parametro di riferimento, rispetto alla valutazione delle manifestazioni dell'autonomia contrattuale.

In una rivisitazione del tema, successiva alla riforma organica del diritto societario, è stata patrocinata l'adesione a una visione "istituzionalista debole", che dovrebbe orientare l'interprete a valutare i possibili modelli di rapporto fra "istituzione" (*i.e.*, la società) e "iniziative od organizzazioni collaterali" (*i.e.*, i patti parasociali), distinguendo, all'interno di queste ultime, a seconda che le finalità perseguite siano: (i) lecite (*i.e.*, "preconstituire scelte individuali o collettive, comunque compatibili con gli scopi istituzionali ufficiali"); (ii) eversive (*i.e.*, "distruggere o boicottare dall'interno l'istituzione"); (iii) elusive (*i.e.*, "finalità incompatibili con gli scopi istituzionali ufficiali, o compatibili, ma perseguite mediante processi decisionali idonei ed eludere le regole decisionali interne all'istituzione")<sup>16</sup>. Questa distinzione dovrebbe condurre a una diversa valutazione e, di conseguenza, a un differente trattamento giuridico, dovendosi riconoscere la valida espressione di autonomia privata negli atti con finalità lecite e, per contro, sanzionare con la nullità (ed eventualmente con altri rimedi) gli atti con finalità illecite<sup>17</sup>. Applicando questa classificazione ai rapporti fra organizzazione societaria e patti parasociali, si otterrebbe un criterio per condurre in modo più rigoroso il controllo

<sup>15</sup> Cfr., soprattutto, Cass., S.U., 4 novembre 2019, n. 28314; Cass., S.U., 18 settembre 2020, n. 19597.

<sup>16</sup> Cfr. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA-PORTALE, Torino, 2007, IV, 477 ss.

<sup>17</sup> Mette conto precisare, peraltro, che la più recente giurisprudenza di legittimità individua nella *irrelevanza* la sanzione del contratto immeritevole, distinguendola dalla *nullità*, che qualifica il contratto viziato in un elemento strutturale, ivi compresa l'illiceità della causa. Cfr., ad es., Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900. Per ulteriori riferimenti e qualche osservazione critica su questo approccio – che riesuma categorie dogmatiche risalenti nel tempo – si rinvia a A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. e impr.*, 2017, 950 ss.

causale in concreto, con particolare riferimento a quei patti che non presentano ragioni di invalidità, per così dire, intrinseca (*i.e.*, patti vietati da disposizioni imperative estranee al diritto societario o, comunque, contrari a regole o principi di tal genere), ma che abbiano, comunque, una *finalità* illecita – nell’accezione sopra chiarita – in quanto “eversivi” o “elusivi” di regole o principi del diritto societario.

Questo approccio valorizza il “collegamento” fra patto parasociale e società, esplicitando la predilezione per una visione del problema in termini di possibile *interferenza* di un atto di autonomia privata con le dinamiche di una istituzione e desumendo dalle regole e dai “valori” che informano quest’ultima un parametro per giudicare la liceità del primo.

A conclusioni parzialmente differenti è, però, possibile pervenire ove si enfatizzi un diverso profilo del complesso fenomeno in esame, ossia la *direzione* e gli *effetti* del vincolo che sorge dalla conclusione di un contratto parasociale.

Al riguardo, sembra corretto muovere dal rilievo – di per sé, banale – secondo cui il contratto parasociale disciplina sì posizioni soggettive derivanti o, comunque, riferibili a un parallelo rapporto societario – del quale, di norma, fanno parte tutti o taluno dei paciscenti –, ma secondo modalità strutturalmente inidonee a produrre effetti nella sfera dell’organizzazione societaria, in virtù del principio generale di “indifferenza” del contratto rispetto ai terzi (art. 1372 c.c.)<sup>18</sup>. La situazione può essere descritta – con un lessico più aderente al fenomeno societario – sottolineando che il vincolo parasociale è riferibile ai *rapporti fra soci* (o fra soci e terzi), piuttosto che all’*organizzazione* della società, secondo criteri generali e astratti<sup>19</sup>.

In queste diverse prospettive, risulta tutt’altro che scontata la possibilità di desumere dalle regole e dai principi del diritto societario un criterio per valutare la meritevolezza e la liceità dei patti parasociali. E ciò anche in considerazione di un ulteriore aspetto, che può risultare offuscato dall’evocazione della teorica del collegamento negoziale<sup>20</sup>. Quest’ultima, in effetti, si presta ad alimentare un ragionamento dogmatico, imponendo la considerazione unitaria di una più complessa operazione economica, in realtà, non sussistente, quanto meno nei casi – di gran lunga più frequenti, nella prassi

<sup>18</sup> Cfr. BETTI, *Limiti giuridici della responsabilità aquiliana*, in *Giur. compl. Cass. Civ.*, 1951, I, 786, ove la locuzione “diaframma di irrilevanza”. Non contrasta con questa premessa – e, anzi, a ben vedere, ne costituisce una conferma – l’ammissibilità di patti parasociali *a favore di terzi* (in *primis*, della società), già segnalata nel primo studio organico della materia. Cfr. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, nonché in *Scritti giuridici. II. Diritto delle società*, Padova, 1992 (dove si cita), 113. Più di recente, cfr. SANTONI, *Patti parasociali*, Milano, 1985, 145 ss., il quale si esprime in termini di “patti parasociali c.d. complementari”. Nella giurisprudenza recente, cfr. Cass., 7 maggio 2014, n. 9846, in *Banca e Borsa*, 2015, II, 697, con nota di SANNA, *Patto parasociale a vantaggio della società e contratto a favore del terzo*; Cass., 23 novembre 2021, n. 36092, in corso di pubblicazione in *Banca e Borsa*, 2022, II, con nota di A. TUCCI, *Patto parasociale di designazione e contratto a favore di terzi*. Soltanto apparentemente in contrasto con la premessa indicata nel testo è la tesi di una possibile rilevanza “corporativa” dei patti parasociali, soprattutto se stipulati da tutti i soci. Cfr., anche per riferimenti, MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, 201; PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1.

<sup>19</sup> Cfr. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo* Milano, 2012, spec. p. 244; RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 506 ss.

<sup>20</sup> Cfr., per tutti, OPPO, *Contratti parasociali*, cit. Sul problema evocato nel testo cfr. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 200 ss.

applicativa – di patto parasociale concluso soltanto da alcuni soci, *a fortiori* se con soggetti estranei alla compagine sociale.

La prospettiva patrocinata conduce a enunciare un criterio direttivo, che dovrebbe “sdrammatizzare” la pur insopprimibile esigenza di controllo dell’autonomia privata, seguendo, però, un approccio minimalista, che sembra maggiormente rispettoso della libera e consapevole assunzione di vincoli obbligatori e che dovrebbe contenere il paventato pericolo di una “intromissione” del giudice nella valutazione della stessa convenienza dell’affare.

In questa prospettiva, risulta non decisivo il richiamo all’assetto di interessi che la disciplina del tipo societario intende realizzare e preservare. La disciplina parasociale, infatti, non realizza un diverso assetto dei rapporti sociali, “conformando” la partecipazione, ma regola la condotta dei soci nel traffico giuridico, in una dimensione prettamente interindividuale o “di mercato”<sup>21</sup>; ferma restando la possibilità che, per realizzare quell’assetto di interessi, sia poi necessario porre in essere condotte nell’ambito dell’organizzazione societaria. L’eventuale trasposizione di quell’assetto di interessi in sede societaria, per contro, dovrà senz’altro conformarsi alle regole proprie dell’organizzazione, le quali, a loro volta, costituiranno il metro di valutazione delle condotte attuative e degli atti che generano, prescindendo dal fatto che questi siano esecutivi di (o, comunque, posti in essere da soggetti partecipanti a) un accordo, ove la circostanza non assuma rilievo per l’ordinamento, in virtù di specifiche disposizioni di legge<sup>22</sup>.

3. *Il controllo causale dei patti parasociali nella giurisprudenza recente.* – Il problema evocato trova riscontro nella giurisprudenza, che – soprattutto in temi recenti – ha fatto uso del criterio della causa concreta o della meritevolezza degli interessi<sup>23</sup> per procedere a una interpretazione e a una valutazione di complesse pattuizioni, apparentemente destinate a condurre a un assetto di interessi incompatibile con norme imperative del diritto delle società.

Quanto al primo profilo, la Corte di Cassazione ha avuto occasione di pronunciarsi su un contratto parasociale concluso nel contesto di un accordo di separazione fra coniugi e volto a disciplinare profili attinenti all’amministrazione della società per azioni,

<sup>21</sup> Cfr., su questo aspetto, ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 244.

<sup>22</sup> Come avviene, ad esempio, nella disciplina di cui all’art. 122, 4° co., T.U.F. e all’art. 2341 ter c.c. In argomento, si rinvia ad A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da CERA-PRESTI, Bologna, 2020, II, 1560 ss.

<sup>23</sup> La non coincidenza fra le due locuzioni è sottolineata, da ultimo, da PIRAINO, *Critica della causa al servizio dell’adeguatezza in concreto del contratto. il caso dell’assicurazione della responsabilità civile con copertura claims made*, in *Europa dir. priv.*, 2019, 1045 ss., il quale osserva, criticamente, la confusione riscontrabile nella giurisprudenza, con particolare riferimento alle recenti pronunce della Corte di Cassazione in tema di polizze *claims made*. In realtà, la distinzione è netta soltanto ove si accolga la tesi che riferisce il controllo di meritevolezza al problema del tipo e, dunque, all’accertamento dell’astratta idoneità dello schema contrattuale a regolare *giuridicamente* interessi patrimoniali. Ove, per contro, si ammetta che l’art. 1322, 2° co., impone l’esigenza di un giudizio sul complessivo assetto di interessi dello specifico affare, la contrapposizione sembra spostarsi – *all’interno del problema della causa* – sulla questione se, poi, il giudizio debba essere condotto esclusivamente alla stregua dei criteri forniti dall’art. 1343 c.c., ovvero anche sulla base del richiamo a criteri ulteriori, parzialmente indeterminati (l’utilità sociale, la solidarietà, etc.). Cfr. anche quanto precisato *supra*, note 8 e 14.



il cui capitale era ripartito, in misura pressoché paritetica, fra i coniugi<sup>24</sup>. Il successivo mutamento della misura della partecipazione dei coniugi, a seguito di un aumento di capitale sottoscritto da uno soltanto, ha fatto insorgere un problema di nullità per illiceità degli interessi realizzati, in ragione della violazione della riserva di competenze gestorie in capo all'organo di amministrazione (art. 2380 bis c.c.) e per la sopravvenuta perdita di giustificazione causale del vincolo ("sopravvenuta immeritevolezza" degli interessi, ex art. 1322, 2° co., c.c.), dal quale sarebbe disceso, sostanzialmente, un regime di controllo congiunto della società, ormai non corrispondente alla misura della partecipazione al rischio d'impresa, da parte dei paciscenti.

La Corte ha proceduto a una valutazione complessiva – e, appunto, in concreto – dell'assetto di interessi realizzato dalle parti, attribuendo decisivo rilievo alla circostanza che la stipulazione del patto parasociale si collocasse nel contesto di un accordo di separazione fra coniugi, mirando, in definitiva, a disporre delle partecipazioni, nel più ampio complesso patrimoniale oggetto di regolazione pattizia e nella prospettiva di realizzare un "equilibrio nella divisione" dei beni caduti in comunione fra coniugi.

Questa ricostruzione in concreto del regolamento pattizio conduce a ritenere del tutto irrilevanti – rispetto all'assetto di interessi avuto di mira dai coniugi-contraenti – le successive vicende del rapporto sociale, avendo le parti definitivamente disposto – in una dimensione interindividuale o "di scambio" – delle loro partecipazioni al capitale, intese quali beni facenti parte di un più ampio patrimonio, la cui disciplina giuridica è stata, appunto, regolata con l'accordo in vista della separazione.

Il secondo passaggio dell'operazione di ermeneutica contrattuale attiene alla *valutazione* dell'assetto di interessi realizzato dal patto parasociale, in sé considerato, e, per così dire, in una dimensione "tipica", pur se, evidentemente, in relazione allo specifico patto *sub iudice*.

Al riguardo, l'esito positivo del controllo del giudice consegue alla constatazione del rispetto delle regole in tema di patti parasociali presenti nel codice civile, per quanto riguarda, in particolare, la durata del vincolo. Quanto ai possibili profili di interferenza con le regole dell'organizzazione, il patto non altererebbe le competenze dalla legge riservate agli organi sociali, disciplinando esclusivamente la designazione dei suoi componenti, non anche l'esercizio dei poteri dalla legge riservati a ciascun organo.

Per quest'ultimo aspetto, il richiamo alla disciplina delle competenze degli organi sociali – che costituisce, peraltro, un *obiter dictum*, nel corpo della motivazione – non appare decisivo, dovendosi discorrere, semmai, di inefficacia, rispetto alla società, di eventuali clausole che pretendano di regolare i poteri degli organi sociali e il loro esercizio in seno all'organizzazione in modo difforme, rispetto a disposizioni (non soltanto imperative) del diritto delle società<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Cfr. Cass., 10 luglio 2018, n. 18138, in *Banca e Borsa*, 2019, II, 715.

<sup>25</sup> Cfr., peraltro, Cass., 28 aprile 2010, n. 10215, in *Banca e Borsa*, 2012, II, 131, in merito alla nullità di un patto parasociale che impegna i soci a votare in assemblea contro la proposta di azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, per contrasto con la disciplina imperativa contenuta negli artt. 2392-2393 c.c. In argomento, cfr. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, spec. 325 ss.

4. *L'opzione put a prezzo predefinito*. – Nella prospettiva d'indagine delineata, una vicenda che, in tempi recenti, ha impegnato la giurisprudenza riguarda quegli accordi, che ricorrono, soprattutto, nelle operazioni di “partecipazione temporanea” al capitale di società, da parte di soci finanziatori, in vista della programmata operazione di disinvestimento, mediante “riacquisto” della partecipazione da parte degli altri soci (c.d. opzioni *put* a prezzo predefinito).

La tipologia di convenzioni sopra descritte costituisce una delle più frequenti occasioni di applicazione della disciplina contenuta nell'art. 2265 c.c., essendo quanto mai improbabile che lo statuto o separati accordi fra i soci contengano una clausola che espressamente rechi una “disciplina leonina” della partecipazione dei soci agli utili e delle perdite<sup>26</sup>.

L'applicabilità analogica dell'art. 2265 al di fuori delle società di persone e delle regole statutarie è condivisa dalla giurisprudenza e dalla dottrina maggioritarie, pur se con argomentazioni diverse e con talune riserve<sup>27</sup>.

La Corte di Cassazione, d'altronde, ha avallato questo orientamento, anche di recente, abbandonando la più risalente posizione contraria a estendere l'applicazione del divieto del patto leonino anche alle convenzioni concluse fra soci (o da soci con terzi) “indipendentemente dalla loro qualità di azionisti”<sup>28</sup>.

La tesi favorevole all'applicabilità analogica del divieto è stata incentrata su un approccio dogmatico, che prende le mosse dalla individuazione del fondamento del divieto. Già su questo aspetto, peraltro, non sussiste unanimità di vedute, potendosi distinguere, in particolare, un orientamento che riconduce alla medesima *ratio* – individuata nella “causa” del contratto sociale – il divieto di esclusione dalla partecipazione agli utili e quello concernente le perdite e un orientamento che, per contro, sottolinea il diverso significato della partecipazione (e, di converso, dell'esclusione) agli utili e alle perdite. Soltanto la partecipazione agli utili sarebbe “essenziale”, rispetto al contratto di società, in quanto riconducibile al requisito della causa; il divieto di esclusione dalla partecipazione alle perdite, per contro, sarebbe da ricondurre a ragioni di tutela dei contraenti più deboli ovvero ispirato a considerazione di ordine morale e politico<sup>29</sup>. Il fon-

<sup>26</sup> Cfr., anche per esemplificazioni, G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da Vassalli, Torino, 1985, 26. Il problema del divieto del patto leonino ha, più di recente, conosciuto un rinnovato interesse, per le operazioni di *portage* azionario, soprattutto nell'esperienza giuridica francese. Cfr., per un riesame del problema, COZIAN-VIANDIER-DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Paris, 2005, 61 ss. Nella letteratura giuridica italiana, cfr., anche per ulteriori riferimenti, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008, spec. p. 245 ss.; ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banc.*, 2011, 47 ss.

<sup>27</sup> Cfr., tra gli altri, ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da SCHLESINGER, Milano, 1992, 107 e 124 ss.; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 47 ss.; GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 179. Sul significato della partecipazione alle perdite, rispetto al rischio “tipico” del socio, cfr. G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, spec. pp. 127 ss. e 151 ss. Da ultimo, per una diversa interpretazione del fondamento e dell'ambito di applicazione del divieto del patto leonino, cfr. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss.

<sup>28</sup> Cfr. Cass., 30 maggio 1941, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305, con nota di LORDI, *Patto leonino: garanzia di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*. In precedenza, si veda Cass., 14 giugno 1939, in *Giur. comp. dir. comm.*, 1941, con nota di GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia* (la nota si legge anche in GRAZIANI, *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1953, 487 ss., donde si cita nel prosieguo).

<sup>29</sup> Cfr. G. FERRI, *Della società semplice*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. SCIALOJA-G. BRANCA, Bologna-Roma, 1981, 198. In precedenza cfr. già le riflessioni di SRAFFA, *Patto leonino e nullità*

damento unitario del divieto è stato argomentato, in un secondo momento, invocando ragioni di politica economica e, in particolare, l'esigenza di rendere, appunto, "partecipe" il socio del risultato dell'attività economica, onde assicurare una gestione oculata e un esercizio "responsabile" dei poteri sociali<sup>30</sup>.

Sul piano applicativo, si sottolinea la necessità di un approccio sostanziale e non formale al problema della "esclusione", incentrato sui verisimili effetti della clausola, così da sanzionare con la nullità anche le clausole che subordinino la partecipazione agli utili o alle perdite a circostanze pressoché impossibili a verificarsi<sup>31</sup>. Non di meno, l'esclusione vietata sarebbe soltanto quella "assoluta e costante", dovendosi negare la nullità di clausole che si limitino a disciplinare la partecipazione al risultato dell'attività sociale in misura "non coerente", rispetto al conferimento<sup>32</sup>.

Movendo da queste premesse, si è ritenuto applicabile il divieto di cui all'art. 2265 c.c. anche ad accordi "extra-sociali", innanzi tutto, allorché risulti, in concreto, che funzione del patto sia l'elusione del precetto di legge.

Su questo aspetto, la giurisprudenza aderisce all'impostazione dottrinale incentrata sulla teoria del collegamento negoziale, nel giudizio di validità (e, prima ancora, nella stessa individuazione della nozione) dei patti extra-sociali<sup>33</sup>.

Un'apertura alla validità delle convenzioni in esame è, tuttavia, accordata dalla giurisprudenza, allorché risulti che, in concreto, un patto recante un "effetto leonino" risulti "funzionale ad ulteriori interessi meritevoli di tutela e comunque connessi 'al buon esito dell'andamento dell'impresa sociale'".

---

*del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, I, 956 ss.; GRECO, *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, *ivi*, 1932, II, spec. p. 139. Per una particolare enfasi sulle ragioni "etiche" del divieto di esclusione della partecipazione alle perdite cfr., soprattutto, LORDI, *op. cit.*, 308. L'orientamento "unitario" è stato sostenuto, tra gli altri, da FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1946<sup>2</sup>, 106.

<sup>30</sup> Cfr. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 139 ss., nonché – pur se sulla base di una diversa visione – DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Milano, 2005 (rist.), 283. La ricostruzione unitaria è accolta da Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 482. In dottrina, cfr. PIAZZA, *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, XXXII, 528, pervenendo alla conclusione della "superfluità" dell'art. 2265 c.c. Per un tentativo di conciliare le diverse *rationes* del divieto del patto leonino, cfr. l'ampia ricostruzione di ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, *cit.*, pp. XIV e 41 ss., nonché, in precedenza, DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 109 ss.; GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 171; ID., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 379 ss.; JAEGER, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, *ivi*, 381 ss.

<sup>31</sup> Il rilievo si legge già in SRAFFA, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 291, ed è ribadito da G. FERRI, *Delle società*, *cit.*, 199. Sul punto cfr. anche le precisazioni di ABRIANI, *op. cit.*, 60, in merito alla necessità di procedere, comunque, a una valutazione *ex ante*, in considerazione della natura *genetica* del vizio.

<sup>32</sup> Cfr. Cass., n. 8927/94, *cit.*, nonché, più di recente, di Cass., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697. In dottrina, cfr., ad es., PIAZZA, *La causa mista credito-società*, in *Contr. impr.*, 1987, 813, sulla scia di TEDESCHI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 833. Un approccio analogo è seguito nella giurisprudenza francese (cfr., ad es., Cass. com., 24 mai 1994, *Bull. Joly*, 1994, 797; Cass. Com., 16 novembre 2004, *ivi*, 2005, 270).

<sup>33</sup> Cfr., per tutti, OPPO, *Contratti parasociali*, *cit.*, 109 e 111; ID., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, *ivi*, 191, ove il richiamo alla esigenza di "rispetto della causa sociale, della causa di collaborazione tra i soci". L'Autore invoca il vizio della causa o la frode alla legge allorché la clausola parasociale sia "diretta a dare tra le parti del rapporto sociale un atteggiamento che la legge condanna con norma imperativa". Più di recente, in senso conforme, cfr. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 57; DI SABATO, *Società in generale. Società di persone*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da PERLINGIERI, Napoli, 2004, 52; SANTONI, *Patti parasociali*, Milano, 1985, 40 ss.; ABRIANI, *op. cit.*, 140 ss., pur se ritenendo che la nullità del patto parasociale discenda, nel caso in esame, da una *diretta* violazione di norma imperativa, senza necessità di invocare la frode alla legge.

In realtà, quest'ultima precisazione – che ricorre, ad esempio, nella motivazione del *leading case*, Cass., n. 8927/94 – risulta scindibile in due enunciati: (i) il patto sostanzialmente leonino è valido, se funzionale al perseguimento di interessi meritevoli di tutela; (ii) gli interessi meritevoli devono essere “sociali” e, in particolare, “connessi” al buon andamento dell'impresa sociale.

La prima statuizione, nella sua genericità, può apparire condivisibile, ancorché priva di un'effettiva portata euristica, in quanto meramente riproduttiva del disposto dell'art. 1322 cpv. c.c. Senz'altro più impegnativa appare, per contro la seconda regola, che sembra imporre una funzionalizzazione della convenzione extra-sociale al perseguimento dell'interesse sociale, in virtù del riscontrato rapporto di accessorietà, rispetto al contratto di società, così trascurando i profili, sopra evidenziati, relativi alla diversa dimensione e “direzione” del vincolo fra soci e alla sua “indifferenza” (inefficacia), rispetto all'ordinamento societario.

L'obiezione che si muove a quest'ultimo rilievo pone l'accento sulla tradizionale spiegazione della attribuzione ai soci di poteri amministrativi (e, fra questi, *in primis*, il voto in assemblea) in considerazione della loro posizione di “titolari del diritto al residuo” e, dunque, per la presenza di un incentivo all'uso oculato di quei poteri<sup>34</sup>. È, questo, un approccio in astratto condivisibile, sebbene non sfugga che l'assolutezza del principio che se ne desume debba essere ridimensionata, anche alla luce della riforma del diritto societario<sup>35</sup>. Non di meno, questa posizione “privilegiata” del socio giustifica esclusivamente la distribuzione dei poteri all'interno dell'organizzazione<sup>36</sup>, ma non sembra preclusiva della negoziabilità, all'esterno dell'organizzazione (nel mercato, se si vuole), del “valore economico” di quei poteri, in virtù del richiamo a sempre inafferrabili principi di ordine pubblico economico<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Cfr. l'approccio gius-economico teorizzato da EASTERBROOK-FISCHEL, *Voting in Corporate Law*, in *J. L. & Econ.* 397 (1983), dai medesimi Autori ripreso in *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA-London, 1991 (tr. it. *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996). La locuzione riportata nel testo (“*residual claimants*”) è ripresa da ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 65. Il richiamo alla peculiare posizione del socio, rispetto alla gestione dell'impresa, ha indotto la dottrina a precisare che il nesso fra *potere* e *rischio* non ha natura “biunivoca”, bensì “unilaterale”, nel senso che non può concorrere a indirizzare la gestione chi sia sottratto all'alea dell'imputazione giuridica del risultato della gestione medesima, mentre ben può accadere – come sovente accade nelle società ad azionariato diffuso – che i soggetti che partecipano al rischio d'impresa siano del tutto estraniati dalla gestione. Cfr., per il rilievo, ABRIANI, *op. cit.*, 47.

<sup>35</sup> Il riferimento è, *in primis*, alla disciplina degli strumenti finanziari c.d. partecipativi, contenuta nell'art. 2346, 6° co., ove, peraltro, è significativa l'esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti. Con specifico riferimento alla disciplina contenuta nell'art. 2346, 4° co., c.c., cfr. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, 111 ss.

<sup>36</sup> Donde, forse, la natura non decisiva del richiamo – pure, in astratto, corretto – alle fattispecie tipiche di “dissociazione” fra potere e rischio presenti nel diritto delle società (art. 2352 c.c.) ovvero nel diritto delle obbligazioni e dei contratti (art. 1550 c.c.). Cfr., per questa impostazione, E. BARCELONA, *Clauseole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di correttezza*, Milano, 2004, 33 ss.

<sup>37</sup> Sull'opportunità di distinguere la disciplina convenzionale della circolazione delle azioni dalla disciplina della partecipazione dei soci agli utili e alle perdite cfr. SBISA, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. impr.*, 1987, 819.

4.1. ... e la sua meritevolezza. – Sulla questione si è pronunciata, più di recente, la Corte di Cassazione, in due pronunce coeve del 2018<sup>38</sup>.

La Suprema Corte muove dal rilievo secondo cui le pattuizioni in esame costituiscono manifestazioni di autonomia privata, il cui esercizio è “libero”, entro il confine segnato dalla meritevolezza degli interessi perseguiti. Al fine di accertare che l’autonomia privata non abbia, per così dire, “sconfinato”, l’interprete dovrebbe procedere all’«analisi dell’interesse concretamente perseguito dalle parti nel caso di specie, cioè della ragione pratica dell’affare», dovendosi valutare l’«utilità del contratto», la sua «idoneità ad espletare una funzione commisurata sugli interessi concretamente perseguiti dalle parti attraverso quel rapporto contrattuale».

Questo approccio sarebbe doveroso soprattutto allorché si tratti di soggetti imprenditori. In questi casi, infatti, il controllo di meritevolezza, “col suo effetto d’autorità rispetto ad equilibri negoziali liberamente contrattati, non può che essere del tutto residuale. Il controllo del giudice sul regolamento degli interessi voluto dai soggetti, se mira a limitare l’esercizio di autonomia privata, non deve però perdere di vista che il principio generale è quello della garanzia costituzionale ex art. 41 Cost.”<sup>39</sup>.

Per questo aspetto, la sentenza ribalta la posizione espressa dalla dottrina che ha valorizzato le peculiarità della c.d. autonomia privata d’impresa, distinguendo l’ipotesi dell’atto “occasionale” di assunzione di obbligazioni ovvero di disposizione di beni (c.d. contratto del proprietario), rispetto al quale sarebbe corretto un approccio “minimalista”, incentrato sul criterio della razionalità minima, dai contratti d’impresa, in ambito societario, rispetto ai quali sarebbe, invece, opportuno un controllo più penetrante, che tenga conto degli effetti del contratto sull’esercizio di un’attività economica organizzata<sup>40</sup>.

L’applicazione di questa proposta ricostruttiva al tema dei patti parasociali appare, peraltro, problematica e, comunque, non sempre decisiva<sup>41</sup>. D’altronde, se la locuzione “autonomia d’impresa” intende evocare quei “contratti in cui almeno una delle parti è un’impresa”<sup>42</sup>, sembra evidente che non sempre i patti parasociali possano essere ri-

<sup>38</sup> Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Giur. it.*, 2019, 366 e in *Banca e Borsa*, 2019, II, 70 ss., con nota di DE LUCA, *Il socio “leone”*. Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino. La sentenza coeva è Cass., 4 luglio 2018, n. 17500. Nel prosieguo, si farà riferimento alla prima delle due sentenze. In senso conforme, da ultimo, cfr. Cass., 7 ottobre 2021, n. 27227.

<sup>39</sup> Cass., n. 17498/18, 13-14.

<sup>40</sup> Cfr. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d’impresa*, in *I contratti per l’impresa*, a cura di GITTI-MAUGERI-NOTARI, Bologna, 20121, 63. Aderiscono a questa impostazione, SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, 612, anche richiamando la teorica del collegamento negoziale; R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, a cura di CAMPO-BASSO-CARIELLO-DI CATALDO-GUERRERA-SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, 2014, I, 614, con specifico riferimento alle opzioni put nei patti parasociali. Cfr., inoltre, anche per ulteriori riferimenti, PERRINO, *Artt. 2341 bis-2341 ter*, in *Le società per azioni*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, Milano, 2016, 326 ss.

<sup>41</sup> Oltre che suscettibile di condurre – con pari legittimità logica – a esiti applicativi diametralmente opposti, come si osserva nel testo. Il che non esclude, evidentemente, che l’approfondimento della specifica “ragione pratica” dell’affare – eventualmente, anche nel contesto dell’attività d’impresa esercitata dalle parti – possa offrire all’interprete utili elementi conoscitivi e valutativi della concreta operazione economica.

<sup>42</sup> LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d’impresa*, cit., 47 e 63. L’A. riconosce che la distinzione riecheggia quella fra “contratti civili” e “contratti commerciali”, ma sottolinea come la sua proposta ricostruttiva si basi, piuttosto, “sulle caratteristiche funzionali dell’operazione”, riprendendo la classificazione di DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*<sup>3</sup>, Padova, 1962; ID., *Contratti d’impresa*, in

condotti a questa categoria, a meno di ritenere rilevante anche soltanto il “collegamento” con un’attività d’impresa<sup>43</sup>.

Movendo dalle premesse sopra sintetizzate, la Suprema Corte procede allo scrutinio della “causa concreta” del contratto, al fine di *qualificare* la concreta operazione economica, ricostruendo gli “interessi perseguiti considerati nella loro oggettività”, onde poi *valutarne* la meritevolezza. Al riguardo, la Corte enuncia la regola secondo cui, ove siffatto duplice scrutinio dia esito positivo, “il patto non potrà ricadere nel divieto ex art. 2265 cod. civ. e supererà positivamente il vaglio ex art. 1322 cod. civ., laddove l’esclusione dalle perdite non sia strutturalmente assoluta e costante [...], né ne integri la funzione essenziale, o causa concreta, con riguardo al complessivo regolamento negoziale”.

Il passaggio da ultimo riportato potrebbe destare qualche perplessità, poiché si presta a esser letto nel senso che il giudizio di meritevolezza e di liceità sia subordinato all’accertamento di due profili, che si collocano, tuttavia, su piani distinti. La “assolutezza” dell’esclusione dalla partecipazione agli utili e alle perdite, per vero, attiene al livello *societario*, là dove la “non essenzialità” di siffatta (in tesi: non meritevole) funzione riguarda l’ambito *contrattuale* (o “parasociale”) e parrebbe presentare una sua autonomia e, per così dire, auto-sufficienza. In altri termini, un patto che realizzi una completa e costante esclusione del socio dalla partecipazione agli utili e alle perdite – beninteso, nei rapporti fra paciscenti, non certo in seno all’organizzazione societaria – non sarebbe, per ciò solo, illecito o immeritevole, purché evidenzi una funzione ulteriore, di per sé lecita e meritevole. In caso contrario, il patto ricadrebbe nell’ambito di applicazione del divieto di cui all’art. 2265 c.c.<sup>44</sup>.

La regola enunciata potrebbe risultare corretta, invece, se intesa nel senso che l’interprete debba accertare l’esistenza, in concreto, di una ragione giustificativa dell’accordo, onde escludere una finalità meramente elusiva del divieto di legge, che renderebbe *oggettivamente* “insensato” il contratto<sup>45</sup>, senza necessità di invocare la frode

---

*Enc. giur.*, 1988, e circoscrivendo la fattispecie a quella dei “contratti per l’esplicazione dell’attività economica”.

<sup>43</sup> Il che, peraltro, rischierebbe di non fare emergere appieno la possibile complessità dell’assetto di interessi realizzato dalle parti, come testimonia proprio la vicenda sopra analizzata, relativa a un accordo di separazione fra coniugi. Ne conseguirebbe la necessità di procedere a una diversa valutazione di patti parasociali aventi analoghe caratteristiche strutturali e funzionali, a seconda della loro riferibilità a soggetti che agiscono in qualità di imprenditori. Ciò implica, però, un allontanamento dalle regole dell’organizzazione societaria, quale parametro oggettivo di valutazione degli interessi realizzati con il patto, a vantaggio della considerazione dei profili attinenti all’attività esercitata dai soggetti.

<sup>44</sup> Per una recente applicazione di questo principio, cfr., App. Milano, 13 febbraio 2020, in *Società*, 2020, 1355 ss. Nel caso di specie, peraltro, l’affermazione della nullità del patto parrebbe fondata sulla constatazione di un difetto causale del contratto, in una dimensione di scambio (cfr. spec. § 11).

<sup>45</sup> Il che non significa, peraltro, che il requisito della meritevolezza possa costituire una sorta di “salvacondotto giudiziario” di patti contrari all’art. 2265 c.c., consentendo all’autonomia privata di derogare a norme imperative, previo avallo del giudice. Ciò, innanzi tutto, perché l’art. 2265 c.c. non è direttamente applicabile ai patti in esame, potendo, semmai, il principio da esso desumibile essere utilizzato quale parametro per giudicarne la liceità e la meritevolezza (sebbene siffatta affermazione non persuada, alla luce dell’impostazione patrocinata, rispetto ai rapporti fra patti parasociali e regole dell’organizzazione). La riportata statuizione della Corte di Cassazione – pur se formulata in termini non proprio cristallini – parrebbe dovere essere intesa, come si osserva nel testo, nel senso che il riconoscimento di una razionalità intrinseca dell’affare e, dunque, della sua “tenuta” causale, è condizione necessaria e sufficiente per consentire al patto extra-sociale di varcare la soglia della tutela giuridica. Per una diversa valutazione, cfr. SPOLIDORO, *Clause put e divieto di società leonina*, cit., 1289; BENEDETTELLI, *Una (bozza) di dissent arbitrale in materia*

alla legge, in effetti, non sussistente, poiché il patto non è idoneo a realizzare il medesimo risultato pratico vietato<sup>46</sup>.

Nel caso concreto, la Corte individua la ragione giustificativa del patto nel finanziamento “atipico” dell’impresa, realizzato anche indirettamente, in virtù dell’apporto di altro socio, nel contesto di operazioni di alleanza strategica fra vecchi e nuovi soci. Donde la conclusione nel senso della sussistenza di una “causa concreta mista, in quanto associativa e di finanziamento, con la connessa funzione di garanzia assoluta dalla titolarità azionaria e dalla facoltà di uscita dalla società senza la necessità di pervenire, a tal fine, alla liquidazione dell’ente”<sup>47</sup>.

La regola enunciata, peraltro, appare dotata di una più ampia portata, nel senso che la funzione di finanziamento dell’impresa può costituire una delle possibili ragioni giustificative dell’accordo, ma non certo l’unica “meritevole”.

A titolo meramente esemplificativo, non sembra si possa dubitare della meritevolezza e liceità di un contratto con il quale una delle parti – non necessariamente nel contesto di “contratti di impresa” – “garantisca” all’altra una sostanziale “insensibilità”, rispetto al risultato economico della società, nel contesto di una regolazione meramente interindividuale dei propri interessi, *purché* sia possibile accertare, in concreto, la razionalità autonoma dell’operazione, alla luce del rapporto che le parti hanno inteso costituire, regolare o estinguere<sup>48</sup>. Parimenti, ben potrebbe il socio “monetizzare”, sempre in una logica di scambio, le aspettative di incremento di valore dell’investimento, impegnandosi a cedere a terzi eventuali utili, che dovessero essere distribuiti, nello svolgimento del rapporto sociale. Quel che l’ordinamento societario non tollera è la “conversione” del patto in una regola di funzionamento dell’organizzazione societaria e di “conformazione” della partecipazione, poiché (soltanto) in tal caso ne risulterebbe alterata la “tipicità” della posizione del socio, rispetto agli altri possibili finanziatori dell’impresa sociale<sup>49</sup>.

---

*di opzione put e patto leonino*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 587. Nel senso qui sostenuto cfr., invece, ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag-along*, cit., 47-48.

<sup>46</sup> In senso contrario: SPOLIDORO, *op. ult. cit.*, 1293 ss., il quale richiama la necessità di un approccio *sostanziale* e non meramente *formale* all’interpretazione dell’art. 1344 c.c. Il che è corretto, ma non conduce alla conclusione della nullità del patto, poiché questo non realizza il medesimo assetto di interessi di una clausola statutaria, che opera sul piano societario e conforma l’organizzazione dell’operazione di finanziamento di un’impresa.

<sup>47</sup> Proprio in questa autonoma funzione, la Corte ravvisa “un interesse, meritevole di tutela ai sensi dell’art. 1322 cod. civ., al finanziamento dell’intrapresa societaria, ove la meritevolezza dimostrata dall’essere il finanziamento partecipativo correlato ad un’operazione strategica di potenziamento ed incremento del valore societario”. Su questi aspetti delle opzioni *put*, cfr. DE LUCA, *op. cit.*, 96 ss., il quale ragiona in termini di “cointeressanza impropria”, quale sottotipo del contratto di associazione in partecipazione. Più di recente, cfr. ID., *Dal socio leone all’agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito*, in *Banca e Borsa*, 2021, II, 369 ss.

<sup>48</sup> Cfr. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, cit., 490; ID., *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 71-72. Secondo GALGANO, *Società in generale. Società di persone*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1982, 275, nota 44, sarebbe valido il patto con cui un terzo si obbliga a tenere indenne il socio dalla partecipazione alle perdite; nullo – perché in frode – il patto con cui alcuni soci garantiscono ad altri il rimborso di ogni perdita.

<sup>49</sup> Il richiamo all’esigenza di preservare la *tipicità* (per il quale cfr. ABRIANI, *op. cit.*, 47) della partecipazione sociale, in altri termini, non comporta, di per sé, la non “negoziabilità” di quelli che sono, in definitiva, pur sempre interessi di natura patrimoniale. Se, dunque, l’ordinamento delle società impone che al socio sia giuridicamente imputabile il risultato della gestione sociale, non per questo il socio non può disporre (*all’esterno dell’organizzazione*) del rischio o delle opportunità derivanti da quella imputazione. Per la distinzione fra *organizzazione* e *disposizione* della partecipazione azionaria, cfr. ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag-along*, cit., 46.

Non è questa, tuttavia, la posizione della Corte di Cassazione, che, nella parte finale della motivazione, ripetutamente si compiace di riscontrare – nelle diverse ipotesi contemplate – la sussistenza di un interesse “a favorire le buone sorti della società”, legittimando il dubbio di una ritenuta non meritevolezza di accordi con i quali un socio, semplicemente, disponga nel traffico giuridico di situazioni derivanti dalla partecipazione alla società, senza in alcun modo incidere sulle regole dell’organizzazione. Il che dovrebbe scongiurare il paventato pericolo di uno snaturamento, sul piano causale, dell’apporto partecipativo, dovendosi distinguere la *funzione* perseguita da un contratto dagli *effetti* che questo produce per uno dei contraenti<sup>50</sup>.

L’affermazione secondo cui il giudizio di meritevolezza debba essere condotto alla stregua dell’interesse al buon andamento della società conduce alla conclusione per cui un contratto di scambio debba essere “altruistico” (quasi “a favore di terzo”).

L’orientamento qui criticato, d’altronde, sembra evidenziare proprio quel vizio logico consistente nel desumere dal dogma del collegamento negoziale regole operative e, fra queste, *in primis*, la necessaria “compatibilità” con norme e principi imperativi del diritto societario di una convenzione avente per oggetto la disciplina di interessi derivanti dalla partecipazione al capitale di una società.

Sintomatico di questo approccio è il richiamo al divieto di “isolare” il socio, in modo assoluto e costante, dalla comunione di interessi consacrata nel contratto di società, pena la configurabilità di una situazione di conflitto di interessi permanente del socio “disinteressato”, perché “irresponsabile” (o, comunque, “insensibile”)<sup>51</sup>. Questo argomento desume da una regola di validità degli atti organizzativi (la non contrarietà all’interesse del gruppo) un criterio di valutazione della meritevolezza del programma contrattuale<sup>52</sup>. Senonché, ai sensi dell’art. 2373 c.c., ove risulti che, *rispetto a una determinata deliberazione*, l’interesse extrasociale di un socio sia incompatibile con quel-

<sup>50</sup> Aspetto, quest’ultimo, peraltro colto dalla Suprema Corte, là dove osserva (§ 10) che “nell’opzione put a prezzo preconcordato si assiste all’assoluta indifferenza della società alle vicende giuridiche che si attuano in conseguenza dell’esercizio di essa, le quali restano neutrali ai fini della realizzazione della causa societaria”. Questo aspetto è, opportunamente, valorizzato dalla più recente pronuncia di Cass., n. 27227/21, cit., spec. § 3.

<sup>51</sup> Per questa impostazione, cfr., soprattutto, il *leading case* di Cass., n. 8927/94, cit., 483. In dottrina, cfr., tra gli altri, R. SANTAGATA, *op. cit.*, 611; DE LUCA, *op. cit.*, 96, nota 30.

<sup>52</sup> Per il rilievo cfr. già VENDITTI, *Validità dei sindacati azionari di amministrazione con trasferimento alla direzione del diritto di voto*, in *Giur. completa Cass. civ.*, 49; ASCARELLI, *In tema di sindacati azionari*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, 570 (l’A., peraltro, perveniva a conclusioni contraddittorie, nella valutazione dei sindacati di voto deliberanti a maggioranza); GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 251. A ingenerare e “legittimare” la confusione di piani evidenziata nel testo ha contribuito non poco un passo della *Relazione al codice civile* (n. 972), nel quale si è giustificata la scelta di non disciplinare i sindacati azionari, e in particolare le convenzioni di voto, osservando che il giudizio «sulla loro liceità» sarebbe stato di competenza della giurisprudenza, che avrebbe dovuto utilizzare quale criterio direttivo la disciplina del conflitto di interessi del socio. Il giudizio di liceità/meritevolezza della convenzione parasociale è stato, in tal modo, confuso con quello di liceità della condotta posta in essere dalle parti aderenti alla convenzione in seno all’organizzazione societaria (esempio paradigmatico è quello della c.d. vendita del voto. Cfr., infatti, Cass., 27 luglio 1994, n. 7030, in *Giur. comm.*, 1997, II, 102; Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. comm.*, 1997, II, 246, con nota di JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell’accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. “vendita del voto”)*). In senso adesivo, cfr. anche OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1998 II, 223. Più di recente, con riferimento ai patti relativi all’azione sociale di responsabilità, cfr. Cass., 28 aprile 2010, n. 10215, in *Giur. comm.*, 2011, II, 802, con nota critica, sul punto, di TINA, *Patti parasociali e responsabilità degli amministratori di s.p.a.*



lo comune, il voto espresso in assemblea potrà determinare l'annullabilità della deliberazione assembleare potenzialmente dannosa. Il che non implica un giudizio di invalidità del patto sottostante, che ben potrebbe perseguire un interesse meritevole, ancorché incompatibile, rispetto a una determinata deliberazione, con l'interesse sociale e, dunque, non suscettibile di esecuzione mediante il compimento di atti aventi valore organizzativo<sup>53</sup>.

Non vi è, dunque, alcuna contraddizione tra il riconoscimento della meritevolezza degli interessi realizzati con la stipulazione di un contratto e la possibilità che l'attuazione del rapporto sia incompatibile con la disciplina societaria.

Questa conclusione trova ormai riscontro nell'orientamento di gran lunga prevalente, in dottrina e in giurisprudenza, con riferimento ai patti parasociali aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto in assemblea, che non ravvisa nelle regole e nei principi che governano il procedimento assembleare un parametro per giudicare la validità del patto, opportunamente distinguendo i diversi livelli di efficacia delle regole pattizie e di quelle legali e statutarie, rispetto a un più risalente orientamento dottrinale, a lungo seguito dalla giurisprudenza, incentrato proprio sulla tesi secondo cui il sindacato di voto non può essere uno strumento per conseguire, *di fatto*, un risultato non consentito dalle regole imperative in tema di procedimento assembleare<sup>54</sup>. Permane qualche (ingiustificata) diffidenza rispetto ai patti c.d. a efficacia reale e ai c.d. sindacati di gestione<sup>55</sup>.

Il diverso trattamento dei patti parasociali relativi ai profili patrimoniali dell'investimento non appare, per questo aspetto, coerente e, probabilmente, risente della "suggerzione" dell'argomento dogmatico, che evoca la (in realtà non sussistente) alterazione della causa societaria.

In definitiva, l'approccio incentrato sul rilievo della efficacia limitata alle parti del vincolo parasociale sembra evidenziare una maggiore coerenza argomentativa e dovrebbe consentire anche un più contenuto esercizio del pur insopprimibile controllo dell'ordinamento giuridico sulle manifestazioni dell'autonomia privata, ove si accolga la lettura del criterio della meritevolezza, in termini di accertamento della *razionalità astratta* e della *realizzabilità in concreto* di un assetto di interessi, di per sé, lecito<sup>56</sup>.

<sup>53</sup> Cfr. G. FERRI, *Validità dei sindacati azionari di amministrazione*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, I, 17.

<sup>54</sup> Cfr. ASCARELLI, *In tema di sindacati azionari*, cit., spec. 567, in relazione ai sindacati di voto deliberanti a maggioranza, che avrebbero determinato una inammissibile elusione del principio maggioritario. In senso conforme: BUTTARO, *Sindacati azionari*, in *Noviss. Dig.*, Torino, 1970, XVII, 428, invocando la frode alla legge (rispetto agli artt. 2368 e 2369 c.c.). Per una argomentata adesione alla tesi più restrittiva, cfr. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, spec. p. 179 ss. Il *revirement de jurisprudence* è sovente ricondotto all'*obiter* di Cass., 20 settembre 1995, n. 9975.

<sup>55</sup> Cfr. l'*obiter* di Cass., 24 maggio 2012, n. 8221, in *Società*, 2013, 245, con nota di PERRINO, nonché in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 223 (solo massima), con nota di ANGELICI. Più di recente, cfr. Trib. Milano, 4 febbraio 2021. Sul punto, si rinvia – per un tentativo di più distesa argomentazione e per riferimenti dottrinali e giurisprudenziali – a quanto osservato in A. TUCCI, *Contratti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 102 ss. In generale, sul tema, cfr. LIBONATI, *Sindacato di voto e gestione d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 97. Più di recente, cfr. SANFILIPPO, *op. cit.*, 622 ss.

<sup>56</sup> Cfr., per questa impostazione del problema, C. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 176 e 202, ma già gli spunti in PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, 202; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., 347 ss.: ID., *Motivi, presupposizione e l'idea di meritevolezza*, in *Europa dir. priv.*, 2009, 551 ss.

# ATTI DI ORGANIZZAZIONE, PRINCIPI DI CORRETTEZZA AMMINISTRATIVA E *BUSINESS JUDGMENT RULE*

di *Sabino Fortunato*

SOMMARIO: 1. Atti organizzativi e provvedimenti cautelari del Tribunale di Roma. – 2. L’ordinanza di sequestro conservativo dell’8 aprile 2020 e la responsabilità gestoria da cattiva scelta organizzativa. – 3. L’ordinanza di ispezione ex art. 2409 c.c. e le gravi irregolarità da omessa o inadeguata attuazione di scelte organizzative. – 4. Atti di organizzazione e applicabilità della *BJR*: mancanza di una differenza ontologica con gli atti di gestione in senso stretto. – 5. L’adeguatezza degli assetti organizzativi come clausola generale: principi di correttezza amministrativa e diligenza professionale. – 6. (Segue) Discrezionalità tecnica e discrezionalità amministrativa.

1. *Atti organizzativi e provvedimenti cautelari del Tribunale di Roma.* – Due recenti decisioni del Tribunale di Roma, una ordinanza cautelare monocratica dell’8 aprile 2020 pronunciata in sede di sequestro conservativo<sup>1</sup> e altra ordinanza collegiale del 15 settembre 2020 pronunciata su ricorso ex art. 2409 c.c.<sup>2</sup>, affrontano il tema della qualificazione degli atti organizzativi d’impresa come atti di gestione e ritengono applicabile ad essi la *Business Judgment Rule* con i correlati limiti di sindacabilità degli atti gestori.

Sembra opportuno, al fine di meglio comprendere la portata dei due provvedimenti, sintetizzare le fattispecie che vi hanno dato occasione.

La prima ordinanza consegue ad un ricorso per sequestro conservativo ai danni di un amministratore e di un direttore generale di una s.r.l. in liquidazione, peraltro cancellata *medio tempore* dal registro delle imprese, esperito dall’*ex socio* unico in corso di azione sociale di responsabilità a carico degli stessi per atti di *mala gestio*. Fra

---

<sup>1</sup> Per i primi commenti, tutti in senso adesivo, v. M. ASCIONE, *Business judgment rule e assetti organizzativi*, in *Riv. Cammino Diritto*, Fasc. 11/2020, <https://rivista.camminodiritto.it/articolo.asp?id=5993>; A. BARTALENA, *Assetti organizzativi e business judgment rule*, in *Società*, 2020, 1339 ss. ivi a 1346 ss.; F. PICCIONE, *L’applicabilità della Business Judgment Rule alle scelte organizzative degli amministratori*, in *Il Societario*, 22 settembre 2020, <https://ilsocietario.it/printpage/6846>; M. TABELLINI, *Business Judgment Rule e scelte organizzative*, in *Giur. it.*, 2021, 1, 103 ss. ivi a 105 ss.; nonché O. CAGNASSO, *Scelte degli amministratori, attività preparatoria e istruttoria e assetti adeguati*, *ibidem* a 110 ss.; S. SISIA, *L’art. 375 CCl: gestione degli assetti organizzativi societari e business judgment rule alla luce di recenti pronunce giurisprudenziali*, in *Il fallimentarista*, Focus del 7 dicembre 2020.

<sup>2</sup> Cfr. il commento di S. MAURUTTO-A. TURCHI, *L’applicabilità della business judgment rule alle scelte organizzative e ai doveri di cui all’art. 2086 c.c.*, in *Il Societario*, 18 febbraio 2021 <https://ilsocietario.it/printpage/7109>. Sul tema v. anche la successiva ordinanza di Trib. Milano, Sez. Impr. B, 21 ottobre 2019 – Pres. E. RIVA CRUGNOLA sempre conseguente a denuncia ex art. 2409 c.c. da parte dei sindaci, in *Società*, 2020, 988 ss. con commento di I. CAPELLI, *Assetti adeguati, controllo dei sindaci e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.* (ivi a 990 ss.); nonché in *Giur. it.*, 2020, 2, 363 ss. con nota di O. CAGNASSO, *Denuncia di gravi irregolarità: una primissima pronuncia sul nuovo art. 2086 c.c.*

questi atti è ricompresa l'assunzione di personale eccessivo rispetto alle concrete ed effettive esigenze della società in fase di *start-up*, effettuata ancor prima che essa avesse ottenuto le necessarie autorizzazioni amministrative per avviare l'attività caratterizzante il proprio oggetto sociale; il personale veniva successivamente licenziato, proprio perché la società non riusciva a conseguire l'autorizzazione ed era costretta a porsi in liquidazione. Si trattava e si tratta di un atto di organizzazione dell'impresa<sup>3</sup>, per il quale nasce il problema se ad esso possa applicarsi la *BJR* propria degli atti di gestione in senso stretto.

La seconda ordinanza dispone l'ispezione di una s.p.a. a seguito di ricorso *ex art.* 2409 presentato dal collegio sindacale a carico degli amministratori, cui si imputavano gravi irregolarità consistenti per un verso nell'aver omesso di considerare gli evidenti segnali relativi alla impossibilità di garantire la continuità aziendale della società, in quanto – come più volte rilevato dal collegio sindacale – le entrate generate dall'attività produttiva non erano nemmeno sufficienti a coprire i costi della produzione, né tantomeno a far fronte all'ingente indebitamento della società e, ciononostante, gli amministratori non avevano adottato alcuno strumento legale per la soluzione della crisi con violazione del novellato art. 2086 c.c.; per altro verso nell'aver dato corso ad un'operazione di conferimento in altra società dell'unico *asset* in grado di generare entrate, con il rischio di rendere la società una mera scatola vuota. Anche in questo caso il Tribunale, rilevato che il procedimento relativo al controllo giudiziario presuppone il fondato sospetto di "gravi irregolarità nella gestione" e non più – secondo l'abrogata formulazione dell'art. 2409 c.c. – il fondato sospetto di "gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci" in generale, si chiede se la violazione delle norme in tema di adeguati assetti organizzativi, cui rinvia l'omesso accertamento della perdita di continuità aziendale, possa fondare il sospetto di gravi irregolarità ai sensi dell'art. 2409 c.c., considerato che a tal fine non assume rilievo qualsiasi violazione di doveri gravanti sull'organo amministrativo, ma «soltanto la violazione di quei doveri idonei a compromettere il corretto esercizio dell'attività di gestione dell'impresa e a determinare pericolo di danno per la società amministrata o per le società controllate».

I percorsi argomentativi dei due provvedimenti sono inizialmente parzialmente difformi, anche per effetto dei differenti *petitum* e *causa petendi*, l'uno diretto ad apprestare una cautela conservativa rispetto ad un'azione di merito risarcitoria per comportamenti causalmente dannosi per l'integrità del patrimonio sociale e l'altro diretto ad attivare il controllo giudiziario per gravi irregolarità degli amministratori potenzialmente dannose. Tuttavia entrambi pervengono alla valutazione di comportamenti amministrativi ascrivibili ad atti organizzativi dell'impresa, allora sollevando la questione della loro assimilazione agli atti di gestione in senso stretto ai fini della applicabilità della *Business Judgment Rule*, tanto che – sotto questo profilo – la seconda decisione espressamente riprende gli argomenti adottati dalla prima decisione.

---

<sup>3</sup> Qualche dubbio sulla qualificazione della decisione relativa alla assunzione in blocco di personale come atto organizzativo piuttosto che come atto di gestione in senso stretto è sollevato da A. BARTALENA, *Assetti organizzativi*, cit., 1351 s. nonché da O. CAGNASSO, *Scelte degli amministratori*, cit., 116; parla invece di un inquadramento "certamente condivisibile" dell'atto fra le "scelte organizzative" M. TABELLINI, *Business Judgment Rule*, cit., 106. Ma sul punto si tornerà più oltre.

2. *L'ordinanza di sequestro conservativo dell'8 aprile 2020 e la responsabilità gestoria da cattiva scelta organizzativa.* – L'ordinanza dell'8 aprile 2020 ricostruisce la disciplina della responsabilità degli amministratori di s.r.l., rilevando che la pur sintetica formulazione dell'art. 2476 evoca «una quasi completa simmetria rispetto alla disciplina prevista per le società azionarie», così rendendo applicabile il criterio della diligenza professionale determinata dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze (artt. 2392, co. 1, e 1176, co. 2, c.c.).

Va precisato al riguardo che la prospettiva abbracciata dall'ordinanza non è né formalmente né sostanzialmente pacifica, benché in verità già fatta propria dai giudici capitolini sin da Trib. Roma, 22 maggio 2007, secondo cui anche la responsabilità degli amministratori di s.r.l. va valutata secondo «la diligenza tipica richiesta al buon gestore di società di capitali»<sup>4</sup>. Sul piano formale l'art. 2476 non rinvia né al criterio della “diligenza professionale” né alla sua specificazione in funzione della “natura dell'incarico” e delle “specifiche competenze”, di cui all'art. 2392 c.c. dettato nella disciplina della s.p.a.<sup>5</sup>. Donde la posizione di chi tende a mantenere un orientamento più flessibile in materia di responsabilità degli amministratori di s.r.l.<sup>6</sup>. Tuttavia prevale l'opposta opinione che mira a ricostruire in termini unitari i profili di responsabilità degli amministratori di società di capitali<sup>7</sup>, opinione che si ritiene accettabile tanto più nel vigente sistema in cui vi è stato un progressivo riavvicinamento fra i due modelli societari capitalistici, pur permanendo importanti distinzioni tipologiche<sup>8</sup>.

Nel contempo l'ordinanza precisa che l'azione sociale di responsabilità ha carattere contrattuale, discendendo dalla violazione di obblighi ora a contenuto specifico (ad es. regole di formazione e manifestazione della volontà sociale, obblighi di convocazione dell'assemblea) ora a contenuto generico (ad es. obbligo di amministrare con la dovuta diligenza e senza conflitti di interesse) gravanti sugli amministratori, in ciò recependo esiti sostanzialmente unanimi di giurisprudenza e dottrina<sup>9</sup>.

Ne consegue che, se per un verso «la responsabilità può essere esclusa solo nel caso, previsto dall'art. 1218 c.c., quando cioè l'inadempimento sia dipeso da causa che

---

<sup>4</sup> Vedi la sentenza in *RDS*, 2009, 302 ss.

<sup>5</sup> Sulla incompletezza ed eterogeneità dei precetti contenuti nell'art. 2476 c.c. mi permetto rinviare a S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, 2ª ed., Torino, 2020, 218 ss. Peraltro N. ABRIANI, *Commento all'art. 2476*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA (a cura di), *Codice commentato delle Srl*, Torino, 2006, 371 ss. fa rilevare che per il liquidatore di una società di capitali (e dunque anche di s.r.l.) e per la direzione e coordinamento che faccia capo ad una società (e dunque anche ad una s.r.l.) gli artt. 2489 e 2497 c.c. richiamano rispettivamente l'obbligo di adempiere “i loro doveri con la professionalità e la diligenza richieste dalla natura dell'incarico” e il rispetto dei “principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale”.

<sup>6</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali: lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 124.

<sup>7</sup> O. CAGNASSO, *Gestione attribuita ai soci della società a responsabilità limitata e ruolo degli organi di amministrazione e di controllo*, in *RDS*, 2008, 454 ss.; N. ABRIANI, *Commento all'art. 2476*, cit., 371.

<sup>8</sup> Si pensi in particolare alle modifiche dell'art. 2475 c.c. recate dal *Codice della crisi* in tema di competenze sugli assetti organizzativi e ivi all'espreso richiamo dell'art. 2381 c.c. con il relativo obbligo di agire informati. Cfr. in proposito S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 220-222.

<sup>9</sup> Cfr. da ultimo V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2019, 275 ss. sulla distinzione fra “doveri generali” e “obblighi specifici” e 329 ss. sulla natura contrattuale dell'azione sociale di responsabilità. Ivi ulteriori riferimenti.

non poteva essere evitata né superata con la diligenza richiesta al debitore», per altro verso chi agisce «è onerato della allegazione e della prova, sia pure mediante presunzioni, dell'esistenza di un danno concreto... e della riconducibilità della lesione al fatto dell'amministratore inadempiente»<sup>10</sup>.

L'aspetto che maggiormente interessa le presenti note è peraltro quello che investe la riconosciuta "discrezionalità imprenditoriale" dell'amministratore, per cui egli non può essere imputato a titolo di responsabilità *ex art. 2392* di «aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico»: il giudizio sulla diligenza dell'amministratore «non può mai investire le scelte di gestione», ostandovi la regola della *business judgment rule* e spettando il controllo sull'opportunità e sulla convenienza economica delle relative decisioni esclusivamente ai soci nei confronti del consiglio di amministrazione e a quest'ultimo, come *plenum*, nei confronti dei delegati, «in quanto trattasi di un controllo in forma di potere di indirizzo, di condizionamento e anche di contrapposizione antagonistica, con la revoca dell'amministratore o della delega, non già di sorveglianza e verifica in funzione di eventuali iniziative sul terreno della responsabilità».

In questo primo passaggio l'ordinanza non fa che ribadire un orientamento ormai consolidato con riferimento alle "scelte di gestione", ponendosi sulla scia di più risalenti precedenti della Corte di legittimità, secondi cui una valutazione di convenienza e opportunità dell'atto gestorio da parte del giudice «sostituirebbe *ex post* il proprio apprezzamento soggettivo a quello espresso o attuato dall'organo all'uopo legittimato»<sup>11</sup>. È apprezzabile, semmai, il tentativo di offrire una giustificazione giuspolitica al diverso potere di soci e di organi gestori collegiali, che può esprimersi in termini di revoca o di avocazione nei confronti dell'amministratore incapace, anche a prescindere dai profili di responsabilità<sup>12</sup>.

E tuttavia – riconosce l'ordinanza – «il principio della insindacabilità delle scelte di gestione *non è assoluto*, avendo la giurisprudenza elaborato due ordini di limiti alla sua operatività»: (i) il sindacato sulla legittimità delle *modalità* con cui la scelta è compiuta, e dunque sulla «diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente – se necessario con adeguata istruttoria – i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere, così da non esporre l'impresa a perdite, altrimenti prevenibili», allora ripercorrendo il

<sup>10</sup> Conforme Trib. Milano, 22 gennaio, 2009, in *RDS*, 2009, 929 ss. Tuttavia App. Milano, 6 giugno 2012, in *Società*, 2012, 972 ss. sostiene che «sebbene l'azione sociale di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci abbia natura contrattuale, in tema di onere della prova non vale il principio generale di cui all'art. 1218 c.c. All'attore spetta pertanto l'onere di dimostrare la sussistenza delle violazioni addebitate, del patito danno e del nesso di causalità tra le une e l'altro, incombendo su amministratori e sindaci l'onere di dimostrare la non imputabilità a sé del fatto dannoso e di fornire la prova positiva dell'osservanza dei doveri e dell'adempimento degli obblighi loro imposti». Mi parrebbe che l'esclusione del principio sancito dall'art. 1218 sia più apparente che reale: va infatti ribadito che per l'attore è sufficiente l'*allegazione* della fonte e dell'obbligo violato dall'amministratore, benché integrando tale allegazione con la sua «astratta efficienza alla produzione del danno» e – nel caso di violazione di un dovere generico – specificando in cosa consista il comportamento dovuto e inadempito; mentre dovrà fornire anche la *prova* del danno e del nesso di causalità tra l'obbligo violato e il danno prodotto. In questi termini anche Cass., S.U., 6 maggio 2015, n. 9100, in *Giur. comm.*, 2015, II, 643 con tavola rotonda di A. BASSI, G. CABRAS, S. FORTUNATO, D. GALLETTI, A. JORIO, P. MONTALENTI, G. RACUGNO, R. SACCHI; nonché V. CALADRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 357 ss.

<sup>11</sup> Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, in *Giur. it.*, 1966, I, 1, 401. Ma v. anche Cass., 28 aprile 1997, n. 3652; Cass., 24 agosto 2004, n. 16707; Cass., 12 agosto 2009, n. 18231; e Cass., 27 dicembre 2013, n. 28669.

<sup>12</sup> Un cenno in questa direzione anche in Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, in *Giur. it.*, 1998, 287.

“procedimento decisionale” per verificare che non siano state eventualmente «omesse le cautele, le verifiche e le informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel tipo, avendo riguardo alle circostanze del caso concreto e se dalle premesse siano state ricavate conclusioni che siano con esse in rapporto di coerenza e di congruità logica»; (ii) il sindacato sulla “razionalità” o “ragionevolezza” della scelta, poiché «non basta che l’amministratore abbia assunto le necessarie informazioni ed abbia eseguito... tutte le verifiche del caso, essendo pur sempre necessario che le informazioni e le verifiche così assunte abbiano indotto l’amministrazione ad una decisione razionalmente inerente ad esse».

Ora, a parte la circostanza se il sindacato di razionalità sia davvero aggiuntivo rispetto al primo tipo di sindacato, posto che in quest’ultimo vi rientra quello della logica del processo decisionale inteso come coerenza fra premesse e conclusioni<sup>13</sup>, il passaggio immediatamente successivo che l’ordinanza affronta è quello della possibile applicazione di questi principi anche alle “scelte organizzative” compiute dagli amministratori, in presenza di una disposizione come quella dell’art. 2381 c.c. – resa espressamente applicabile dal Codice della crisi alla s.r.l. con la modifica dell’art. 2475 c.c. (ma non se ne dubitava l’applicabilità già in via interpretativa) – che pone a carico degli amministratori «il dovere di curare l’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società»<sup>14</sup>.

La risposta positiva, pur nella consapevolezza di un orientamento dottrinario contrario<sup>15</sup>, è fondata sui seguenti argomenti:

<sup>13</sup> Al riguardo mi pare importante la perplessità enunciata da V. CALANDRA BUONAURA, *L’amministrazione*, cit., 288, quando tende a qualificare l’eventuale sindacato sulla “manifesta imprudenza o irrazionalità” o anche solo sulla “ragionevolezza” della scelta gestoria come incidente direttamente sul merito e in quanto tale come possibile “breccia significativa alla *business judgement rule*”. Se si resta nei limiti della ragionevolezza intesa come coerenza logica fra le premesse informative e istruttorie e le decisioni assunte è forse possibile evitare il rischio che si pervenga in concreto ad un giudizio di merito piuttosto che di legittimità.

<sup>14</sup> Anche A. BARTALENA, *Assetti organizzativi*, cit., 1348 sottolinea il riferimento all’art. 2381, piuttosto che al novellato art. 2086, su cui l’ordinanza dell’8 aprile 2020 non si sofferma, a differenza della successiva ordinanza del 15 settembre 2020.

<sup>15</sup> Il riferimento è alle posizioni di C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato dir. civ. e comm.*, di A. CICU-F. MESSINEO, Milano, 2012, 407; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgement Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 667; P. MONTALENTI, *Doveri degli amministratori degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 285 ss., ivi 293 s.; M.C.M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e proceduralizzazione dell’attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 740; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori delle società in crisi*, in *Società*, 2013, 669; e R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 309.

In senso opposto e favorevole all’applicazione della *BJR* anche agli atti di organizzazione N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d’impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 396; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, 357 ss. (non senza però qualche ambiguità); G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, III, 2007, 25; R. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontri) in una terra di confine*, in *RDS*, 2018, 482 ss.; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti organizzativi e responsabilità gestoria*, in AA.VV., *Liber Amicorum Antonio Piras – Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 707 ss., ivi a 725 ss.; M. RABITTI, *Responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 958 s.; G. MERUZZI, *L’adeguatezza degli*

a) «la funzione organizzativa rientra pur sempre nel più vasto ambito della gestione sociale»;

b) «essa deve necessariamente essere esercitata impiegando un insopprimibile margine di libertà» e le relative decisioni vengono incluse tra le “decisioni strategiche”;

c) «la predisposizione di un assetto organizzativo non costituisce l’oggetto di un obbligo a contenuto specifico, ma al contrario di un obbligo non predeterminato nel suo contenuto, che acquisisce concretezza solo avuto riguardo alla specificità dell’impresa esercitata e del momento in cui quella scelta organizzativa viene posta in essere»;

d) «tale obbligo organizzativo può essere efficacemente assolto guardando non tanto a rigidi parametri normativi (non essendo enucleabile dal codice un modello di assetto utile per tutte le situazioni), quanto ai principi elaborati dalle scienze aziendalistiche ovvero da associazioni di categoria o dai codici di autodisciplina»;

e) ciò discende dalla circostanza che lo stesso legislatore utilizza come «criterio di condotta... la clausola generale dell’adeguatezza e, dunque, una clausola elastica, al pari, della clausola di diligenza dovuta nel realizzare una scelta imprenditoriale».

In definitiva – conclude l’ordinanza – «la scelta organizzativa rimane pur sempre una scelta afferente al merito gestorio, per la quale vale il criterio della insindacabilità e ciò pur sempre nella vigenza dei limiti sopra esposti e, cioè, che la scelta effettuata sia razionale (o ragionevole), non sia *ab origine* connotata da imprudenza tenuto conto del contesto e sia stata accompagnata dalle verifiche imposte dalla diligenza richiesta dalla natura dell’incarico».

Sul merito di questo *iter* argomentativo si tornerà nei successivi paragrafi, ma in prima battuta esso appare condivisibile nel cogliere i punti qualificanti della problematica sollevata.

L’applicazione al caso concreto, induce peraltro il Tribunale a valutare negativamente la scelta organizzativa consistita «nell’aver imprudentemente assunto un numero esorbitante di personale dipendente a tempo indeterminato», poiché «erano assolutamente incerte, a monte, la stessa fattibilità e attuabilità del progetto» per cui la società era stata costituita, difettando la necessaria autorizzazione amministrativa all’esercizio dell’attività statutaria di poi comunemente negata: «la scelta organizzativa di assumere un rilevante numero di dipendenti appare, nel caso di specie, compiuta in modo irrazionale e senza una adeguata istruttoria che avrebbe, invece, imposto agli odierni resistenti di valutare lo stato di sostanziale inattività della società e, dunque, di valutare la non necessità di procedere a dette assunzioni».

3. *L’ordinanza di ispezione ex art. 2409 c.c. e le gravi irregolarità da omessa o inadeguata attuazione di scelte organizzative.* – L’ordinanza collegiale del 15 settem-

---

assetto, *ivi*, 65; M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *ODC*, 2014, 3 ss.; A. TINA, *Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori e rinuncia all’azione sociale di responsabilità*, Nota a Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.*, 2001, II, 326; A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, *ivi*, 2013, I, 132 ss.; e da ultimo L. BENEDETTI, *L’applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 425 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *L’amministrazione*, *cit.*, 301; nonché E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella “crisi”*, Milano, 2020, 51 ss.

bre 2020, riferita ad una società azionaria, affronta più da vicino le problematiche connesse alla modifica apportata al diritto dell'impresa in crisi dal novellato art. 2086 c.c. e al dovere imposto all'imprenditore che operi in forma societaria o comunque collettiva di «istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa», dovere peraltro espressamente funzionalizzato “anche” alla «rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale» nonché al dovere di attivarsi senza indugio «per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

L'indagine del Tribunale evidenzia il percorso evolutivo attuato dalla disciplina degli assetti organizzativi, che si traduce – nella prospettiva del Codice della crisi – in una anticipata valutazione dei segnali di crisi tramite un «monitoraggio dell'andamento dell'attività ed un conseguente dovere di pianificazione degli interventi e dei rimedi *prima ancora* che lo scenario di crisi si manifesti». Ne conseguirebbe «un nuovo approccio alla gestione della crisi di impresa, caratterizzato da una progressiva correlazione tra principi di corretta amministrazione, adeguati assetti e monitoraggio della continuità aziendale». Il monitoraggio della continuità aziendale, in particolare, intesa come «capacità dell'impresa di svolgere la propria attività in un prevedibile futuro», «consente di accertare precocemente gli indizi iniziali della crisi, ciò al fine di pianificare gli interventi da adottare, già nel momento in cui la continuità inizia ad essere pregiudicata».

Mi sembra importante segnalare che il provvedimento del Tribunale romano sembra oscillare fra l'obbligo di pianificazione degli interventi diretti alla soluzione/governo della crisi prima ancora che essa si manifesti, quasi alla stregua di quanto viene disposto dalla normativa in materia bancaria, e l'obbligo di attivarsi anche in termini di interventi da pianificare al momento in cui i segnali della crisi e i pregiudizi per la continuità aziendale iniziano a manifestarsi. Ritengo che si debba propendere per questa seconda ipotesi, poiché nessuna disposizione analoga a quella dettata per gli intermediari bancari è ravvisabile nell'attuale sistema per l'imprenditore in generale.

Peraltro – prosegue il Tribunale –, pur avendo il legislatore progressivamente chiarito la finalità dell'obbligo organizzativo, «non individua il contenuto degli assetti organizzativi, utilizzando tuttavia l'aggettivo *adeguati*». È interessante la interpretazione che il Tribunale offre del criterio di adeguatezza, che la disposizione correla – com'è noto – a natura e dimensione dell'impresa. I Giudici romani aggiungono che «il concetto di adeguatezza implica la strutturazione di un'organizzazione interna che sia in grado di 'adeguarsi' all'andamento dell'attività di impresa e, quindi, alle variazioni del rischio gestionale che questo comporta», donde la necessità di «continue analisi e verifiche interne». Insomma l'adeguatezza organizzativa è intesa come nozione dinamica e non meramente statica, con la conseguenza di una modellazione flessibile della struttura organizzativa in grado di seguire il ritmo dello svolgersi dell'attività d'impresa.

Il che peraltro riporta ad «una valutazione discrezionale da parte degli organi gestori, in merito al livello di organizzazione da raggiungere: discrezionalità che dovrà essere orientata sulla base dei parametri quantitativi della natura e della dimensione dell'impresa»; e induce a domandarsi «quale rilevanza possa essere riconosciuta al principio della *business judgment rule* in rapporto alle scelte inerenti gli adeguati asset-



ti organizzativi finalizzati alla prevenzione della crisi, il tutto appunto nella prospettiva dei profili di responsabilità che potranno configurarsi».

Il differente punto di partenza della seconda ordinanza, che si dipana direttamente dall'obbligo organizzativo dell'imprenditore, confluisce tuttavia nella problematica della discrezionalità imprenditoriale come limite alle responsabilità degli amministratori, alla stregua di quanto evidenziato nella prima ordinanza.

Dopo aver ricordato i principi che presidono alla responsabilità degli amministratori nelle scelte di gestione, alla insindacabilità delle stesse secondo la *business judgment rule* e ai limiti giurisprudenziali che la connotano, in modo non dissimile da quanto compiuto dalla ordinanza dell'8 aprile 2020 (pur con una maggiore accentuazione dei doveri fiduciari degli amministratori e della diligenza professionale, quale espressione dei doveri di correttezza e buona fede – artt. 1175 e 1375 c.c. –), anche per le scelte organizzative l'ordinanza del 15 settembre 2020 conclude in senso positivo all'applicazione della *BJR* con le medesime argomentazioni.

Ma particolarmente interessante appaiono le riflessioni sulla declinazione della *BJR* con riferimento all'attuazione dell'obbligo di assetti organizzativi adeguati. Il Tribunale, infatti, ritiene che:

a) è certamente sanzionabile «la mancata adozione di qualsivoglia misura organizzativa», tesa alla tempestiva rilevazione della crisi e adozione degli interventi conseguenti e «dovrà considerarsi responsabile l'amministratore che ometta del tutto di approntare una qualsivoglia struttura organizzativa, rimanendo inerte di fronte ai segnali indicatori di una situazione di crisi o pre-crisi»;

b) di contro «non potrà ritenersi responsabile l'amministratore che abbia predisposto delle misure organizzative che, con una valutazione *ex ante*, erano adeguate, secondo le sue conoscenze e secondo gli elementi a sua disposizione, a verificare tempestivamente la perdita della continuità aziendale»;

c) «parimenti, non potrà ritenersi responsabile l'amministratore che, pur avendo tempestivamente rilevato – grazie alla struttura organizzativa predisposta – il venir meno della continuità aziendale – ponga in essere degli interventi che, successivamente si rivelino inutili ad evitare la degenerazione della crisi (ed eventualmente il fallimento della società), qualora tali interventi – sempre sulla base di una valutazione *ex ante* – non risultino manifestamente irrazionali ed ingiustificati».

Nell'applicazione al caso concreto di tali principi il Tribunale ritiene sussistente un sospetto di irregolarità non tanto sotto il profilo della mancata rilevazione della situazione di crisi, bensì sotto il profilo degli interventi in concreto adottati dal Consiglio di amministrazione.

«Non è contestato, infatti, che – al fine di far fronte all'ingente indebitamento della società – il Consiglio di amministrazione aveva approvato un piano industriale basato essenzialmente sulla quotazione in borsa della società e sull'ampliamento dell'emissione obbligazionaria. Tuttavia, nessuna delle parti ha chiarito per quale motivo tale piano non sia stato, poi, realizzato e sia stato accantonato».

«In secondo luogo, un secondo sospetto di irregolarità appare sussistere con riferimento alla operazione di conferimento del ramo di azienda relativo alla raccolta pubblicitaria» in altra società in cambio del riconoscimento del 30% del capitale sociale. Non è chiaro perché l'operazione, «giustificata dagli amministratori con l'intenzione di esternalizzare il settore della raccolta pubblicitaria, al fine di ridurre i costi e di acquisi-

re liquidità», anziché tradursi nella «cessione del ramo di azienda al fine di ottenere la liquidità necessaria per far fronte quantomeno ad una parte dell'ingente debito sociale», si è realizzata con il conferimento dell'*asset* in altra società di capitali a fronte di un corrispettivo non in danaro ma di una partecipazione societaria.

4. *Atti di organizzazione e applicabilità della BJR: mancanza di una differenza ontologica con gli atti di gestione in senso stretto.* – È noto che il dibattito in dottrina sulla possibilità di ricondurre gli atti di organizzazione dell'impresa all'alveo delle decisioni gestorie cui possa trovare applicazione la regola di insindacabilità nel merito del *decisum* riassunta nella *BJR*, pur con i limiti giurisprudenziali sopra riferiti, è particolarmente vivace<sup>16</sup>.

Gli Autori contrari invocano una sorta di *differenza ontologica* fra *atti di organizzazione* e *atti dell'organizzazione*, fra gli atti diretti a predisporre quelle che potremmo definire con linguaggio bilancistico le immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie destinate all'utilizzo durevole e perciò strumentali alla attività produttiva dei beni e/o servizi destinati al mercato e gli atti diretti alla produzione stessa e alla collocazione sul mercato dei beni e/o servizi oggetto d'impresa. A dire il vero la nozione di atti organizzativi è anche più ampia di quella bilancistica delle immobilizzazioni, ricomprendendo processi e procedure anche amministrativi e sistemi contabili e informativi.

La distinzione trova origine nel dibattito, ormai datato, che nella teoria dell'impresa tendeva a definire quando possa identificarsi l'*inizio* e talvolta anche la *cessazione* dell'attività imprenditoriale, onde stabilire l'insorgenza e la cessazione dello status giuridico dell'imprenditore, anche e soprattutto a fini concorsuali. A chi sosteneva che il solo compimento degli atti di organizzazione non è sufficiente a fare acquisire la qualifica di imprenditore, che discende solo dal compimento degli atti di gestione in senso stretto, si opponeva che fra di essi una «distinzione ontologica... è insostenibile»: «l'attività di gestione e l'attività di organizzazione sono attività che normalmente nella vita dell'impresa continuano a intrecciarsi ed a sovrapporsi: non si possono distinguere materialmente o istituzionalmente gli atti di organizzazione dagli atti di impresa»; ciò che rileva semmai è l'esistenza di un legame fra quegli atti, sì che siano svolti in maniera coordinata e continuativa<sup>17</sup>. Del resto la difficoltà di quella distinzione è provata proprio dai dubbi di qualificazione sollevati in merito alla decisione concernente l'assunzione in blocco del personale di cui si discute nel primo provvedimento dei Giudici capitolini, da alcuni assegnata alla sfera degli atti di gestione in senso stretto e da altri certamente alla categoria degli atti organizzativi<sup>18</sup>, volendosi contrapporre gli atti della vita quotidiana dell'impresa (fra cui ricadrebbero anche gli atti organizzativi elementari) e gli atti a valenza strategica o di alta amministrazione. Sta di fatto che

---

<sup>16</sup> Rinvio alle citazioni di nt. 15 che precede, nonché a S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss. e ivi 986 ss.; ID., *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in *ODC*, 2021, 549 ss.

<sup>17</sup> Le espressioni sono tratte da P.G. JAEGER-F. DENOZZA-A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, 7ª ed., Milano, 2010, 32 ss. È comunque d'obbligo il rinvio alla classica monografia di V. AFFERNI, *Gli atti di organizzazione e la figura giuridica dell'imprenditore*, Milano, 1973, *passim*.

<sup>18</sup> E v. *supra* nt. 3.

quella distinzione ontologica è estremamente difficoltosa e peraltro del tutto inutile, per quanto si dirà fra breve.

Si è osservato, infatti, che la funzione organizzativa è lo stesso «cuore della funzione gestoria», nelle strutture complesse ripartito in una sorta di doppio grado di amministrazione, fra l'organo gestorio nel suo *plenum* e gli organi delegati e alti dirigenti<sup>19</sup>; soprattutto le scelte organizzative presentano le medesime caratteristiche delle scelte imprenditoriali/gestionali: (i) «anch'esse implicano una *valutazione prognostica* delle future esigenze organizzative della società e dei *probabili rischi d'impresa e di mercato* e concorrono a definire la strategia imprenditoriale»; (ii) «richiedono all'amministratore di *contemperare costi e benefici* e allocare risorse, assumendo i rischi di tale valutazione in contesti di incertezza»; (iii) «sono scelte tra almeno due opzioni, poiché i modelli organizzativi 'adeguati' tra cui scegliere sono molteplici e la discrezionalità nel definire cosa è 'adeguato' è ampia»; (iv) «il momento della gestione e prevenzione dei rischi è essenziale nell'attività d'impresa essendo inestricabilmente legato a quello dell'assunzione dei rischi: anch'esso, infatti, esprime una maggiore o minore propensione al rischio della proprietà e del *management* sulla quale il giudice non deve poter interferire in quanto trattasi di scelte d'impresa»<sup>20</sup>.

Di qui la conclusione, pur lapidaria, dei Giudici romani secondo cui la «funzione organizzativa rientra pur sempre nel più vasto ambito della gestione sociale» e «deve necessariamente essere esercitata impiegando un insopprimibile margine di libertà» alla stregua di «decisioni strategiche»<sup>21</sup>.

Va semmai chiarito che un conto è l'*organizzazione dell'impresa* e un conto è l'*organizzazione del gruppo associativo* cui si imputa la titolarità dell'impresa. La distinzione è accennata in un passaggio della seconda ordinanza capitolina, laddove viene esclusa qualsiasi rilevanza, ai fini delle gravi irregolarità gestorie che fondano il sospetto per la denuncia *ex art.* 2409 c.c., dei «doveri gravanti sugli amministratori per finalità organizzative, amministrative, di corretto esercizio della vita della compagine sociale e di esercizio dei diritti dei soci e dei terzi estranei». L'organizzazione corporativa o l'organizzazione consustanziale ai fenomeni associativi, di cui parla magistralmente Paolo Ferro-Luzzi<sup>22</sup>, non è da confondersi con l'organizzazione dell'attività economica programmata nell'oggetto statutario della collettività organizzata (pur nella difficoltà della distinzione e nella possibile interferenza fra i due aspetti): qui il principio di ade-

<sup>19</sup> N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi*, cit., 395. Analogamente R. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi*, cit., 485.

<sup>20</sup> Gli argomenti sono elencati da M. TABELLINI, *Business Judgment Rule e scelte organizzative*, cit., 108 s.

<sup>21</sup> Insiste in modo particolare sulla natura parimenti gestoria delle scelte organizzative, precisando che gli assetti adeguati, unitamente all'agire informato, non sono affatto «doveri» ulteriori che si accompagnano, aggiungendovisi, alla «obbligazione gestoria», ma piuttosto nient'altro che l'esplicitazione del canone di diligenza. E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale*, cit., 53 ss.: «anche quelle che impropriamente si chiamano 'scelte organizzative' (in realtà, scelte gestorie come tutte le altre) sono normalmente soggette alla *BJR*; quale che sia l'oggetto della scelta (e quali che siano le conseguenze eventualmente pregiudizievoli da quella scelta derivanti), il 'gestore' non ne risponderà se il *quomodo* della scelta è *razionale*, se cioè la *procedura organizzata per la sua assunzione* attesta *adeguata conoscenza del rischio ad essa associato*. Il canone di diligenza è sempre lo stesso: *scientia aleae excusat* ovvero *ignorantia aleae non excusat*», 56.

<sup>22</sup> *I contratti associativi*, Milano, 2001, *passim*.

guatezza degli assetti organizzativi ha ben altra portata ed è nella disponibilità delle scelte organizzative dei soci/associati secondo le forme in buona parte predefinite dall'ordinamento in base a modelli un tempo ben più imperativi e, dopo la riforma societaria di inizio millennio, resi più elastici e disponibili alla autonomia corporativa. Non mi sembra dunque corretto assimilare l'organizzazione della corporazione alla organizzazione dell'impresa<sup>23</sup>: l'organizzazione corporativa investe fundamentalmente le competenze dei soci/associati, l'organizzazione dell'impresa è affidata in sede istitutiva addirittura alla competenza esclusiva dell'organo amministrativo, alla eventuale cura degli organi delegati e alla vigilanza degli organi di controllo. Imporre ai soci/associati una valutazione di adeguatezza della forma giuridica adottata dovrebbe tradursi, nella prospettiva criticata, nella possibilità di sindacare – per esempio – l'opzione verso il modello dualistico piuttosto che verso il modello monistico nell'adozione della società azionaria, o addirittura la scelta – pur rimessa alla decisione dei soci – della forma di amministrazione disgiuntiva piuttosto che di amministrazione collegiale nella s.r.l.<sup>24</sup>. Del resto sia nel novellato art. 2086 sia nei novellati artt. 2380-*bis* e 2409-*novies*, che richiamano il rispetto dell'art. 2086, e già negli artt. 2381 (comma 5) per la s.p.a., 2475 per la s.r.l. e 2257 per le società di persone, il riferimento è alla “gestione dell'impresa” e all’“assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa”, piuttosto che della corporazione. Diverso e ulteriore problema è poi quale ruolo debba assegnarsi ai soci nella valutazione di adeguatezza dell'assetto organizzativo dell'impresa istituito dall'organo amministrativo: non mi pare che la loro vigilanza possa declinarsi in termini di obbligo, piuttosto che di facoltà o onere<sup>25</sup>.

5. *L'adeguatezza degli assetti organizzativi come clausola generale: principi di correttezza amministrativa e diligenza professionale.* – Una seconda linea di opposizione all'applicazione della *BJR* alle scelte organizzative d'impresa compiute dagli amministratori (e più in generale dall'imprenditore) si attesta sul fronte della qualificazione dell'obbligo che fonda il dovere degli stessi: l'obbligo organizzativo avrebbe un “contenuto specifico” a differenza dell'obbligo gestorio che avrebbe un “contenuto ge-

<sup>23</sup> Mi sembra che a questo risultato conduca l'interpretazione che del principio di adeguatezza organizzativa offre M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 5 ss. laddove parrebbe estendere la formula degli assetti organizzativi amministrativi e contabili adeguati anche alla “organizzazione in senso stretto, cioè la determinazione dei diversi ‘organi’ dotati di competenze giuridicamente rilevanti ai fini della validità degli atti imputabili alla società (con la tripartizione di base tra funzioni deliberative, amministrative e di controllo)”, 8.

<sup>24</sup> Differente è il discorso quando si discuta di *società a controllo pubblico*, di cui si occupa in particolare Libertini nel saggio citato nella nota che precede. Se è vero, infatti, che tali società sono assoggettate in via di principio al diritto societario comune, è altresì vero che anche la loro organizzazione corporativa può essere sottoposta a norme speciali che tengano conto dei principi di razionalizzazione ed efficienza dell'iniziativa del *socio pubblico*, per il quale ben più agevolmente può dirsi che l'organizzazione corporativa non è atto di libertà ma esercizio di un potere funzionale, diversamente da quanto si possa a mio avviso affermare per il socio privato e più in generale per l'imprenditore privato.

<sup>25</sup> E v. quanto osservo in S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile*, cit., 975 e nt. 50. Nell'equivoco che incomba sui soci un vero e proprio obbligo di prevedere adeguati assetti organizzativi in sede di formulazione dello statuto e sotto il profilo della struttura corporativa della società mi pare incorra G. RIOLFO, *Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e le modifiche al codice civile: il diritto societario tra “rivisitazione” e “restaurazione”*, in *Contratto e impresa*, 2, 2019, 399 ss. ivi 406 ss.

nerico”; il primo è sancito dall’art. 2086 (oltre che dalle norme dei singoli tipi societari), il secondo è governato dal criterio della diligenza professionale evocato dall’art. 2392 c.c.

Anche questa distinzione lascia estremamente perplessi: se si vuol dire che l’obbligo organizzativo è oggetto di una regola espressa codificata, mentre così non avverrebbe per l’obbligo di gestione, mi pare che si tratti di affermazione del tutto erronea, posto che – come ho appena ricordato – anche quest’obbligo è oggetto di norma espressa. Se poi si vuol dire che il contenuto del primo è legislativamente predefinito laddove l’obbligo gestorio è oggetto di un criterio o clausola generale, quale è la diligenza professionale, anche in tal caso la differenza è tutt’altro che sicura. Entrambi i criteri posti a fondamento e regolazione dell’obbligo organizzativo (adeguatezza degli assetti rispetto alla natura e dimensione dell’impresa) e dell’obbligo gestorio (diligenza professionale commisurata alla natura dell’incarico e alle specifiche competenze) sono qualificabili in termini di clausola generale, nel senso che il relativo contenuto non è direttamente ricavabile dal dato legislativo ma in parte dal complessivo contesto normativo in cui si inseriscono e in buona parte da modelli comportamentali attingibili *aliunde*, dalle prassi sociali o dalle elaborazioni professionali di scienze extragiuridiche.

Viene peraltro affermato che l’obbligo organizzativo dell’impresa è espressione dei “principi di corretta amministrazione” quale nuova clausola generale-speciale, riconducibile sostanzialmente ad una innovazione introdotta dalla riforma del diritto societario di inizio millennio<sup>26</sup>. La clausola rinvia insomma a regole della tecnica aziendalistica, a principi che costituirebbero una sorta di *tertium genus* tra la conformità a legge degli atti e comportamenti degli amministratori e il merito dell’azione amministrativa, espressione di un *dovere di correttezza* suscettibile di consentire un sindacato ben più stringente degli atti di gestione in senso stretto.

Anche a mio avviso è ben possibile inquadrare i principi di corretta amministrazione fra le clausole generali. E tuttavia, per un verso mi parrebbe che essi possano sostanzialmente ricondursi ad una ulteriore specificazione del criterio di diligenza professionale nell’adempimento dei doveri degli amministratori e per altro verso che – analogamente a quanto accade per la diligenza professionale (la quale non è solo misura dell’attenzione richiesta al debitore nell’adempimento ma anche fonte di regole e modelli comportamentali) – essi finiscano per “giuridicizzare” regole sociali e/o professionali o – come si suol dire – regole “tecniche” elaborate da scienze extragiuridiche. Il che non le rende “meno giuridiche” delle norme “legali” e non le colloca in una sorta di limbo fra criteri di legittimità e criteri di merito degli atti e comportamenti amministrativi. Ricordo il dibattito che venne ad instaurarsi a proposito delle regole dettate in materia di bilancio d’esercizio, tra Giuseppe Ferri che sulla natura tecnica delle stesse disposizioni legali fondava – fra l’altro – la disponibilità delle stesse e Giovanni Colombo che giustamente evidenziava l’impossibilità di distinguere fra norme giuridiche e

---

<sup>26</sup> La tesi è sostenuta con forza da P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 3 ss.; e di recente, pur con qualche attenuazione, ID., *Il Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in P. MONTALENTI-M. NOTARI (a cura di), *Crisi d’impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, Milano, 2021, 19 ss.

norme tecniche una volta che queste fossero state comunque giuridicizzate<sup>27</sup>. Il problema, infatti, non è legato alla natura tecnica o legale della regola, ma al grado di imperatività e vincolatività che alla regola tecnica giuridicizzata si debba riconoscere. Il che dipende a mio avviso da altro tipo di valutazione, che investe la natura disponibile o indisponibile degli interessi tutelati e lo spazio di discrezionalità attribuito a chi di quelle regole deve fare applicazione.

Le regole in tema di assetti organizzativi adeguati dell'impresa perseguono finalità di efficienza ed efficacia dell'attività economica che nelle imprese individuali tutelano innanzitutto l'interesse interno dello stesso titolare in condizioni di esercizio fisiologico della stessa attività e che in condizioni di crisi indubbiamente tutelano anche interessi di terzi. Ma la stessa diligenza professionale nel compimento degli atti di gestione, richiesta agli amministratori nelle imprese collettive, e i relativi obblighi organizzativi sono posti a tutela di interessi corporativi interni come quello dei soci oltre che – soprattutto in situazioni di crisi – a tutela anche di terzi, in particolare dei creditori. Il che non esclude che sia con riferimento agli obblighi organizzativi che con riferimento all'obbligo gestorio in senso stretto non possa e non debba riconoscersi un ambito di discrezionalità nel merito dei contenuti delle scelte adottate dall'amministratore.

6. (Segue) *Discrezionalità tecnica e discrezionalità amministrativa*. – Un ulteriore argomento a sostegno del pieno sindacato giudiziario sulle scelte organizzative d'impresa fa leva sulla tesi secondo cui «l'organizzazione dell'impresa non è [dunque] un atto di libertà, ma è il risultato dell'esercizio di un potere funzionale, da esercitare secondo criteri di discrezionalità tecnica» e che quest'ultima è soggetta a sindacato giudiziario nel contenuto, normalmente «solo in caso di errore tecnico evidente», ma anche «pieno e penetrante» ove sussista violazione di regole tecniche di univoca lettura<sup>28</sup>. La discrezionalità relativa alla istituzione e governo degli assetti organizzativi è solo *discrezionalità tecnica*, che si traduce in una scelta di mezzi congrui ai fini, relazione questa sintetizzata dalla clausola della “adeguatezza”; la discrezionalità che investe il compimento degli atti di gestione in senso stretto è invece una *discrezionalità amministrativa*, caratterizzata da una notevole ampiezza, essa si insindacabile nel contenuto della decisione, salvo i limiti della irrazionalità e delle idonee modalità del processo decisionale (agire informato con adeguata istruttoria, prudente apprezzamento e verifiche del caso, coerenza fra premesse e decisione).

Senonché, se pure è innegabile che le scelte organizzative comportino soluzione di problemi tecnici per i quali possono presentarsi varie alternative tutt'altro che univocamente prefissate, tanto non può affatto escludersi per gli stessi atti di gestione. Si pensi alla scelta produttiva di beni a forte componente tecnologica, per i quali si presentino alternative nel processo produttivo e comunque la necessità di affrontare la soluzione di problemi tecnici particolarmente rilevanti. Ma soprattutto va evidenziato che le scelte organizzative non pongono solo problemi tecnici, ma esigono l'esercizio di una vera e propria *discrezionalità amministrativa*, che è pur essa richiamata dal princi-

---

<sup>27</sup> Per una sintesi del dibattito mi permetto rinviare a S. FORTUNATO, *La certificazione del bilancio. Profili giuridici*, Napoli, 1985, 247 ss.

<sup>28</sup> Così M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa*, cit., 7 e nt. 6.

pio di adeguatezza. La dimensione dell'impresa è criterio che rinvia anche alla *proporzionalità* della scelta organizzativa alle risorse disponibili: com'è stato giustamente rilevato, decidere di adottare un sistema informativo particolarmente costoso in relazione alle risorse disponibili significa anche sottrarre parte di quelle risorse alle finalità più direttamente produttive (o gestorie in senso stretto che dir si voglia)<sup>29</sup>. E ciò richiede un indubbio esercizio di discrezionalità amministrativa e non puramente tecnica.

V'è da domandarsi allora se a fronte di un imprenditore individuale microdimensionato sia corretto esigere una struttura organizzativa formalizzata per la rilevazione tempestiva dei segnali di crisi o non si debbano valutare le specifiche caratteristiche della concreta organizzazione d'impresa pur non formalizzata o proceduralizzata per un sindacato *ex ante* della scelta organizzativa minimale compiuta, dovendosi allora interpretare l'affermazione del Tribunale di Roma in merito alla omissione di qualsiasi misura organizzativa come inerzia assoluta a fronte di segnali di crisi più che come assenza di strutture formalizzate nelle piccole realtà imprenditoriali<sup>30</sup>.

Il principio di proporzionalità ovvero di relatività alla specifica situazione dell'impresa, riassunto nella clausola di adeguatezza, coordinato con la discrezionalità implicita nella *BJR*, delimita il sindacato esterno al contenuto della decisione organizzativa alla sola verifica del corretto processo decisionale che ha condotto al *decisum*, ma non può e non deve attingere al merito dello stesso. Diversamente si caricerebbero l'imprenditore e gli amministratori di un rischio improponibile e disincentivante che finirebbe per por capo ad un deleterio fenomeno di "selezione avversa", con buona pace del perseguimento delle finalità di efficienza imprenditoriale collegate all'obbligo organizzativo.

La relativa decisione organizzativa deve essere espressamente motivata? Nell'impresa individuale mi sembra difficile esigere un tale livello di formalizzazione e forse altrettanto dovrebbe dirsi nelle imprese collettive unipersonali. Più in generale il tema tocca il problema della eventuale necessaria motivazione degli atti di gestione, come condizione di legittimità degli stessi. La motivazione è richiesta in caso di conflitti di interesse, di operazioni con parti correlate, di direzione e coordinamento, di operazioni sul capitale sociale per aumento con esclusione del diritto di opzione o per riduzione reale, di assistenza finanziaria *ex art.* 2358 c.c., di operazioni straordinarie, ed estensivamente di scioglimento del rapporto sociale per esclusione, o del rapporto gestorio o sindacale per giusta causa; ma in via di principio gli atti di gestione non esigono una specifica motivazione e si presumono corretti<sup>31</sup>, incombendo su chi ne invoca la illegittimità provarne i vizi invalidanti. Gli atti di organizzazione devono essere invece sorretti da motivazione formalizzata? È opportuno che il processo decisionale sia adegua-

<sup>29</sup> N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi*, cit., 395.

<sup>30</sup> Sul dibattito relativo al principio di proporzionalità nella adozione di "misure" piuttosto che di veri e propri "assetti" organizzativi per il piccolo imprenditore vedi l'approfondita indagine di V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss.

<sup>31</sup> Sul tema v. le monografie di A.D. SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018; e L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società di capitali*, Milano, 2018; nonché di recente L. TRONCI, *La motivazione delle decisioni di aumento e riduzione del capitale sociale*, in *Società*, 2021, 268 ss., nota conforme a Cass. civ., VI-1, 22 luglio 2020, n. 15647. Ma in giurisprudenza di legittimità cfr. già Cass., 26 gennaio 2018, n. 2037; Cass., 12 settembre 2008, n. 23557; e da ultimo Cass., 6 ottobre 2020, n. 21495.

tamente documentato, ma non credo affatto che la motivazione espressa debba far parte integrante della decisione organizzativa. Beninteso, nella prassi le realtà imprenditoriali più complesse e articolate adottano spesso decisioni organizzative che rasentano il limite del “burocratese”, tipico delle deliberazioni amministrative degli enti pubblici. Ma di qui a introdurre un necessario obbligo di motivazione della scelta organizzativa ce ne passa.



# NOTE MINIME SU ASSETTI ORGANIZZATIVI, RESPONSABILITÀ E QUANTIFICAZIONE DEL DANNO RISARCIBILE

di *Alberto Jorio*

SOMMARIO: 1. Assetti organizzativi. L'evoluzione delle discipline societaria e concorsuale nel pensiero di Paolo Montalenti. – 2. Assetti organizzativi e *Business judgment rule*: un dilemma di (apparente) difficile soluzione? – 3. Assetti organizzativi, crisi dell'impresa e responsabilità.

1. *Assetti organizzativi. L'evoluzione delle discipline societaria e concorsuale nel pensiero di Paolo Montalenti.* – Il tema degli assetti organizzativi è stato tra quelli oggetto di maggiori attenzioni nel decennio trascorso e continua tuttora ad occupare la letteratura commercialistica, soprattutto a seguito delle recenti modifiche introdotte nel codice civile<sup>1</sup>. In quest'ampia letteratura Paolo Montalenti si colloca tra gli interpreti più autorevoli di uno dei nodi centrali: il collegamento che si è andato stabilendo tra la disciplina della gestione fisiologica dell'impresa e le regole della crisi; un collegamento che è stato naturalmente tra i punti più rilevanti affrontati dalla commissione Rordorf

---

<sup>1</sup> Tra i molti, e senza alcuna pretesa di esaustività, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005; ID., *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e Business judgment rule*, in *Crisi d'impresa, prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura, Atti del convegno Courmayeur, 20-21 settembre 2019*, a cura di P. MONTALENTI-M. NOTARI, Milano, 2021, 81 ss.; ID., *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo*, in *NDS*, 2020, 115 ss.; D. LATELLA, *Sistema ei controlli interni e governo delle società di capitali*, Torino, 2018; S. AMBROSINI, *Assetti adeguati e "ibridazione" del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, 433 ss.; ID., *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in Il caso, 15 ottobre 2019; M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1160 ss.; F. MANCA, *Assetti adeguati e indicatori di crisi nel nuovo codice della crisi d'impresa: la visione dell'azionalista*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 636 ss.; L. PANZANI, *La disciplina degli assetti ai fini della rilevazione della crisi, con particolare riferimento alla s.r.l.*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata*, cit., 649 ss.; V. DI CATALDO, *Dimensioni minime per il dovere di creare assetti e valutazione della diligenza nella loro creazione*, *ivi*, 570 ss.; V. DI CATALDO-S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *RDS*, 2019, 759 s.; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 s.; N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile*, in *Società*, 2019, 393 ss.; G. FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2019, 227 s.; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 259; P. BENAZZO, *Il codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi di diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 300 s.; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, 311 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 667 ss.

e tradottosi nelle nuove norme del codice civile e nelle disposizioni sulla prevenzione e sull'allerta contenute nelle leggi delega 19 ottobre 2017, n. 155 e 8 marzo 2019, n. 20 nonché nei D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 e 26 ottobre 2020, n. 147 sul codice della crisi e dell'insolvenza. Una disciplina non esente da criticità<sup>2</sup> ed ancora necessitante di una sistemazione definitiva.

Le modifiche al codice civile, mediante l'introduzione di "un paradigma generale di correttezza gestionale dell'impresa, scolpito nel nuovo testo dell'art. 2086", e la prescrizione di "un dovere di corretta gestione, per così dire 'trasversale' rispetto ai modelli di organizzazione dell'attività" assumono, secondo Paolo, il significato di "vera e propria clausola generale" e "un valore di novità sistematica di centrale rilevanza"<sup>3</sup>. Affermazione condivisibile, seppure temperata dall'osservazione, fatta propria dallo stesso Paolo, che questa regola fosse già evincibile dal precedente sistema normativo<sup>4</sup>.

Nei suoi numerosi scritti sull'argomento Paolo ha giustamente posto in evidenza il collegamento determinatosi a seguito delle recenti disposizioni tra due ordinamenti rimasti sino a tempi recenti fondamentalmente separati: il diritto societario e il diritto concorsuale: il primo, ci viene ricordato, regolante "esclusivamente i rapporti tra soci e società, tra società e terzi, tra società e creditori", ove "l'organizzazione dell'impresa societaria era lasciata in toto all'autonomia privata, il profilo organizzativo era limitato ai rapporti intraorganici (...) e interorganici"; il secondo "focalizzato sull'insolvenza, la prevenzione affidata alla scarna disciplina dell'amministrazione controllata in caso di insolvenza reversibile e ai ristrettivi presupposti del concordato preventivo"<sup>5</sup> e, si può aggiungere, impostato fondamentalmente sull'insolvenza dell'imprenditore individuale. Due mondi nei quali la funzione dell'impresa, avente ormai essenzialmente natura collettiva, con tutta la sua conseguente rilevanza nel contesto sociale, stentava ad emergere con le sue svariate implicazioni e le relative esigenze di regolamentazione.

---

<sup>2</sup> Mi permetto di rinviare al mio *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, in *Dir. fall.*, 2019, 283 ss. e in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 413 ss.

<sup>3</sup> P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2018, 960 e in *AA.VV.*, *Studi in ricordo di Michele Sandulli, La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 482 ss.; ID., *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 829 ss.; ID., *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi, appunti*, ivi, 2018, I, 62 ss.; ID., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *AA.VV.*, *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. IRRERA, Bologna, 2016, 3 ss.

<sup>4</sup> Tra i più critici R. COSTI, in *La riforma delle procedure concorsuali. Convegno in ricordo di Vincenzo Buonocore*, a cura di A. JORIO-R. ROSAPEPE, Milano, 2021, *I temi del convegno*: "A mio avviso quelle norme dovrebbero essere, semplicemente, abrogate. Le stesse, a) non fanno che ripetere regole già vigenti nel nostro diritto societario, e spesso b) lo fanno in termini maldestri, perché non sono state coordinate con le norme che disciplinano l'amministrazione dei diversi tipi societari. In ogni caso, dovrebbero costituire un momento del Codice della crisi (magari ritoccando l'art. 3) e non un segmento dello statuto generale dell'impresa e delle società". Per R. RORDORF, *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi nell'ambito dei principi generali del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2021, 589 ss., si tratta invece di "un messaggio importante, che il legislatore ha inteso dare al mondo imprenditoriale, sollecitando lo sviluppo di una cultura del fare impresa che esalti la professionalità e la serietà di chi vi si dedica emarginando quelle forme di pressapochismo e di improvvisazione che rischiano di rendere fragile il tessuto imprenditoriale del nostro Paese".

<sup>5</sup> P. MONTALENTI, *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, cit., 829 ss.

Una “vera e propria rivoluzione” viene definita da Paolo la riforma del diritto societario del 2003, con l’introduzione nelle società di capitali dei principi di corretta amministrazione e dell’obbligo per queste società di dotarsi di assetti organizzativi adeguati: “*gli amministratori devono rispettare non solo le norme di legge e di statuto ma anche i principi di correttezza gestoria: un ingresso epocale delle best practices e delle regole aziendali in un espresso dovere giuridico (...) di amplissima portata*”<sup>6</sup>. Ed ovviamente non è gli sfuggito neppure il “*focus inedito e progressivo verso la conservazione dei valori dell’impresa*” che scaturisce dalla riforma del diritto fallimentare del biennio 2005-2006, seppure temperato dagli aggiustamenti degli anni successivi, nella ricerca di un difficile equilibrio tra le ragioni dell’impresa in senso lato (comprensivi, quindi, degli interessi ad essa interni ed esterni) e le attese dei creditori. In effetti, ed era naturale che ciò avvenisse, i due ordinamenti, societario e concorsuale, non sono più così distanti, perché ad entrambi sono comuni esigenze di fondo, e ne sono testimonianza le tensioni dell’Unione europea e della Model Law a favorire anche per la materia concorsuale regole uniformi, nella prospettiva, seppur ancora lontana, di un’unica disciplina della crisi e dell’insolvenza, ripercorrendo le vie già tracciate in questa direzione dal diritto societario.

Non c’è dubbio che un passo importante verso la configurazione unitaria della disciplina dell’impresa societaria sia stato compiuto dalla riforma Rordorf. Paolo parla giustamente di “*ponte sistematico tra impresa – società – crisi*”, rinsaldato dalla legge delega 30 ottobre 2017, n. 155 e dai decreti delegati del Codice della crisi e dell’insolvenza. Il punto di congiunzione normativa risiede, come è noto, nell’art. 375 CCII, che prescrive ad ogni imprenditore societario o collettivo l’istituzione di “un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell’impresa, anche in funzione della rilevanza della tempesta della crisi dell’impresa e della perdita della continuità aziendale”: norma costruita nell’ambito di una riforma delle procedure concorsuali ed anche, se vogliamo, eccessiva, là dove impone agli organi sociali di “attivarsi senza indugio per l’adozione e l’attuazione di uno degli strumenti previsti dall’ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale”, quasi a lasciar intendere una preminenza della conservazione dell’impresa anche sulla libera determinazione di cessare l’attività, ma proprio per tale profilo con valenza innovativa per la prevalenza che intenderebbe attribuire, di fronte alla crisi, agli interessi del contesto sociale nel quale è collocata l’impresa.

2. *Assetti organizzativi e Business judgment rule: un dilemma di (apparente) difficile soluzione?* – La questione di fondo sulla quale si registrano differenze di opinioni concerne peraltro, come è stato anche recentemente osservato, “*l’ambito di discrezionalità da riconoscere agli amministratori nell’organizzazione dell’impresa. E si pone, in particolare, il quesito circa l’applicabilità della business judgment rule anche a questa tipologia di decisioni*”<sup>7</sup>, tenendo soprattutto conto della funzione attribuita a tali

<sup>6</sup>P. MONTALENTI, *Il codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, cit., 830 ss.; ID., *Gestione dell’impresa*, cit., 951 ss.

<sup>7</sup>V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell’impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss., per i quali l’applicazione della BJR alle scelte organizzative “avrebbe, come noto, l’effetto di limitare il sindacato giurisdizionale solo alle decisioni organizzative assunte in difetto di istruttoria, in conflitto di interessi, o che appaiano ex ante palesemente irragionevoli o irra-

decisioni organizzative in relazione alla “rilevazione tempestiva della crisi d’impresa e della perdita della continuità aziendale”. I temi sui quali vorrei brevemente soffermarmi in queste “note minime” riguardano appunto la rilevanza della *Business Judgment Rule* nell’adozione di adeguati assetti organizzativi, e quindi le conseguenze, sul piano della responsabilità, della mancata adozione degli assetti allorché si verificano crisi ed insolvenza, con particolare riferimento alla realtà delle piccole e medio piccole imprese costituenti la gran parte del tessuto imprenditoriale del nostro paese e tenuto conto della nuova disciplina sulla quantificazione del danno risarcibile previsto dal nuovo art. 378 CCII.

Come è noto, l’obbligo di istituire adeguati assetti organizzativi e la sua ragion d’essere costituiscono le fondamenta sulle quali è stato costruito il cosiddetto diritto societario della crisi<sup>8</sup> e si è cercato di dare una convincente risposta all’interrogativo sulla compatibilità con quest’obbligo dei criteri della *business judgment rule*, ovvero della insindacabilità delle scelte gestorie (salvo il caso di manifesta irrazionalità) che la connotano. Se cioè si possa assumere l’esistenza di margini di discrezionalità nell’adozione degli assetti organizzativi che sono generalmente riconosciuti nell’attività gestoria.

Su questo interrogativo si confrontano orientamenti divergenti, assumendosi per un verso che il dovere di istituire assetti organizzativi adeguati avrebbe contenuto specifico ed estraneo alla discrezionalità amministrativa che connota le scelte gestorie<sup>9</sup>, lad-

---

zionali. Le restanti decisioni organizzative, invece, sarebbero da considerare conformi ai parametri fissati dalla legge, anche se, ex post, si dovessero rivelare errate ed abbiano recato danni alla società, ai singoli soci o ai terzi. Una parte degli interpreti ritiene di escludere l’applicazione della *business judgment rule* alle decisioni di organizzazione di impresa, distinguendo tra decisioni imprenditoriali, cui solo si applicherebbe la *business judgment rule*, e decisioni di organizzazione, cui tale regola non si applicherebbe, e facendo altresì leva sul dettato normativo che pone la cura dell’adeguatezza dell’organizzazione dell’impresa come oggetto di un obbligo giuridico fissato dalla legge e, come tale, sottratto a valutazioni discrezionali degli amministratori”. Di recente, si veda anche S.A. CERRATO, *Crisi, assetti adeguati e business judgement rule*, in *Corporate governance*, 2022, 303 ss., il quale conclude osservando che “nella maggior parte dei casi la *business judgement rule* non può proteggere gli amministratori nelle decisioni di adozione di assetti, semplicemente perché esse sono soltanto un presupposto, o meglio potremmo dire uno strumento, per il corretto dispiegarsi di quel segmento dell’*agere* gestorio che gode di questo *safe harbour*; e non li protegge comunque, a mio avviso, quando gli assetti siano inadeguati e questa situazione abbia inciso sul processo decisionale portando all’assunzione di decisioni pregiudizievoli ancorché secondo un *iter* astrattamente ineccepibile ma viziato alla radice, dal momento che gli amministratori per tal guisa, violando il dovere di dotare la società di assetti adeguati (art. 2086 c.c.), hanno volontariamente o colposamente creato le condizioni per non adempiere correttamente ai loro doveri gestori”.

<sup>8</sup> Sul quale, per tutti, U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, in AA.VV., *Diritto societario e crisi d’impresa*, a cura di U. TOMBARI, Torino 2014, ss.; P. MONTALENTI, *Diritto dell’impresa in crisi*, cit., 62 ss.; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi. Una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1280 ss.; A. NIGRO, *Il diritto societario della crisi: nuovi orizzonti?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1207 ss.; R. RORDORF, *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi*, cit., 589 ss.

<sup>9</sup> Per tutti R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori delle società in crisi*, in *Società*, 2013, 669; “se è vero che (...) le scelte imprenditoriali dell’amministratore sono insindacabili, pur se abbiano provocato o concorso ad aggravare la crisi dell’impresa, lo stesso non può dirsi ogni qual volta tali negative conseguenze siano riconducibili, in tutto o in parte, a un difetto di organizzazione dell’impresa medesima. Non è la scelta di compiere una determinata operazione imprenditoriale, risultata poi dannosa, a venire in rilievo in questo caso, bensì il fatto che, rispetto a quella scelta, la società non si sia attrezzata adeguatamente sotto l’aspetto organizzativo”. Peraltro lo stesso A. (n. 4, 594), riferendosi alle decisioni riguardanti le modalità organizzative dell’impresa, “che debbono soddisfare il criterio dell’adeguatezza prescritto dal codice”, assume che non si possa seriamente negare che anche questo tipo di decisioni presenti, al pari di quelle tipicamente gestorie, “conservano un notevole margine di discrezionalità, non foss’altro perché an-

dove, per altro verso, si oppone, come recentemente riferito, “*che anche le scelte organizzative sollecitano discrezionalità e che, anzi, nella fase del c.d. capitalismo manageriale maturo, la gestione di un’impresa capitalistica complessa si compie più sull’arena della ‘organizzazione’ che non sul piano della ‘decisione’, sicché sottrarre dall’ambito di applicazione della BJR le scelte organizzative condurrebbe ad una quasi ‘abrogazione’ di questa regola*”<sup>10</sup>.

Anche nell’ambito della stessa “scuola di diritto commerciale” che ancora possa definirsi tale nel variegato panorama nazionale degli studiosi della materia, in quanto raggruppata sotto l’egida e la guida di un indiscusso Maestro, si registrano su questo tema opinioni diverse. A una voce autorevole, spentasi purtroppo prematuramente con generale profondo rimpianto, secondo la quale “*la discrezionalità delle scelte amministrative si esprime, oltre che nell’individuare degli obiettivi da perseguire, anche nel modo con cui realizzarli, e quindi nella definizione delle strutture organizzative con cui svolgere l’attività economica*”<sup>11</sup> si contrappone, sempre nella stessa scuola, proprio il

---

che tali decisioni debbono essere rette da un criterio di proporzionalità riferito alla dimensione ed alla natura dell’impresa e, per quanto le si voglia proceduralizzare e ricondurre a modelli prestabiliti, è inevitabile – anzi, direi, auspicabile – che esse dipendano da come le esigenze organizzative di ciascuna singola impresa in concreto si manifestano. La relativa valutazione non può dunque non presentare ampi margini di opinabilità. Il che sta a significare, in definitiva, che anche in questo settore sarà solo la manifesta irrazionalità dei comportamenti degli amministratori, o l’insanabile loro contrarietà a criteri noti e consolidati di buona organizzazione aziendale, a poter implicare una qualche forma di responsabilità per i danni derivati dalla cattiva organizzazione dell’impresa”.

<sup>10</sup> R. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontro) in una terra di confine*, in *Riv. soc.*, 2018, 455. E cfr., anche S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 960, nonché L. BENEDETTI, *L’applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.

<sup>11</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *L’amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2019, 301; ID., *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439; ID., *Amministratori e gestione dell’impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 5 ss., ove, *ivi*, 12: “Ritenere che tutte le decisioni organizzative, in quanto doverosamente soggette al canone dell’adeguatezza, siano sottratte alla discrezionalità amministrativa significa negare l’autonomia decisionale degli amministratori ed aprire pericolosamente la strada ad una valutazione giudiziale di merito su gran parte delle scelte gestionali che l’organo amministrativo si trova ad assumere”. Ma quanto siano labili i confini lo attestano le stesse parole del compianto autore, là dove assume (*ivi*) che si possa distinguere “gli assetti organizzativi funzionali all’adempimento di un dovere specifico imposto dalla legge (è appunto il caso delle misure organizzative richieste per la rilevazione tempestiva dello stato di crisi, di quelle necessarie al fine di garantire la tutela della salute e dell’incolumità dei lavoratori o per prevenire il compimento di reati o per fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del risultato economico dell’impresa) ... dalle misure organizzative, anche relative alla prevenzione di rischi, per le quali non esiste un analogo vincolo di risultato, ma soltanto la necessità, come per qualsiasi altra scelta di gestione, che sia rispettato il dovere di diligenza. Per i primi, non si può negare che vi sia una limitazione della discrezionalità degli amministratori la cui scelta tra diversi modelli organizzativi è condizionata dal contenuto peculiare che assume la regola dell’adeguatezza in funzione dell’obbligo specifico di cui si richiede l’adempimento. Non è così per le seconde, con riguardo alle quali la scelta organizzativa potrà essere sindacata, sotto il profilo dell’adeguatezza, con gli stessi criteri con cui si valuta il rispetto dei principi di corretta amministrazione, vale a dire verificando se la stessa sia supportata da un processo decisionale diligente e razionale, senza la pretesa di sostituirsi agli amministratori nell’individuazione del modello organizzativo più idoneo o di desumere l’inadeguatezza semplicemente dalla constatazione dell’incapacità di impedire un evento dannoso”.

Nel senso che il controllo sull’adeguatezza degli assetti organizzativi si traduca, sostanzialmente, in un controllo di merito v. R. SACCHI, *Amministrazione e controllo nell’impresa azionaria dopo la riforma del 2003*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015; E. BARCELLONA, *Business*

nostro Paolo, là dove assume, con riferimento all'obbligo di adottare misure adeguate ai fini della tempestiva rilevazione del rischio di perdita della continuità aziendale, che *“le scelte organizzative – fermo restando che la responsabilità è pur sempre per colpa, non oggettiva – in materia di controlli e di assetti organizzativi sono scrutinabili alla luce di parametri di correttezza, sicuramente di complessa individuazione, da ricercarsi sulla base di valutazioni tecniche e di best practice condivise, ma non assimilabili al giudizio sulle decisioni di merito”*, e quindi escluse dal regime di insindacabilità tipico delle scelte gestorie<sup>12</sup>.

Siamo ovviamente nell'ambito delle imprese non operanti in settori specifici, per i quali si impongono obblighi speciali, quali il settore bancario, quello assicurativo o finanziario, a presidio di interessi collettivi. E siamo, tendenzialmente, nell'ambito delle imprese di medio-grandi dimensioni, ove la distinzione tra assetti organizzativi, decisioni organizzative e decisioni gestorie è più agevolmente individuabile. Ed a fronte della tendenza a riconoscere margini di discrezionalità anche nell'ambito delle attività di organizzazione, in relazione all'opinione che anche le scelte nell'istituzione di assetti organizzativi adeguati siano da ritenersi protette dallo *safe harbour* della *Business judgment rule* Paolo ci induce a distinguere tra assetti organizzativi e *“scelte di organizzazione connesse e biunivocamente collegate alle scelte di merito”*<sup>13</sup>. Egli stesso avverte che *“la distinzione tra assetti organizzativi e scelte di organizzazione può apparire non sempre agevole e di immediata evidenza”*. Ritiene tuttavia che *“l'evoluzione*

---

*judgment rule e interesse sociale nella crisi*, Milano, 2020, 54 s.: *“Soltanto l'erronea ipotesi di un autonomo dovere di istituire ‘assetti adeguati’ (quasi fosse qualcosa di diverso rispetto al principio per cui la gestione sociale deve essere ‘diligente’) – del tutto equivalente all'ipotesi (pacificamente erronea) di un autonomo ‘dovere di diligenza’ suscettibile di poter essere distinto dall'obbligo di eseguire una qualsiasi ‘obbligazione’ – può indurre a ritenere che la scelta di distribuire le funzioni aziendali in un modo piuttosto che in un altro, ovvero la scelta di attribuire certi ruoli in funzione di certe competenze sarebbero da valutarsi quali ‘scelte organizzative’ e non quali ‘scelte gestorie’ e, quindi, da assoggettare a un diverso canone deontico (sindacabilità alla stregua di legittimità in luogo di non – sindacabilità nel merito). È, invece, evidente che queste scelte, apparentemente ‘organizzative’ sol perché afferenti alla ‘organizzazione’ endo-aziendale, sono in realtà né più né meno che scelte di merito gestorio e non v'è, pertanto, proprio nessuna ragione per deviare dal comune standard di diligenza intesa come non irrazionalità”*. E cfr. anche G. DOMENICHINI, *Ruolo del collegio sindacale nelle procedure di allerta*, in A. JORIO-R. ROSAPEPE (a cura di), *La riforma delle procedure concorsuali. In ricordo di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2021, 29 ss., il quale, dopo aver giustamente ricordato che *“sia la doverosità di dotare l'impresa societaria di ‘adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili’; sia la doverosità che detti assetti siano finalizzati, tra l'altro, al monitoraggio della capacità dell'impresa di proseguire l'attività nel futuro; sia, infine, la doverosità di reagire a eventuali incertezze quanto a detta capacità (crisi): tutto ciò era già da tempo direttamente o interpretativamente prescritto dalla legge o desumibile dal sistema e dalla best practice e posto a carico dell'organo di gestione e, sul versante del controllo, del collegio sindacale”*, e che tutto ciò trovi ora *“espressione sintetica, ma esplicita”* nel secondo comma dell'art. 2086 c.c., nel chiedersi *“se, nell'ottemperanza dell'art. 2086, vi sia spazio per l'operare della business judgment rule”*, assume che *“in ogni caso, di fronte al ‘fallimento’ dell'assetto per la rilevazione della crisi o dello strumento adottato per il suo superamento, la responsabilità per i pregiudizi che ne derivino potrà imputarsi ai gestori solo ove il procedimento decisorio si palesi disinformato, scorretto, irragionevole”*, e che pertanto le regole della business judgment rule debbano trovare applicazione anche nella valutazione delle eventuali responsabilità in tema di violazione dell'obbligo di adozione di adeguati assetti organizzativi e di tempestiva rilevazione dei sintomi della crisi e dell'adozione di adeguate iniziative per il suo superamento”... La scelta organizzativa rimane quindi pur sempre una scelta afferente al merito gestorio, per la quale vale il criterio dell'insindacabilità.

<sup>12</sup> P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale*, cit., 76.

<sup>13</sup> P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, 1, 22 ss.

dell'impresa, l'affinamento delle scienze aziendalistiche, l'imponente produzione di linee guida, unite ad un'equilibrata *art of distinguishing* può condurre ad un'applicazione efficace delle due categorie concettuali: gli assetti organizzativi sindacabili in caso di violazione dei principi di correttezza, le scelte di organizzazione dell'impresa connesse alle opzioni di mercato sindacabili soltanto in caso di manifesta irrazionalità", tenendo sempre presente che "l'adeguatezza dell'assetto deve essere parametrata alla 'natura' e alle 'dimensioni dell'impresa'", e ovviamente con valutazioni *ex ante* e non *ex post*<sup>14</sup>. In altri termini, se ben comprendo l'insegnamento di Paolo, un conto sono le scelte imprenditoriali che hanno come loro imprescindibile riflesso decisioni sull'organizzazione dell'impresa e magari della struttura dello stesso soggetto collettivo, altra è la rappresentazione degli assetti organizzativi e contabili atti a descrivere, se è consentito dire, "l'essenza dell'impresa societaria", che è materia rientrante nel dovere di correttezza, "cioè del dovere di appropriata istruttoria, valutazione e predisposizione organizzativa"<sup>15</sup>.

3. *Assetti organizzativi, crisi dell'impresa e responsabilità*. – Le precisazioni di Paolo sono convincenti, ma al postutto sono anche portato a condividere l'osservazione che il tema dell'applicabilità della Business judgment rule alle scelte organizzative sembra aver appassionato "forse anche in misura troppo ampia" i cultori della materia giuscommercialistica<sup>16</sup>. E non riesco ad iscrivermi decisamente nell'uno o nell'altro campo, anche perché, come non a torto osservato, "la distinzione sopra ricordata, astrattamente lineare, è in pratica molto meno precisa di quanto non possa sembrare"<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> P. MONTALENTI, *ivi*, 24.

<sup>15</sup> P. MONTALENTI, *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevanza della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: Nuovo codice e nuova cultura*, a cura di P. MONTALENTI-M. NOTARI, Atti del Convegno di Courmayeur, 20-21 settembre 2019, Milano, 2021, 25, ove questa distinzione: "Le scelte di organizzazione – produzione di prodotti di nicchia o di largo consumo; mercato locale o internazionale; produzione con catena di montaggio o con isole di produzione e così via – sono scelte di merito strettamente connesse alle opzioni di mercato, coperte dunque dalla *business judgment rule*. Gli assetti organizzativi consistono invece nelle procedure di efficiente funzionamento aziendale, di gestione amministrativa in senso stretto, di processi contabili, di sistemi informatici che non sono affidati alla discrezionale libertà d'impresa ma devono, appunto, raggiungere la soglia dell'adeguatezza, cioè all'appropriatezza tra mezzo e fini: appunto, il principio di correttezza". E cfr. anche M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 5 ss., il quale ritiene non appropriato "richiamare indistintamente, in ordine alle scelte organizzative, la *business judgment rule*, se intesa come riconoscimento di un amplissimo spazio di discrezionalità e di sostanziale insindacabilità delle decisioni degli amministratori. È vero che anche la discrezionalità tecnica in materia di organizzazione comporta, per solito, possibilità di scelta fra soluzioni diverse e variamente opinabili, e che il sindacato giudiziario delle stesse può ammettersi solo in caso di errore tecnico evidente, ma in ogni caso si tratterà di un sindacato più incisivo rispetto a quello, limitato ad ipotesi scolastiche, che potrà esercitarsi sulla scelta delle strategie e delle tattiche di mercato".

<sup>16</sup> M. IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e business judgment rule*, in *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, cit., 81.

<sup>17</sup> V. DI CATALDO, *Dimensioni minime per il dovere di creare assetti e valutazione della diligenza nella loro creazione*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 573: "In realtà, la creazione di assetti, oltre che atto di organizzazione, è anche un atto dell'organizzazione, visto che essa compete agli amministratori, cioè a coloro che costruiscono e manovrano l'organizzazione, in quanto mira essenzialmente e direttamente alla creazione di valore per l'impresa".

Qualche riflessione mi sento piuttosto di svolgere sulle ricadute che, sul terreno delle responsabilità, possono derivare dalla violazione delle prescrizioni sugli assetti organizzativi e sulla tempestiva percezione degli elementi di crisi.

Nella società di capitali *in bonis* può accadere che venga disatteso il classico schema che attribuisce i noti distinti ruoli all'amministratore delegato, al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale (il primo predispone gli assetti organizzativi, il secondo li approva, il terzo controlla). Può quindi verificarsi che sussistano gli estremi per la denuncia di gravi irregolarità ai sensi dell'art. 2409 cod. civ. con riferimento alla grave carenza di adeguati assetti. Ma la casistica è al riguardo pressoché inesistente: la carenza di adeguati assetti si accompagna, nelle rare pronunce edite, all'esistenza di ulteriori gravi irregolarità, di per sé sufficienti per consentire l'intervento del giudice<sup>18</sup>. Addirittura inesistente è il ricorso al giudice in casi nei quali si possa assumere la violazione da parte degli amministratori del dovere di intervento in presenza di segnali negativi provenienti dalla *twilight zone*: si tratta di situazioni nelle quali il ruolo dei controllori della società si limita alla segnalazione agli amministratori, qualora siano state percepite, situazioni di criticità, in un confronto dialettico che trova composizione nei rapporti endo-societari. E sino ad ora molto raro sono state le denunce del collegio sindacale in relazione sia alla carenza di adeguati assetti sia all'esistenza di situazioni di crisi non ancora tradottesi in insolvenza. Il nuovo CCII intende proprio introdurre una nuova percezione del proprio ruolo (e quindi dei propri doveri) in capo ai controllori della società, ma è ancora totalmente indimostrato se le nuove norme, una volta entrate in vigore, produrranno gli effetti auspicati.

---

L'A. formula qualche esempio volto a dimostrare come "non sia facile proporre credibilmente criteri appropriati di valutazione degli atti di creazione e modifica degli assetti diversi da quello proprio della business judgement rule".

<sup>18</sup> V. Trib. Milano, sez. spec. materia d'impresa, 18 ottobre 2019, in *Giur. it.*, 2020, 363 ss., con nt. di O. CAGNASSO, *Denuncia di gravi irregolarità: una primissima pronuncia sul nuovo art. 2086 c., e v.*, al riguardo, le riflessioni di P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa*, cit., 26 ss. È drastico, ma coglie a mio avviso nel segno, E. BARCELLONA, *op. cit.*, 99, allorché constata che, a differenza del "vecchio" legislatore fallimentare (quello del '42), che "non si preoccupava tanto di istituire *astrattamente* 'doveri' (un dovere di chiedere il fallimento in proprio *tout court* non c'era allora – e non c'è ancora oggi), quanto piuttosto di disporre *concretamente* precise sanzioni penali (e, implicitamente, civili) a partire da fattispecie ben adeguatamente perimetrare (aggravio del dissesto in regime di mancata attivazione del fallimento in proprio; il 'nuovo' legislatore della riforma preferisce, invece, declamare le 'nuove' finalità degli assetti organizzativi (declamazione, come visto, ineffettuale e cioè priva di un'autonomia, non *aliunde* desumibile, *vis normativa*) ovvero il 'nuovo' 'dovere di reazione alla crisi'. Ma poi a questo 'dire' – ed è questo l'aspetto decisivo ai nostri fini – non corrisponde affatto un 'fare' coerentemente conseguente e cioè la prescrizione di una disciplina di precisi *effetti giuridici* coerenti con la premessa". Di qui la conclusione decisamente negativa (p. 144): "il legislatore della riforma concorsuale aveva tutte le intenzioni, nel dettare l'art. 2086, comma 2°, cod. civ., di inaugurare una 'nuova era' del diritto dell'impresa: la norma è stata salutata come un nuovo punto di sutura fra 'diritto societario' e 'diritto dell'insolvenza', come la formalizzazione in termini di diritto positivo del tanto decantato 'diritto della crisi'. A ben vedere queste intenzioni non si sono tradotte in corrispondenti prescrizioni normative. I sostenitori di questo presunto 'nuovo' 'diritto della crisi' sembra che abbiano peccato – almeno *in subiecta materia* – di 'intempestività nella rilevazione di una novità normativa' ... che di fatto ancora non c'è. Il tanto acclamato 'nuovo' 'diritto della crisi' è, in fin dei conti – lo si è visto nel corso di questo studio –, un diritto che 'declama' (= enuncia principi ineffettuali) in luogo di 'disporre' (= dettare una disciplina realmente modificativa dello *status quo*). E, quindi, in fin dei conti, un diritto che innova assai meno di quanto esso avrebbe voluto. E, tutto sommato, è meglio così". L'A. non sembra peraltro valutare adeguatamente la rilevanza delle disposizioni sulla procedura di allerta contenute nel prossimo CCII.



Il quadro si tinge di colori ancora più sfumati (il pensiero corre alle meravigliose ninfee di Monnet!) se si guarda alla realtà delle imprese piccole o medio-piccole, che costituiscono larga parte della realtà imprenditoriale del nostro Paese, dove il rapporto tra l'imprenditore, o l'amministratore che è di frequente il fondatore dell'impresa o il suo erede, e i o il controllore, nominato dal dominus della società, è talmente stretto e consolidato da rendere difficile concepire una condizione di alterità e di severa contrapposizione tra controllato e controllore, sufficiente per indurre quest'ultimo ad avvertire uno stato di crisi (e non merita neppure parlare della pre-crisi) di intensità tale da spingerlo ad imporre al primo un drastico cambiamento di rotta. La Direttiva *Insolvency* prevede (art. 3) che tra gli strumenti di allerta precoce siano inclusi "servizi di consulenza forniti da organizzazioni pubbliche o private" (e quindi esterni alla sfera endo-societaria) ma sino ad ora nulla ha previsto il nostro ordinamento al riguardo, salvo che si ritenga di assumere, erroneamente, che un "servizio di consulenza" possa essere individuato nella complessa ed estraniante procedura dell'OCRI.

Occorre quindi riconoscere che non soltanto questi interventi non avranno possibilità concreta di manifestarsi nella cosiddetta *twilight zone*, ma che opereranno normalmente in situazioni nelle quali i ritardi negli adempimenti e i veri e propri inadempimenti degli amministratori avranno ormai assunto consistenza e ampiezza tali da significare l'esistenza non già di una crisi intesa quale condizione di probabile insolvenza, bensì di vera e propria insolvenza, in presenza della quale, come ho già altrove scritto<sup>19</sup>, dovrebbe essere ancora possibile accedere alla composizione assistita dell'OCRI se la crisi o l'insolvenza siano ritenute gestibili nel breve arco temporale previsto dal CCII ovvero con l'accesso agli altri strumenti giudiziali o stragiudiziali previsti dalla nuova ineunte disciplina (ivi compreso il piano assistito, se integrato da un'indispensabile protezione giudiziale nei confronti delle iniziative aggressive dei creditori).

Se questi strumenti volti ad evitare il fallimento, e in futuro la liquidazione giudiziale, non saranno stati possibili interverrà la liquidazione giudiziale e potrà trovare applicazione il nuovo art. 378 CCII, con una disposizione destinata ad avere un impatto dirimente sulla problematica degli assetti organizzativi e sulle responsabilità relative. E vediamo subito perché.

Come è noto, il nuovo art. 2486 cod. civ. prevede che con il verificarsi della causa di scioglimento gli amministratori debbano gestire la società ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale. Venendo meno a quest'obbligo essi incorrono in responsabilità verso la società, i soci, i creditori sociali e i terzi.

Purtroppo, e almeno sino ad ora, la richiesta di fallimento o di accesso ad una, poi rivelatasi tardiva, procedura giudiziale di composizione della crisi o dell'insolvenza interviene a distanza di anni dal momento in cui l'iniziativa sarebbe dovuta intervenire: i gestori (e i controllori) dell'impresa sociale incorrono in responsabilità per non aver "fermato le macchine" a tempo debito. Responsabilità non tanto verso la società né verso i soci, perché normalmente, quand'anche l'accesso alla procedura liquidatoria fosse derivato da una richiesta tempestiva, la liquidazione fallimentare non avrebbe lasciato alla società, e quindi ai soci, alcunché una volta soddisfatti, e di solito solo parzialmente, i creditori sociali, bensì proprio verso questi ultimi. Ed è proprio nei con-

---

<sup>19</sup> Mi sia consentito inviare ancora al mio *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, cit., 283 ss.

fronti di costoro che soccorre il comma aggiunto all'art. 2486 cod. civ. da parte dell'art. 378 CCII, con lo stabilire che, una volta accertata la responsabilità degli amministratori per aver colpevolmente proseguito la gestione nella consapevolezza dell'intervenuta causa di scioglimento, "il danno patrimoniale si presume pari alla differenza tra il patrimonio netto alla data (...) di apertura di una procedura concorsuale e il patrimonio netto alla data in cui si è verificata una causa di scioglimento di cui all'art. 2484, detratte...". La rigida ed inequivocabile applicazione della teoria della comparazione tra i netti patrimoniali è destinata a semplificare i problemi dimostrativi della quantificazione del danno risarcibile e a comportare l'indicazione di importi normalmente rilevanti, stante il decorso di un tempo di solito assai lungo nel quale la gestione, invece di essere meramente conservativa, è proseguita nel tentativo, rivelatosi vano, di superare difficoltà insuperabili. Il sistema è netto: la perdita del capitale sociale rende irrilevante ogni eventuale distinzione tra crisi e insolvenza e rende superflua qualsiasi disquisizione tra i concetti di crisi e di insolvenza, imponendo agli amministratori un preciso comportamento: conservare il residuo patrimonio nell'interesse dei creditori<sup>20</sup>.

Ora, è evidente che di fronte alla strada maestra di un'azione di responsabilità ai sensi dell'art. 2476 cod. civ., integrato dall'art. 378 CCII, fondata sulla violazione del comportamento dovuto ai sensi dell'art. 2486 cod. civ. e, per quanto attiene alla quantificazione del danno, impostata in via presuntiva sulla differenza tra i netti patrimoniali debba apparire ad un curatore fallimentare (perché l'azione promossa da un fallimento rappresenta ora e continuerà a rappresentare in futuro l'ipotesi di gran lunga più frequente) ultroneo cercare di dimostrare che gli amministratori non abbiano curato gli assetti organizzativi e che già nella situazione di crisi, intesa come probabilità di prossima insolvenza, essi non abbiano curato adeguatamente, se non prioritariamente, l'interesse dei creditori per inferirne l'esistenza di ulteriore danno e di ulteriore responsabilità. Tuttalpiù la (evidente) carenza nella cura degli assetti costituirà ulteriore prova del colpevole comportamento degli amministratori nel non aver percepito tempestivamente l'intervenuta causa di scioglimento e potrà essere fatta valere nei confronti degli amministratori privi di deleghe, normalmente in ritardo rispetto agli amministratori delegati nel percepire l'intervenuta perdita del capitale sociale, ma colpevoli nel non aver prestato sufficiente attenzione alle carenze di adeguati assetti.

Potremmo allora concludere con un "*so much ado about nothing*" in queste note minime su un tema che ha occupato e continua ad interessare tanti autorevoli colleghi, e tra questi, in primo piano, il nostro Paolo? Certamente no; il tema dell'applicazione della *BJR* alla cura degli assetti organizzativi merita grande attenzione, e forse ci si può limitare a prevedere che esso non sia destinato ad assumere un peso significativo nelle aule di giustizia nella gran parte dei giudizi di responsabilità. Nella vita dell'impresa sociale, e con riferimento alla crisi, si possono quindi individuare tre periodi. Il primo periodo è quello che va sotto il nome fortemente espressivo di *twilight zone*, nella quale si avvertono segni di malessere dalle origini ancora non ben definite, il secondo periodo è quello nel quale la crisi si manifesta con significativi ritardi negli adempimenti ed

---

<sup>20</sup> *Ex aliis*, P. MONTALENTI, *Doveri degli amministratori*, cit., 285 ss.; nonché le recenti monografie di F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 71 ss.; A. LUCIANO, *La gestione della s.p.a nella crisi preconcorsuale*, Milano, 2026, 33 ss.; M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017.

emerge la probabilità di una prossima impossibilità a far fronte alle obbligazioni; il terzo periodo nel quale il capitale è perduto e gli organi sociali sono tenuti a conservare il patrimonio residuo nell'interesse dei creditori. Quale spazio è riservato in ognuno di questi periodi alla *BJR*?

In un recente ed interessante saggio si è sostenuto che, mentre il comportamento dei gestori della società nell'ambito di una situazione di crisi e sino a quando esiste ancora il capitale va giudicato con l'applicazione dei criteri che costituiscono il fondamento della *BJR*, una volta che sia sopravvenuta l'insolvenza o che il capitale risulti perduto il comportamento dei gestori e dei controllori della società sia obbligato, e quindi sottratto alla *BJR*<sup>21</sup>. Ma a voler essere "più realisti del re" si sarebbe portati a rilevare che anche in queste circostanze residuerebbe un'ampia gamma di opportunità per gli organi sociali nel tentare di porre rimedio all'intervenuta insolvenza e che occorrerebbe tener conto della modifica dell'art. 2486 cod. civ., il quale prescrive ora che, una volta verificatasi la causa di scioglimento, gli amministratori – come d'altronde ricorda lo stesso A. – non debbano più astenersi dal compiere nuove operazioni, ma conservino il potere di gestire la società, seppure al limitato fine della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale. Questo potere – dovere di gestione può implicare, seppur nel breve spazio intercorrente tra la percezione dell'intervenuta causa di scioglimento e la nomina dei liquidatori o la richiesta di accesso ad una procedura giudiziale, atti di gestione rivolti anche alla finalità di risolleverare la società, e quindi valutabili sulla base di un giudizio di compatibilità con la situazione complessiva della società e con le residue opportunità di superare la crisi. Allorché, quindi, il curatore invochi l'applicazione del secondo comma dell'art. 2486 cod. civ., assumendo che il danno sia calcolabile con la formula della differenza tra i netti patrimoniali, occorre che sussista, prioritariamente la responsabilità degli amministratori per i tentativi compiuti al fine di superare la crisi, e rivelatisi poi senza successo. Se questi tentativi si rivelassero, con una valutazione *ex ante*, ragionevoli, dovrebbe escludersi una responsabilità per l'aggravamento del dissesto derivante da tali tentativi, ovvero dall'adempimento di obbligazioni precedentemente assunte<sup>22</sup>. Si tratta, mi pare, di un profilo meritevole di approfondimento, ma sul quale è peraltro bene non inoltrarsi in questa sede.

<sup>21</sup> E. BARCELLONA, *op. cit.*, 98 ss., 135 ss.

<sup>22</sup> "La norma in esame, invece, prevedendo il criterio presuntivo del differenziale dei patrimoni netti, ribalta completamente questi principi, esonerando chi agisce in giudizio (di solito il curatore o il futuro liquidatore giudiziale) dal fornire la prova del danno e del nesso eziologico, anche quando sarebbe accertabile sulla base dei dati contabili e della ricostruzione degli esiti economici dei fatti in questione. Inoltre trascura completamente il fatto che l'art. 2486, comma 1°, non vieta la continuazione della gestione, ma ne impone il carattere conservativo e la compatibilità con la finalità liquidatoria. Non si può escludere, infatti, che anche dopo il verificarsi della causa di scioglimento siano state poste in essere operazioni (quali, ad esempio, l'esecuzione di forniture, l'ultimazione di commesse, la cessione di cespiti, la definizione di contenziosi o di rapporti con il personale) che, se anche hanno prodotto delle perdite, devono ritenersi legittime in quanto tali perdite non siano superiori a quelle che si sarebbero comunque prodotte nel corso di una tempestiva liquidazione. Non si vede, pertanto, per quali ragioni, in assenza di specifici motivi che ne giustifichino l'utilizzo in via equitativa in ragione dell'oggettiva e motivata difficoltà a ricostruire il risultato economico dei singoli atti di gestione, si debba adottare un criterio presuntivo che non soltanto esonera l'attore dalla prova dell'entità del danno e del relativo nesso di causalità, ma rischia di incidere anche sull'accertamento dell'inadempimento, non potendosi ritenere inadempiente l'amministratore per quegli atti di gestione che risultano compatibili con la finalità liquidatoria" (V. CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell'impresa*, cit., 20).





DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

***GOVERNANCE E MERCATI***  
**STUDI IN ONORE DI**  
**PAOLO MONTALENTI**

*Tomo II*

*a cura di*

**Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana**



**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

# DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO  
PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G. MARASÀ

---

*Sezione Raccolte di Studi – 20/II*





*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI



*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI

*Tomo II*

*a cura di*

Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2022 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO 21 - TEL.: 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-2380-9 (*Tre Tomi indivisibili*)

ISBN/EAN 978-88-921-7333-0 (ebook - pdf)

*Composizione:* Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

# L'AUTOVALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE TRA *SOFT LAW*, PRESCRIZIONI REGOLAMENTARI, ASPIRAZIONI E LIMITI INTRINSECI

di *Maurizio Irrera*

SOMMARIO: 1. Il ruolo del consiglio di amministrazione e l'autovalutazione. Una breve premessa. – 2. Le previsioni contenute nel Codice di Autodisciplina (oggi: di *Corporate Governance*). – 3. La disciplina della *self-evaluation* nelle Disposizioni di vigilanza per le banche. – 4. La disciplina riguardante le imprese assicurative. – 5. La diffusione della *board evaluation* e le modalità di conduzione della medesima. – 6. Gli esiti della *board evaluation* sul piano più strettamente giuridico. – 7. L'autovalutazione ed il rinnovo del consiglio di amministrazione. Osservazioni conclusive.

1. *Il ruolo del consiglio di amministrazione e l'autovalutazione. Una breve premessa.* – Il ruolo centrale giocato dal consiglio di amministrazione nella *corporate governance* della società per azioni è ormai un approdo pacifico che non necessita di particolari prove<sup>1</sup>; il consiglio di amministrazione ha sostanzialmente tre funzioni: quella di

---

<sup>1</sup> Del tema, come è noto, si è ampiamente e proficuamente occupato l'Onorato che vi ha dedicato numerosi e innovativi contributi. Tra i tanti si possono segnalare: P. MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 422 ss.; ID., *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803; ID., *Art. 2381, Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegate*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, vol. I, Bologna, 2004, *passim*; ID., *Le nuove regole di governance delle società per azioni: il punto di vista del giurista*, in AA.VV., *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, a cura di N. ABRIANI, T. ONESTI, Milano, 2004, 45 ss.; ID., *Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. RESCIGNO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Milano, 2004, 59 ss.; ID., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Soc.*, 2005, 294 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in AA.VV.,  *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Atti del Convegno di Courmayeur, Milano, 2005, 121 ss., nonché in *Giur. comm.*, 2005, I, 435 ss.; ID., *La società quotata*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. IV, 2, Padova, 2004, 195 ss.

Sul ruolo svolto dal consiglio di amministrazione all'interno della moderna società per azioni si vedano anche, per tutti: P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE vol. II, Torino, 2006, 491 ss.; N. ABRIANI, *Art. 2380 bis*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, cit., *passim*; S. AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 308 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004; nonché ID., *L'amministrazione delle s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 700 ss.; ID., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013; O. CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Soc.*, 2003, 801 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 535 ss.; A. DE NICOLA, *Artt. 2380 bis-2381*, in AA.VV., *Amministratori (artt. 2380-2396 c.c.)*, a cura di F. GHEZZI, in AA.VV., *Commentario alla riforma*

alta amministrazione, tramite la definizione delle strategie della società e dell'eventuale gruppo ad essa facente capo, nonché dell'assetto complessivo del governo societario, quella di gestione diretta dell'impresa e di concretizzazione delle strategie affidata agli organi delegati da parte del consiglio e infine la funzione di controllo (il cosiddetto *duty to monitor*), posta in essere tramite la verifica nel continuo dell'attuazione delle strategie e delle direttive impartite dal consiglio agli organi delegati.

È dunque naturale che particolare e peculiare attenzione sia rivolto all'organo collegiale di amministrazione, definito da Banca d'Italia<sup>2</sup> come l'organo con funzioni di supervisione strategica, con riguardo – tra l'altro – alla sua efficace dimensione e composizione ed al suo concreto funzionamento.

In questo contesto è assolutamente fisiologico che i sistemi di qualità<sup>3</sup> ovvero del *total quality management* (TQM) si rivolgano anche all'organo di vertice della società per azioni; l'approccio – com'è noto – è quello di favorire i processi di miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dei processi aziendali quali elementi di successo della competitività nel lungo termine, nella cosiddetta generazione di valore e nell'orientamento – oggi – verso un successo sostenibile.

Fino agli anni '80 del secolo scorso, quando si discorreva di valutazioni di qualità delle organizzazioni, si faceva riferimento ad attività valutative effettuate da enti, organizzazioni e soggetti esterni all'organizzazione stessa.

---

delle società, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, 2005, 79 ss.; C. MALBERTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, *Art. 2380*, *ivi*, 3 ss.; P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in AA.VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Atti del Convegno di studi di Padova-Abano Terme, 5-7 giugno 2003, a cura di G. CIAN, Padova, 2004, 469 ss.; P. MORANDI, *Artt. 2380 bis-2381*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al d.lg. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, vol. I, Padova, 2005, 650 ss.; G. MINERVINI, *Art. 2380*, in AA.VV., *La riforma delle società. Società per azioni. Società in accomandita per azioni (artt. 2325-2422 cod. civ.)*, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, 2003, 388 ss.; G.D. MOSCO, *Artt. 2380 ss.*, in AA.VV., *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 579 ss.; V. SALAFIA, *Gli organi delegati nell'amministrazione della s.p.a.*, in *Soc.*, 2004, 1325 ss.; *Id.*, *Amministrazione e controllo: le modifiche statutarie conseguenti alla riforma societaria*, *ivi*, 137; AA.VV., *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. SCOGNAMIGLIO, Milano, 2003; F. VASSALLI, *Alcuni aspetti dell'amministrazione delle s.p.a. nella riforma del diritto societario*, in *Dir. fall.*, 2004, I, 484 ss.

<sup>2</sup> Così la Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 (*Disposizioni di vigilanza per le banche*) di Banca d'Italia, art. 3.

<sup>3</sup> Sui sistemi di qualità cfr. per tutti: J.J. DAHLGAARD, G.K. KHANJI, K. KRISTENSEN, *Fundamentals of Total Quality Management*, Londra, 2002, *passim*; A. FEIGENBAUM, *Total Quality Control*, New York, 1961, *passim*; M. GARCÍA-FERNÁNDEZ, E. CLAVER-CORTÉS, J.J. TARÍ, *Relationships between quality management, innovation and performance: A literature systematic review*, in *European Research on Management and Business Economics*, 28, 1, 2022, 21 ss.; H. KAYNAK, *The relationship between total quality management practices and their effects on firm performance*, in *Journal of Operations Management*, 21, 4, luglio 2003, 405 ss.; A. KASHIF, K.J. SATIRENJIT, *Soft and hard TQM practices: future research agenda for industry 4.0*, *Total Quality Management & Business Excellence*, 2021, 1 ss.; T. KRIEMADIS, I. THOMOPOULOU, G. SAINIS, *Supporting Entrepreneurship Success through the Implementation of a Total Quality Management Model for Small and Medium-sized Enterprises*, *Entrepreneurship, Institutional Framework and Support Mechanisms in the EU*, 2021, 101 ss.; J. PERDOMO ORTIZ, J. GONZÁLEZ BENITO, J. GALENDE, *Total quality management as a forerunner of business innovation capability*, in *Technovation*, 26, 10, 2006, 1170 ss.; T.C. POWELL, *Total quality management as competitive advantage: A review and empirical study*, in *Strategic management journal*, 16, 1, 1995, 15 ss. In dottrina italiana, si vedano: A.L. FAZZARI, *Sistemi di gestione per la qualità*, Torino, 2012, *passim*; A. GALGANO, *Qualità totale. Il metodo scientifico nella gestione aziendale*, Milano, 2008, *passim*; C. GALGANO, S. GAINOTTI, *Il Movimento della Qualità in Italia*, Milano, 2014; D. GRISOT, *La gestione della qualità. Capire e applicare la norma ISO 9001*, Milano, 2011, *passim*.

Con l'avvento del modello TQM, il *Malcolm Baldrige* negli Stati Uniti e l'EFQM (*European Foundation for Quality Management*) in Europa, si è andato affermando un nuovo tipo di valutazioni, eseguite o comunque guidate direttamente dall'organizzazione al suo interno, orientate ai fini di conoscenza della propria situazione e di miglioramento; esse hanno assunto il nome di autovalutazione o autodiagnosi (oppure, impiegando il termine inglese, di *self-assessment*).

Lo scopo principale dell'autovalutazione è dunque quello di mantenere il soggetto in grado, nel tempo, di individuare e attuare i miglioramenti della propria *performance* che sono necessari affinché esso resti adeguato rispetto alle proprie finalità.

In questo *humus* debbono collocarsi le crescenti prescrizioni di *soft law* in tema di autovalutazione del consiglio di amministrazione<sup>4</sup> che saranno esaminate nei paragrafi successivi.

2. *Le previsioni contenute nel Codice di Autodisciplina (oggi: di Corporate Governance)*. – 2.1. La *board evaluation* fa ingresso nel mondo delle imprese italiane con il primo Codice di Autodisciplina del 1999<sup>5</sup>. In tale testo, l'unico riferimento al tema dell'autovalutazione è contenuto al punto 5.1 del *Rapporto*, dedicato al consiglio di amministrazione, laddove si precisa che “la rilevanza delle responsabilità e dei compiti degli amministratori ha indotto il Comitato a richiedere agli stessi di compiere una consapevole autovalutazione della loro capacità di prestare una sufficiente attenzione all'incarico”. Si precisa, poi, “il Comitato stesso non ha invece ritenuto opportuno indicare elementi quantitativi in termini di numero di incarichi e di durata della permanenza della carica”.

Gli obiettivi dell'autovalutazione erano dunque inizialmente molto circoscritti; si trattava unicamente di compiere un'analisi riguardante la disponibilità di tempo da dedicare all'incarico, con la precisazione che non si intendeva stabilire rigidi elementi di ordine quantitativo riguardanti la numerosità degli incarichi.

È noto che in quegli anni era già viva la discussione relativa al cumulo degli incarichi per i componenti del collegio sindacale, dibattito che avrebbe dato origine nel 2007 al noto allegato *5bis* al Regolamento Emittenti Consob<sup>6</sup> contenente, appunto, un rigido

---

<sup>4</sup>Un interessante accenno all'esigenza per il consiglio di amministrazione di procedere ad un'(auto)valutazione lo si deve a P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. IRRERA, Bologna, 2016, 3 ss. ed *ivi* a 14.

La dottrina giuridica ha dedicato solo alcuni cenni all'autovalutazione del *board*: M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416 ss. ed *ivi* 425 ss.; G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss. ed *ivi* 140; F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 576 ss. ed *ivi*, 592.

<sup>5</sup>Emanato dal Comitato per la *Corporate Governance* delle società quotate; nei primi anni il Codice veniva indicato anche come Codice Preda, dal nome del coordinatore del Comitato. Il documento, all'epoca era formato da un *Rapporto* e da un *Articolato con Commenti*. A commento, M. DE MARI, *Il Codice di autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 147; P. SCHLESINGER, *Il Codice di Autodisciplina per le società quotate*, in *Corr. giur.*, 1999, 1456; L. DE ANGE-LIS, *La Borsa, gli affari e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2000, 465 ss.

<sup>6</sup>Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni, da ultimo aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 22423 del 28.7.2022, reperibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

calcolo, con specifici pesi assegnati alle varie società nelle quali i sindaci ricoprono incarichi di amministrazione o controllo, ed un tetto massimo.

Il Comitato intendeva, in altri termini, prendere le distanze da tale (futura) scelta del Regolatore<sup>7</sup>: non si può non distinguere, infatti, i sindaci, che svolgono attività di vigilanza e che sono – in qualche modo – intercambiabili dagli amministratori, ovvero dai gestori dell'impresa, per i quali imporre un tetto al cumulo degli incarichi sarebbe apparso in netto conflitto con la libertà d'impresa, seppure si trattasse di emittenti con titoli quotati.

Meno comprensibile era il riferimento contenuto nel *Rapporto*, alla “durata della permanenza nella carica” che nessun legame aveva ed ha con la capacità di prestare un'attenzione adeguata all'incarico, quanto – piuttosto – con il requisito dell'indipendenza, rappresentando un elemento rilevatore del venir meno – appunto – dell'indipendenza<sup>8</sup>.

La successiva edizione del Codice di Autodisciplina del 2002<sup>9</sup> non conteneva alcuna novità rispetto al tema in esame.

2.2. Nella versione del 2006, viceversa, il tema della *board evaluation* viene ripreso, ampliato e diversamente collocato<sup>10</sup>. L'art. 1, c. 1, lett. g) del Codice prevede che il consiglio di amministrazione effettui “almeno una volta l'anno una valutazione sulla

---

<sup>7</sup> Anche se nella successiva versione del 2006 il Codice di Autodisciplina, all'art. 1.C.3, affidava al singolo emittente (*rectius*: al consiglio di amministrazione di ogni emittente) il compito di esprimere il proprio orientamento “in merito al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco nella società di cui al paragrafo precedente [ovvero in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni] che possa essere considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore dell'emittente”. Il Codice proseguiva invitando il consiglio di amministrazione ad individuare, a tal fine, “criteri generali differenziati in ragione dell'impegno connesso a ciascun ruolo (di consigliere esecutivo, non esecutivo o indipendente), anche in relazione alla natura e alle dimensioni delle società in cui gli incarichi sono ricoperti nonché alla loro eventuale appartenenza al gruppo dell'emittente; può altresì tenersi conto della partecipazione dei consiglieri ai comitati costituiti all'interno del consiglio”. È di tutta evidenza l'influsso che la regolamentazione Consob del 2007 (v. *supra*, nota 6), già in via di “costruzione” nel 2006, ha avuto sulle scelte del Comitato.

<sup>8</sup> Cfr., in tal senso, la *Raccomandazione* n. 7, lett. e) del vigente Codice di *Corporate Governance* secondo cui la permanenza nella carica di amministratore della società per più di nove esercizi, anche non consecutivi, negli ultimi dodici esercizi può compromettere il requisito l'indipendenza di un amministratore.

Inoltre, si tenga in considerazione che la *Raccomandazione* della Commissione sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza, 2005/162/CE (art. 9.2) auspicava che la nomina degli amministratori non esecutivi fosse effettuata per periodi specifici, al fine di assicurare una riconferma dell'amministratore a consolidamento dell'esperienza maturata nel ruolo. Nel senso che la durata dell'incarico rappresenti un fattore centrale nel sistema dell'indipendenza dell'amministratore e per lo svolgimento del controllo, si veda: D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 471.

<sup>9</sup> M. DE MARI, *Corporate governance e nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 543.

<sup>10</sup> Con la versione del 2006, però, la struttura del Codice di Autodisciplina cambia: vi è soltanto un articolo suddiviso in *Principi e Criteri Applicativi* (entrambi con numerazione progressiva e contraddistinti, i primi, dalla lett. P e, i secondi, dalla lett. C), seguiti da un *Commento*. In argomento, M. STELLA RICHTER JR, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 419 ss. [anche in AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2008, 95 ss.]; G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 56.



dimensione, sulla composizione e sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati, eventualmente esprimendo orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna”.

Le scelte del Codice sono fortemente debitorie della nota e rilevante Raccomandazione della Commissione Europea 15 febbraio 2005<sup>11</sup> che al punto 8, significativamente intitolato “*Valutazione del consiglio d’amministrazione o di sorveglianza*”, stabilisce che “annualmente il consiglio di amministrazione o di sorveglianza dovrebbe svolgere una valutazione del suo operato. Si dovrebbe procedere a una valutazione della sua composizione, organizzazione e funzionamento come gruppo, nonché giudicare la competenza e l’efficienza di ciascun membro del consiglio e dei comitati da esso costituiti. Si dovrebbero infine valutare l’operato del consiglio rispetto agli eventuali obiettivi fissati”.

I due testi sono per larga parte sovrapponibili: si introduce una cadenza annuale della *self-evaluation* e si individuano in modo più preciso i contenuti del processo di autovalutazione che hanno ad oggetto – secondo il Codice – la dimensione, la composizione ed il funzionamento sia del consiglio, sia dei comitati.

La Raccomandazione appare più ricca, per certi versi, richiedendo che il processo riguardi anche l’organizzazione del consiglio e che occorra emergere un giudizio riguardante la competenza e l’efficienza di ciascun componente dell’organo amministrativo e del consiglio nel suo complesso rispetto agli obiettivi di *performance* eventualmente determinati.

Il Codice di Autodisciplina, invece, chiede al consiglio di esprimere i propri orientamenti sulle figure professionali la cui presenza nell’organo collegiale sia ritenuto essenziale<sup>12</sup>: è palese l’emergere di un giudizio sull’ottimale composizione quali-quantitativa del consiglio di amministrazione che verrà introdotto da Banca d’Italia.

Vi è poi da sottolineare che i suggerimenti del consiglio di amministrazione sulla propria ottimale composizione possono avere un peso ed un senso in rapporto con l’assemblea chiamata – di regola, ogni tre anni – a rinnovare il consiglio e non tutti gli anni, ipotesi nella quale l’assemblea dei soci non può interferire sulla composizione del consiglio, se non attraverso impensabili decisioni di revoca degli amministratori.

2.3. La successiva versione del Codice di Autodisciplina, quella del 2011<sup>13</sup>, mette – per così dire – a punto, sempre all’art. 1, c. 1, lett. g) e h), il meccanismo della *board evaluation*: il *focus* – correttamente – è posto sul funzionamento del consiglio; viene specificato che tra i profili rilevanti concernenti, appunto, il funzionamento rientrano la dimensione, la composizione, le caratteristiche professionali, di esperienza (anche manageriale) e di genere dei diversi componenti, nonché la relativa anzianità della carica. Si stabilisce, inoltre, che tenuto conto degli esiti dell’autovalutazione, il consiglio deb-

<sup>11</sup> Raccomandazione “sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d’amministrazione o di sorveglianza”.

<sup>12</sup> Così la lett. h) dell’art. 1.C.1.

<sup>13</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37; C. DI NOIA, E. PUCCI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 115 ss.; N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, in *Riv. dir. impr.*, 2012, 197 ss.; M. BAGLIONI, C. PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Soc.*, 2012, 918 ss.

ba esprimere agli azionisti, “prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna”. Il riferimento al genere è ovviamente collegato all’introduzione nel nostro ordinamento della legge n. 120/2011 (c.d. legge Golfo Mosca)<sup>14</sup>.

Sempre la citata lett. g), da ultimo, contiene una nuova previsione riguardante il caso in cui il consiglio di amministrazione si avvalga per la *self-evaluation* di consulenti esterni; in tal caso la Relazione sul governo societario deve fornire “informazioni sugli eventuali ulteriori servizi forniti da tali consulenti all’emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso”; si tratta, con tutta evidenza, di un profilo di necessaria trasparenza.

La versione del 2011 del Codice di Autodisciplina introduce nel *Commento* all’art. 1 alcuni passaggi riguardanti l’autovalutazione. Di interesse sono alcune specificazioni: “occorre verificare che siano adeguatamente rappresentate, in relazione all’attività svolta dall’emittente, le diverse componenti (esecutiva, non esecutiva, indipendente) e le competenze professionali e manageriali, anche di carattere internazionale, tenendo altresì conto dei benefici che possono derivare dalla presenza in consiglio di diversi generi, fasce d’età e anzianità di carica”.

Inizia ad emergere, anche se solo come *Commento ai Criteri Applicativi*, il tema della *diversity*, che riguarda non solo il genere, ma anche altri profili; soprattutto si sottolinea il valore derivante dalla presenza di un mix di generi, fasce di età e di anzianità di carica.

Da ultimo l’art. 1, c. 1, lett. i), n. 3 stabilisce che la Relazione sul governo societario debba fornire informativa – tra l’altro – sulle modalità di svolgimento del processo di *board evaluation*.

Le edizioni del 2014<sup>15</sup> e 2015<sup>16</sup> del Codice di Autodisciplina, con riguardo al tema dell’autovalutazione, contengono soltanto alcune precisazioni. La versione del 2014

<sup>14</sup> Su cui cfr., per tutti, AA.VV., *Speriamo che sia femmina: l’equilibrio fra i generi nelle società quotate e a controllo pubblico nell’esperienza italiana e internazionale*, a cura di M. CALLEGARI, E. DESANA, M. SARALE, Torino, 2021; M. CALLEGARI, E. DESANA, M. SARALE, *La L. Golfo-Mosca n. 120/2011 e la parità di genere. Profili sociologici e giuridici*, in *Giur. it.*, 2015, 10, 2245; S. CUOMO, A. MAPELLI, *Gender diversity e corporate governance dopo la legge Golfo-Mosca*, in *Economia & management*, 2011, 6, 41 ss.; E. DESANA, *L’equilibrio di genere: la Legge Golfo-Mosca nel quadro delle azioni positive*, in *Giur. It.*, 2015, 11, 2515 ss.; ID., *L’equilibrio di genere nelle società a ‘controllo pubblico’: figlie di un dio minore?*, in *Giur. it.*, 2015, 11, 2526 ss.; ID., *La legge n. 120 del 2011: luci, ombre e spunti di riflessione*, in *RDS*, 2017, 2, 539; E. DESANA, F. MASSA FELSANI, *Democrazia paritaria e governo delle imprese. nuovi equilibri e disallineamenti della disciplina*, in *federalismi.it*, 2020, 24, 1; L. PASSADOR, *A quindici anni dall’introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1158 ss.; M. SARALE, *Quote di genere e sistema monistico: precisazioni e omissioni nella legge Golfo Mosca*, in *An. giur. econ.*, 2016, 1, 213 ss.; M. VENTORUZZO, *Quote di genere, aritmetica permettendo*, in *Lavoce*, 14 gennaio 2020; C. BUZZACCHI, *Il rilancio delle quote di genere della legge Golfo-Mosca: il vincolo giuridico per la promozione di un modello culturale*, in *federalismi.it*, 2020, 21, 35 ss.; M. BROLLO, *Le “quote di genere” negli organi di governo delle società: dalle norme agli strumenti*, in *Labor*, 2016 5-6, 349.

<sup>15</sup> A commento, per tutti, ASSONIME, *Le novità del Codice di autodisciplina (edizione luglio 2014)*. Circolare n. 26, 31 luglio 2014; nonché ASSONIME, *Il Codice di autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*. Circolare n. 7, 27 febbraio 2014, 7 ss.

<sup>16</sup> ASSONIME, *Le novità del Codice di autodisciplina 2015 per la governance delle società quotate*. Circolare n. 31, 6 novembre 2015, in *Riv. soc.*, 2016, 445 ss.; C. PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 171 ss. Si veda anche, in relazione all’applicazione del codice, COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull’evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull’applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, *passim*, nonché la successiva relazione COMITATO ITALIANO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Re-*

richiede, da un lato, nell'*Articolato* [art. 1, c. 1, lett. g)], che venga precisata l'identità dei consulenti, laddove impegnati nel processo di autovalutazione e, dall'altro, nel *Commento*, che l'attività di *self-evaluation*, se collegata alla durata triennale del mandato del consiglio, si svolga in modalità differenziata nei tre anni. L'edizione del 2015 si limita a meglio coordinare l'*Articolato* ed il *Commento*, introducendo alla lett. h) dell'art. 1, c. 1, il riferimento alle figure non solo professionali, ma anche manageriali, la cui presenza nel consiglio sia ritenuta opportuna.

L'edizione del 2018<sup>17</sup> del Codice di Autodisciplina contiene unicamente due novità: la prima riguarda i criteri di diversità introdotti dall'art. 2.P.4. del Codice; secondo tale disposizione "l'emittente applica criteri di diversità, anche di genere, nella composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri" e l'attività di autovalutazione del consiglio deve dar conto di tali criteri. La seconda novità, contenuta nell'art. 1.C.1., lett. i), n. 4, riguarda la Relazione sul governo societario che deve fornire informativa anche "sugli obiettivi, sulle modalità di attuazione e sui risultati dell'applicazione dei criteri di diversità raccomandati".

2.4. La vigente edizione del Codice<sup>18</sup> è del 2020. La disciplina della *board evaluation* è oggi contenuta in differenti punti del Codice. Il primo elemento che balza agli occhi è il rilievo dato dal vigente Codice di *Corporate Governance* alla *self-evaluation* che – addirittura – entra nella rubrica dell'art. 4 intitolato "*Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione*".

Ma procediamo con ordine; secondo la *Raccomandazione* n. 12, lett. e)<sup>19</sup>, il presidente dell'organo di amministrazione, con l'ausilio del segretario dell'organo stesso, cura – tra l'altro – "l'adeguatezza e la trasparenza del processo di autovalutazione dell'organo di amministrazione, con il supporto del comitato nomine".

Si tratta di una previsione che – con riguardo alla *self-evaluation* – assegna, per la prima volta, specifici compiti a diversi soggetti; in linea con il ruolo sempre più rilevante attribuito al presidente del consiglio di amministrazione<sup>20</sup>, a questi compete assi-

---

lazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina, dicembre 2017, *passim*.

<sup>17</sup> In relazione all'applicazione del codice si veda: COMITATO ITALIANO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 7° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, dicembre 2019.

<sup>18</sup> Che cambia nome: da Codice di Autodisciplina a Codice di *Corporate Governance*. Cambia anche la struttura: si passa da un'architettura composta da 10 articoli suddivisi in *Principi*, *Criteri Applicativi* e *Commenti* ad una più semplice che ruota intorno a 6 articoli, preceduti da *Definizioni*; i singoli articoli sono suddivisi in *Principi*, individuati con numeri romani (che vanno dal numero I al numero XX, senza interruzioni passando da un articolo ad un altro), e *Raccomandazioni*, contrassegnati da numeri arabi (dal numero 1 al numero 37, anch'essi senza interruzioni fra i vari articoli). A commento del nuovo testo del Codice di *Corporate Governance*, *ex multis*, P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 84; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1, 268; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 4, 439. Si veda anche AA.VV., *Commentario al Codice di autodisciplina*, a cura di A. ABU AWWAD, F. BORDIGA, in corso di pubblicazione.

<sup>19</sup> Facente parte dell'art. 3.

<sup>20</sup> Sul ruolo del Presidente del consiglio di amministrazione, per tutti, F. BARACHINI, *Art. 2381*, in *Le società per azioni*, cit., *passim*; ID., *Art. 2381*, in AA.VV., *Artt. 2379-2451. Delle società – Dell'azienda –*

curare che il processo di autovalutazione sia adeguato e trasparente, mentre al comitato nomine viene espressamente assegnato un ruolo di supporto.

L'adeguatezza, sempre di più clausola generale del nostro diritto societario<sup>21</sup>, richiama alla mente il tema degli assetti adeguati<sup>22</sup>, mentre la trasparenza si ricollega al-

---

*Della concorrenza*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, in AA.VV., *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2015, *passim*; F. BONELLI, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, 215; A. DE NICOLA, *Art. 2381*, cit., *passim*; P. MONTALENTI, *Art. 2381*, cit., 664; P. MORANDI, *Art. 2381 c.c.*, cit., *passim*; G.D. MOSCO, *Art. 2381*, in AA.VV., *Società di capitali. Commentario*, cit., *passim*; L. NAZZICONE, *Art. 2381*, in AA.VV., *Società per azioni amministrazione e controlli*, a cura di L. NAZZICONE, S. PROVIDENTI, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, diretto da G. LO CASCIO, Milano, 2003, *passim*; C. ROMANO, *Art. 2381*, in AA.VV., *La riforma delle società. Società per azioni. Società in accomandita per azioni (artt. 2325-2422 cod. civ.)*, cit., 406 ss.; L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, 2021; P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 441 ss. Sullo specifico ruolo del Presidente nelle banche cfr., se vuoi, M. IRRERA, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nella governance delle banche*, in AA.VV., *Assetti adeguati*, cit., 673 ss.

<sup>21</sup> In argomento sia permesso il rinvio a M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 359 ss.; nonché ID., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 217 ss.; nonché M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato: una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 345 ss., che qualifica l'adeguatezza organizzativa dell'impresa in termini di principio. In termini generali, con riferimento all'adeguatezza, si vedano, senza pretesa di completezza, S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *Il caso*, 15 ottobre 2019; M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 77; P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss.; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 68; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 707 ss. ed *ivi*, 712.

<sup>22</sup> Il tema degli assetti è stato oggetto di ampio dibattito in dottrina, soprattutto alla luce della riforma operata dal Codice della Crisi. Per tutti, si vedano C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643; S. AMBROSINI, *Assetti adeguati e "ibridazione" del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, 433 ss.; ID., *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *Il caso*, 15 ottobre 2019; M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, cit., 76 ss.; ASSONIME, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi adeguati. Caso n. 7/2020*, 16/07/2021, <http://www.assonime.it/attivita-editoriale/caso/Pagine/caso-7-2020.aspx>; P. BASTIA, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banc. impr. Soc.*, 2020, 3, 359; V. CALANDRA BUONAU-RA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, 2, 439 ss.; L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Soc.*, 2019, 799 ss.; M. DI SARLI, *Una prima applicazione dell'art. 2086, comma 2 da parte del Tribunale di Milano*, in *Riv. soc.*, 2020, 1, 339; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale*, in *Riv. soc.*, 2017, 311 ss.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 5-6, 952 ss.; ID., *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in *Rivista OdC*, 2, 2021, 549; S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi" (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *NDS*, 2021, 1289 ss.; E. GINEVRA, C. PRESCIANNI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuov. legg. civ. comm.*, 2019, 5, 1209 ss.; P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e "business judgment rule": una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, 1, 11 ss.; ID., *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel*

la necessità – ad esempio – di segnalare l’eventuale ausilio fornito da consulenti esterni, il cui ruolo deve essere correttamente rappresentato.

L’art. 4 del Codice di *Corporate Governance*, prevede – nel Principio XIV – che “l’organo di amministrazione valut[i] periodicamente l’efficacia della propria attività e il contributo portato dalle sue singole componenti, attraverso procedure formalizzate di cui sovrintende l’attuazione”. Dunque, la crescente procedimentalizzazione dell’attività d’impresa<sup>23</sup> tocca anche il processo di autovalutazione con la previsione di “procedure formalizzate”; sovrabbondante appare l’aggettivo formalizzate, giacché pare piuttosto arduo ritenere che possano esistere procedure informali.

Le *Raccomandazioni* dell’art. 4 riguardano per larga parte la *self-evaluation*.

La *Raccomandazione* n. 19 esordisce assegnando al comitato nomine il compito di coadiuvare il consiglio di amministrazione nella relativa attività; il comitato nomine, dunque, supporta il presidente dell’organo di amministrazione, in base alla citata *Raccomandazione* n. 12, lett. e), e coadiuva il consiglio di amministrazione, in base alla *Raccomandazione* n. 19.

La *Raccomandazione* n. 19 conferma, con la lett. a), l’estensione dell’autovalutazione anche ai comitati endoconsiliari e, attraverso la successiva lett. b), stabilisce che il consiglio di amministrazione, sempre coadiuvato dal comitato nomine, definisce la “composizione ottimale dell’organo di amministrazione e dei suoi comitati”, ciò – come si vedrà – quale conseguenza dell’attività di *self-evaluation*.

Secondo la *Raccomandazione* n. 21, “l’autovalutazione ha ad oggetto la dimensione, la composizione e il concreto funzionamento dell’organo di amministrazione e dei suoi comitati, considerando anche il ruolo che esso ha svolto nella definizione delle strategie e nel monitoraggio dell’andamento della gestione dell’adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi”. Di particolare interesse è la circostanza che l’autovalutazione riguardi anche la *mission* del consiglio di amministrazione ovvero la strategia, l’andamento della gestione, il sistema di controllo interno e la gestione dei rischi.

La *Raccomandazione* n. 22 è dedicata alla frequenza dell’attività di autovalutazione che resta annuale soltanto per le società diverse da quelle a proprietà concentrata<sup>24</sup>, mentre per tutte le altre la *self-evaluation* è condotta ogni tre anni, “in vista del rinnovo dell’organo di amministrazione”.

Per le società tenute all’autovalutazione annualmente, si precisa – sempre nella *Raccomandazione* n. 22 – che l’attività “può essere realizzata anche con modalità diffe-

---

quadro generale della riforma, in *Giur. comm.*, 2020, 5, 829 ss.; ID., *Gestione dell’impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2018, 951 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell’impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 259. Sia da ultimo permesso un rinvio anche a M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l’intestazione del relativo obbligo (tra codice della crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *NDS*, 2020, 2, 115 ss.

<sup>23</sup> Sul punto cfr. M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell’attività imprenditoriale, in Amministrazione e controllo nel diritto della società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 740.

<sup>24</sup> Per società a proprietà concentrata, si intende in base alla definizione contenente nel Codice, le “società in cui uno o più soci che partecipano a un patto parasociale di voto dispongono, direttamente o indirettamente (attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona), della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria”.

renziate nell'arco del mandato dell'organo". Il Codice, infine, sul punto, chiede di valutare "l'opportunità di avvalersi almeno ogni tre anni di un consulente indipendente".

La *Raccomandazione* n. 23 contiene una serie di disposizioni – tutte riguardanti le società diverse da quelle a proprietà concentrata – che valgono a collegare in modo più stretto la *board evaluation* con il rinnovo del consiglio di amministrazione. L'organo di amministrazione, dunque, "esprime, in vista di ogni suo rinnovo, un orientamento sulla sua composizione quantitativa e qualitativa ritenuta ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione".

Per rendere in qualche modo più "efficace" l'esito dell'autovalutazione si richiede agli azionisti che presentano una lista che contiene un numero di candidati superiori alla metà di quelli da eleggere (ovvero che ambisca a rappresentare la lista di maggioranza) "di fornire adeguata informativa nella documentazione presentata per il deposito della lista, circa la rispondenza della lista all'orientamento espresso dall'organo di amministrazione, anche con riferimento ai criteri di diversità previsti dal *Principio* VII e dalla *Raccomandazione* n. 8".

Al fine di consentire gli azionisti di avere contezza dell'orientamento del consiglio di amministrazione uscente è prevista la pubblicazione dell'orientamento di cui si sta trattando sul sito *internet* della società e ciò con congruo anticipo rispetto alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata al rinnovo del consiglio di amministrazione.

Si prevede poi che l'orientamento individui "i profili manageriali e professionali e le competenze ritenute necessarie, anche alla luce delle caratteristiche settoriali della società, considerando i criteri di diversità indicati nel *Principio* VII e dalla *Raccomandazione* n. 8 e gli orientamenti espressi sul numero massimo degli incarichi in applicazione della *Raccomandazione* n. 15". Si tratta in realtà – sotto le mentite spoglie di un'indicazione riguardante l'orientamento – di parte del contenuto dell'attività di autovalutazione. Di nuovo, rispetto al passato, c'è il riferimento alle caratteristiche settoriali della società.

3. *La disciplina della self-evaluation nelle Disposizioni di vigilanza per le banche.* – 3.1. La *board evaluation* fa ingresso nel sistema bancario con la Comunicazione 5 gennaio 2012 della Banca d'Italia e dunque con molto ritardo rispetto alle società quotate.

Con la detta Comunicazione la Banca d'Italia, richiamando le *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* del 4 marzo 2008, in allora vigenti, sottolinea la necessità che "la composizione quali-quantitativa ottimale degli organi, da individuarsi anche in relazione alle caratteristiche della singola banca, sia preventivamente definita dall'organo stesso – assistito dal comitato nomine, ove presente – e sottoposta a periodica autovalutazione".

L'identificazione preventiva della propria composizione ottimale va costruita tenendo conto degli obiettivi specificamente indicati dalla Banca d'Italia ovvero attraverso la presenza di soggetti: "a) pienamente consapevoli dei poteri e degli obblighi inerenti alle funzioni che ciascuno di essi e chiamato a svolgere (funzione di supervisione o gestione; funzioni esecutive e non; componenti indipendenti, ecc.); b) dotati di professionalità adeguate al ruolo da ricoprire, anche in eventuali comitati interni al consiglio, e calibrate in relazione alle caratteristiche operative e dimensionali della banca; c)

con competenze diffuse tra tutti i componenti e opportunamente diversificate, in modo da consentire che ciascuno dei componenti, sia all'interno dei comitati di cui sia parte che nelle decisioni collegiali, possa effettivamente contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca; d) che dedichino tempo e risorse adeguate alla complessità del loro incarico”.

La *self-evaluation* è dunque specificamente funzionale all'individuazione della più equilibrata e coerente composizione quali-quantitativa del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza e di quello di gestione).

La Comunicazione della Banca d'Italia stabilisce, inoltre, che le analisi del consiglio di amministrazione debbono essere il frutto di un processo formalizzato e con il supporto fattivo – almeno per le banche di maggiori dimensioni e complessità operativa – del comitato nomine.

Si prevede, infine, che i risultati delle analisi svolte debbano essere trasmessi alla Banca d'Italia e, se la nomina deve essere effettuata dall'assemblea, “i risultati delle analisi (...) devono essere portate a conoscenza dei soci in tempo utile affinché la scelta dei candidati da presentare possa tenere conto delle professionalità richieste”.

3.2. Con la Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013<sup>25</sup> la Banca d'Italia aggiorna e sostituisce le *Disposizioni* del 2008 introducendo nella Parte 1<sup>a</sup>, Titolo IV, Capitolo 1 (Governo societario) una specifica Sezione, la VI, intitolata “*Autovalutazione degli organi*” nella quale la *self-evaluation* acquista caratteri molto più dettagliati<sup>26</sup>.

Sul piano dei *Principi Generali* la Circolare fissa le finalità del processo di autovalutazione degli organi di supervisione strategica e – se collegiali – di gestione; ovvero, “assicurare una verifica del corretto ed efficace funzionamento dell'organo e della sua adeguata composizione; garantire il rispetto sostanziale delle presenti disposizioni e delle finalità che esse intendono realizzare; favorire l'aggiornamento dei regolamenti interni a presidio del funzionamento dell'organo, in modo da assicurare la loro idoneità anche alla luce dei cambiamenti dovuti dall'evoluzione dell'attività e del contesto operativo; individuare i principali punti di debolezza, promuoverne la discussione all'interno dell'organo e definire le azioni correttive da adottare; rafforzarne i rapporti di collaborazione e di fiducia tra singoli componenti e tra la funzione di supervisione strategica e quella di gestione; incoraggiare la partecipazione attiva dei singoli componenti, assicurando una piena consapevolezza dello specifico ruolo ricoperto da ognuno di essi e delle connesse responsabilità”.

Sempre sul piano dei *Principi Generali* si prevede – e trattasi di un elemento peculiare delle banche – che l'autovalutazione debba essere svolta anche dall'organo di controllo<sup>27</sup> e che tale attività riguardi la propria composizione ed il proprio funzionamento<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> Che viene collocata all'interno delle più generali ed ampie *Disposizioni di Vigilanza per le banche*. La disciplina in tema di governo societario è ispirata dalla Direttiva 2013/36/UE.

<sup>26</sup> Il tema dell'autovalutazione (Sezione VI) è stato di recente sfiorato in profili di minore conto (di cui si darà evidenza) dal 35° aggiornamento delle *Disposizioni di Vigilanza per le banche* del 30 giugno 2021 in tema di governo societario; di maggiore respiro sono le modifiche apportate dal 35° aggiornamento alla sezione IV riguardante la composizione e la nomina degli organi sociali, soprattutto con l'introduzione di regole specifiche atte a garantire la diversità di genere sia per gli organi di amministrazione, sia per quelli di controllo, sia per i comitati endoconsiliari: regole che si riconnettono alle previsioni contenute nell'art. 11 del DM n. 169/2020 (cosiddetto decreto *fit & proper*).

<sup>27</sup> Anche le *Norme di Comportamento del Collegio Sindacale di società quotate* emanate dal CNDCEC – (Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili) nell'aprile 2018 prevedono alla

Particolarmente ricche sono poi le *Linee applicative*. *In primis*, è richiesto che il processo di autovalutazione venga formalizzato in un regolamento interno che deve illustrare: “(i) la metodologia e le singole fasi di cui il processo si è composto; (ii) i soggetti coinvolti, ivi compreso l’eventuale professionista esterno; (iii) i risultati ottenuti, evidenziando i punti di forza e di debolezza emersi; (iv) le azioni correttive eventualmente necessarie”.

Il regolamento deve essere approvato dal consiglio di amministrazione ed inviato, ove richiesto, alla Banca Centrale Europea o alla Banca d’Italia.

La *self-evaluation* riguarda, poi, l’organo nel suo complesso, il contributo che i singoli consiglieri apportano ai lavori e – ove presenti – i comitati endoconsiliari. È prevista una cadenza annuale, con la possibilità di strutturare il processo – rispetto ai profili da sottoporre ad autovalutazione – in rapporto alla frequenza dei rinnovi dell’organo di amministrazione. La *board evaluation* va condotta, almeno una volta ogni tre anni, nelle banche maggiori con l’ausilio di un professionista esterno in grado di garantire autonomia di giudizio.

L’autovalutazione va svolta tenendo conto dei ruoli e dei compiti degli organi coinvolti, così come specificato nella Sezione IV, del medesimo Capitolo 1; in tale ambito, le *Linee applicative* prevedono al punto 2.1., lett. c) che il consiglio di amministrazione: “1. identific[hi] preventivamente la propria composizione quali-quantitativa considerata ottimale in relazione agli obiettivi individuati al par. 1, individuando e motivando il profilo teorico (ivi comprese caratteristiche di professionalità e di eventuale dipendenza) dei candidati ritenuto opportuno a questi fini; 2. verific[hi] successivamente la rispondenza tra la composizione quali-quantitativa ritenuta ottimale e quella effettiva risultante dal processo di nomina”. Il comitato nomine (o, laddove non presente, gli amministratori indipendenti), oltre ad un ruolo consultivo sui profili di cui alla lett. c) che precede, “è chiamato ad esprimere il proprio parere sull’idoneità dei candidati che, in base all’analisi svolta in via preventiva, il consiglio abbia identificato per ricoprire le cariche”. La lett. d) prosegue specificando che “se la nomina deve essere effettuata dall’assemblea, i risultati delle analisi di cui alla linea applicativa c.l., devono essere portati a conoscenza dei soci in tempo utile affinché la scelta dei candidati da presentare possa tenere conto delle professionalità richieste; agli stessi fini, è opportuno che la proposta di candidati avanzata dai soci o dal consiglio venga corredata di un curriculum volto a identificare per quale profilo teorico ciascuno di essi risulta adeguato e dell’eventuale parere del comitato nomine”.

Da ultimo<sup>29</sup>, è previsto che i risultati della verifica post nomina siano “resi noti ai soci, per consentire a questi ultimi di adottare le opportune misure, in tempo utile rispetto alla prima assemblea di approvazione del bilancio successiva al rinnovo integrale dell’organo e della maggioranza dei suoi componenti”.

Occorre, sotto altro profilo, che la *self-evaluation* tenga conto delle verifiche previste dall’art. 26 TUB<sup>30</sup> in tema di requisiti di onorabilità, di professionalità e di indi-

---

norma Q.1.1 un processo di autovalutazione che il CNDCEC ha avuto cura di precisare ulteriormente con un documento apposito (*L’autovalutazione del collegio sindacale*) del maggio 2019.

<sup>28</sup> Nel prosieguo l’attenzione sarà rivolta esclusivamente alla *board evaluation*, anche se – come si è detto – le disposizioni di Banca d’Italia ed anche quelle del DM n. 169/2020 riguardano sia l’organo di amministrazione, sia quello di controllo.

<sup>29</sup> E si tratta di un’aggiunta introdotta a seguito del 35° aggiornamento del 30 giugno 2021.

<sup>30</sup> Così come modificato dall’art. 1, comma 13, D.Lgs. 12 maggio 2015, n. 72.



pendenza e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico<sup>31</sup>, nonché del rispetto dei divieti di *interlocking*.

Laddove la Banca Centrale o la Banca d'Italia formulino rilievi riguardanti il funzionamento e la composizione dell'organo, deve essere effettuata in tempi brevi una specifica e mirata autovalutazione che riguardi i profili sollevati.

La Sezione VI riguardante l'autovalutazione si completa con uno specifico paragrafo, il numero 3, dedicato ai *Criteri per il processo di autovalutazione*.

In esso si specifica che gli aspetti della *self-evaluation* concernenti la composizione dell'organo riguardano: "la composizione quali-quantitativa, la dimensione, il grado di diversità e di preparazione professionale, il bilanciamento garantito dai componenti non esecutivi ed indipendenti, l'adeguatezza dei processi di nomina dei criteri selezione, l'aggiornamento professionale". Quanto al funzionamento assumono rilevanza: "lo svolgimento delle riunioni, la frequenza, la durata, il grado e le modalità di partecipazione, la disponibilità di tempo dedicato all'incarico, il rapporto di fiducia, collaborazione e interazione tra i membri, la consapevolezza del ruolo ricoperto, la qualità della discussione consiliare".

Occorre inoltre che l'adeguatezza degli organi venga valutata in concreto su specifiche aree tematiche; ad esempio: "individuazione delle linee strategiche; gestione aziendale, livelli di performance pianificati e conseguiti; RAF, ICAAP, valutazione delle attività, sistemi di misurazione dei rischi<sup>32</sup>; assetto organizzativo, deleghe di gestione, gestione dei conflitti di interesse; sistema dei controlli interni<sup>33</sup>; politiche di esternalizzazione; informativa finanziaria e sistemi di rilevazione contabile; flussi informati interorganici e con le funzioni aziendali; sistemi di remunerazione e incentivazione".

I *Criteri* in esame intervengono anche sull'articolazione del processo; va distinta: "(i) una fase istruttoria, di raccolta delle informazioni e dei dati (anche sulla base di questionari e interviste) sulla base dei quali effettuare la valutazione; (ii) una fase di elaborazione; (iii) una fase di predisposizione degli esiti del processo, con l'individuazione dei punti di forza e di debolezza riscontrati; (iv) una fase di discussione collegiale degli esiti e di predisposizione di eventuali misure correttive opportune".

Le autovalutazioni successive debbono dare atto delle verifiche dello stato di attuazione delle iniziative in precedenza assunte, al fine di migliorare i punti deboli.

---

<sup>31</sup> Previsti (vedi, *infra*, par. 3.3. e note relative) dal recente DM 23 novembre 2020, 169 (cosiddetto decreto *fit & proper*), pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 310 del 2020, contenente la nuova disciplina dei requisiti e dei criteri di idoneità degli esponenti aziendali di banche, intermediari finanziari, confidi, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti. Su questo DM vedi le *Disposizioni di vigilanza in materia di procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, emanata da Banca d'Italia, il 4 maggio 2021. In dottrina in relazione ai requisiti, cfr. R. MASERA, D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Riv. Trim. dir. Econ.*, 2021, 2, 276; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di "policy" a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1, 195; M. LEMBO, *Esponenti bancari: il "fit and proper" dopo il decreto di attuazione dell'art. 26 TUB*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), gennaio 2021; D. ROSSANO, *Prime riflessioni sul decreto sui requisiti degli esponenti aziendali*, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), dicembre 2020; F. CIVALE, *Requisiti e criteri di idoneità degli esponenti aziendali delle banche: prime riflessioni in margine al decreto del MEF*, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), dicembre 2020.

<sup>32</sup> Inclusi – come specificato dal 35° aggiornamento del 30 giugno 2021 – i rischi in materia di riciclaggio e finanziamento del terrorismo a cui la banca è esposta.

<sup>33</sup> Inclusa – come specificato dal 35° aggiornamento del 30 giugno 2021 – la continuità operativa.

Le modalità e gli strumenti con i quali svolgere le diverse fasi sono rappresentati da questionari e interviste con contenuti *standard* o differenziati per specifici destinatari.

Infine, è previsto che i partecipanti al processo possano essere anche soggetti interni alla banca, ma esterni all'organo, che in rapporto all'attività da essi svolta posseggano una base informativa tale da poter esprimere valutazioni sull'operato dell'organo: "tra questi rientrano senz'altro quei soggetti che, eventualmente, riportano direttamente all'organo (es. i responsabili di aree operative, i responsabili delle funzioni aziendali di controllo) o che partecipano alle sue riunioni (es. componenti il collegio sindacale)".

3.3. Il DM n. 169/2020, emanato al termine di un lunghissimo processo<sup>34</sup> in coerenza con quanto disposto dall'art. 26 TUB, in tema di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento degli incarichi di esponenti aziendali delle banche (il cosiddetto decreto *fit & proper*)<sup>35</sup> contiene alcune previsioni che incidono sul tema oggetto delle presenti riflessioni. In base all'art. 12 ("Valutazione dell'adeguata composizione collettiva degli organi"), ciascun organo è tenuto ad "identifica[re] preventivamente la propria composizione quali-quantitativa ottimale per realizzare gli obiettivi indicati nell'art. 11<sup>36</sup> e a verifica[re] successivamente la rispondenza tra questa e quella effettiva risultante dal processo di nomina". Qualora vengano riscontrate in sede di successiva (auto)valutazione carenze, l'organo stesse adotta misure endo-organiche necessarie a colmarle, tra le quali: "a) modificare gli specifici compiti e ruoli attribuiti agli esponenti, ivi comprese le eventuali deleghe, in modo coerente con gli obiettivi indicati nell'art. 11; b) definire e attuare idonei piani di formazione". Laddove le misure endo-organiche si rivelino insufficienti l'organo stesso "formula all'assemblea (o ad altro organo cui competono le nomine degli esponenti) raccomandazioni per superare le carenze identificate". Quest'ultima iniziativa, seppur probabilmente più teorica che pratica, deve essere sottolineata per il suo rilievo sistematico rappresentando un caso piuttosto interes-

<sup>34</sup> Il provvedimento, entrato in vigore il 30 dicembre 2020, è stato emanato a seguito di una consultazione avviata nel 2017, tenendo conto degli Orientamenti Congiunti EBA ed ESMA del marzo 2018 (EBA-ESMA, Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave – EBA/GL/2017/12) e delle linee guida della BCE del maggio 2017 (BCE, Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità – aggiornamento maggio 2018). Sul punto M. LEMBO, *Esponenti bancari: il "fit and proper" dopo il decreto di attuazione dell'art. 26 TUB*, cit.

<sup>35</sup> Il DM n. 169/2020 si colloca all'interno degli orientamenti internazionali successivamente emanati da varie Autorità; cfr. EBA, *Final Report on Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/E*, 2 luglio 2021; ESMA-EBA, *Final report on joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU*, 2 luglio 2021; BCE, *Guide to fit and proper assessments*, dicembre 2021.

<sup>36</sup> L'art. 11 (intitolato "Criteri di adeguata composizione collettiva degli organi"), oltre al rispetto dei requisiti di professionalità ed ai criteri di competenza dei singoli esponenti, stabilisce, nel primo comma, che la composizione degli organi di amministrazione e controllo deve essere adeguatamente diversificata in modo da: "alimentare il confronto e la dialettica interna degli organi; favorire l'emersione di una pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei temi e nell'assunzione di decisioni; supportare efficacemente i processi aziendali di elaborazione delle strategie, gestione delle attività e dei rischi, controllo sull'operato dell'alta dirigenza, tener conto dei molteplici interessi che concorrono alla sana e prudente gestione della banca". Si stabilisce, sempre all'art. 11, 2° comma, che occorre prendere in considerazione la presenza negli organi di esponenti: "a) diversificati in termini di età, genere, durata di permanenza nell'incarico e, limitatamente alle banche operanti in modo significativo in mercati internazionali, provenienza geografica degli esponenti; b) le cui competenze, collettivamente considerate, siano idonee a realizzare gli obiettivi indicati nel comma 1, c) adeguati, nel numero, ad assicurare funzionalità e non pletoricità dell'organo".

sante in cui – partendo da un *self assessment* – si può pervenire a sollecitare una decisione extra-organica.

4. *La disciplina riguardante le imprese assicurative.* – L’autovalutazione del consiglio di amministrazione è stata introdotta solo di recente nel mondo assicurativo.

Il regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018 all’art. 5, 2° comma, lett. z) stabilisce che l’organo amministrativo effettui, “almeno una volta l’anno, una valutazione sulla dimensione, sulla composizione e sull’efficace funzionamento dell’organo amministrativo nel suo complesso, nonché dei suoi comitati, esprimendo orientamenti sulle figure professionali la cui presenza nell’organo amministrativo sia ritenuta opportuna e proponendo eventuali azioni correttive”.

Il Regolamento, sempre nella medesima lett. z), specifica che l’organo amministrativo “nel condurre tale auto-valutazione verifica che vi sia una presenza numericamente adeguata, in relazione all’attività svolta, di membri indipendenti”.

Rispetto alle società quotate ed alle banche, lo spazio dedicato alla disciplina della *board evaluation* per le imprese di assicurazione è molto circoscritto; non così l’area del *self-assessment* che, in buona sostanza, risulta paragonabile sia per la frequenza annuale, sia perché l’autovalutazione riguarda dimensione, composizione e funzionamento dell’organo.

5. *La diffusione della board evaluation e le modalità di conduzione della medesima.* – Secondo il 9° Rapporto sull’applicazione del Codice di Autodisciplina pubblicato nel 2021 dal Comitato Italiano di Corporate Governance l’83% delle società quotate ha comunicato di aver condotto l’attività di autovalutazione del consiglio di amministrazione, mentre 36 società non l’hanno effettuata o non forniscono informazioni in proposito.

Molto limitato è il numero di società quotate che hanno effettuato la valutazione dei singoli consiglieri.

L’autovalutazione viene poi condotta prevalentemente attraverso l’uso di questionari (78%); in casi molto meno numerosi (28%) si adotta il metodo dell’intervista; talora i due strumenti vengono utilizzati in modo cumulativo (23%).

Solo il 50% delle società che hanno rinnovato l’organo amministrativo nel corso del 2021 hanno visto il consiglio uscente esprimere il proprio orientamento sulle figure professionali la cui presenza è ritenuta opportuna. Si tratta di un dato non confortante rispetto ad un elemento chiave della *board evaluation*.

Con riguardo alle modalità concrete di svolgimento dell’autovalutazione, i questionari più articolati che si sono potuti consultare si articolano in più sezioni e prevedono per ciascuna domanda una valutazione crescente, spesso, da 1 a 5, per consentire una migliore graduazione delle risposte. La prima riguarda la composizione del consiglio di amministrazione e le dinamiche riguardanti le competenze professionali, il bilanciamento tra *know-how* professionale e *know-how* aziendale, l’equilibrio tra generi, età e formazione di base, la parità di trattamento, la presenza di profili con competenze in ambito digitale. Altre domande riguardano l’adeguatezza del numero dei consiglieri, la consapevolezza del ruolo degli amministratori non esecutivi e di quelli indipendenti e

l'equilibrio tra amministratori di maggioranza e amministratori di minoranza.

Una seconda sezione è dedicata al funzionamento del consiglio di amministrazione ed ai flussi di informazione. Le domande riguardano la frequenza delle riunioni, la durata delle stesse, l'anticipo con cui vengono fissate le date delle adunanze, la partecipazione regolare degli amministratori alle riunioni, la dialettica interna, l'eshaustività o no dell'informativa trimestrale fornita dai delegati, la consapevolezza degli amministratori circa la riservatezza e la disciplina dell'*internal dealing*. I questionari si soffermano poi sul ruolo svolto dalla segreteria del consiglio di amministrazione, sulla presenza di piani di formazione ovvero sulla cosiddetta *induction*, sulla formazione riguardante la *corporate social responsibility*, la completezza della documentazione pre-consiliare, la qualità della verbalizzazione, il numero dei punti all'ordine del giorno, la previa preparazione dei consiglieri rispetto ai temi in discussione. Viene infine indagato il ruolo del Presidente circa il rispetto dell'agenda, l'incoraggiamento alla discussione critica, il *focus* da mantenere sulle questioni strategiche, la partecipazione ai lavori consiliari delle funzioni aziendali competenti per gli opportuni approfondimenti.

Una terza sezione è dedicata alla partecipazione al processo di indirizzo strategico della società. Ci si domanda quale sia il contributo offerto dai consiglieri rispetto alla definizione della strategia con riguardo sia ai piani, sia alle operazioni strategiche. Ci si chiede se il consiglio di amministrazione si dedichi al riesame periodico delle strategie, se è chiaro quale sia il profilo di rischio della società, se la strategia riguarda anche i controlli interni e se gli stessi appaiono coerenti, se – infine – il sistema di remunerazione ed incentivazione delle prime linee della società è corretto in termine di rischi, strategie ed obiettivi di lungo termine.

Una quarta sezione è dedicata all'adeguatezza, al funzionamento e all'efficacia dei comitati endoconsiliari e ciò in termini di competenza, di informazioni adeguate, di tempistiche, di piani di lavoro, di equilibrio tra Presidente del singolo comitato e suoi componenti, di supporto fornito dalle funzioni aziendali e dai consulenti esterni.

Una quinta sezione riguarda le relazioni all'interno e all'esterno del consiglio di amministrazione. Le domande concernono il clima di collaborazione all'interno dell'organo collegiale, il ruolo proattivo del Presidente nell'instaurare un dialogo continuo e nel risolvere i possibili conflitti interni. Altre domande riguardano la capacità del consiglio di amministrazione di conseguire un buon livello di *engagement* con gli investitori istituzionali e di procurare relazioni adeguate con gli *stakeholder*.

Un'ultima sezione è dedicata ad un *focus* sulla novità del codice di *Corporate Governance*, con specifici approfondimenti sui temi del successo sostenibile (e sui relativi obiettivi), dei piani di successione del *top management* e sull'idoneità dell'informazione periodica sia finanziaria, sia non finanziaria.

Di interesse sono, inoltre, i questionari di eterovalutazione del consiglio di amministrazione somministrati ai cosiddetti osservatori privilegiati, ovvero le funzioni aziendali (quali, ad esempio, il segretario del consiglio, la segreteria societaria, gli affari legali, il direttore finanziario) che partecipano costantemente alle sedute del consiglio e che dunque possono fornire un utile contributo – seppure esterno – per valutare il funzionamento complessivo dell'organo amministrativo.

Il processo di autovalutazione, infine, si articola in più fasi. Di regola l'*iter* progettuale è individuato dagli organi delegati insieme con i consulenti esterni (il cosiddetto *kick-off meeting*); è poi predisposto lo strumento di rilevazione ovvero il questionario

che viene “validato” dal comitato nomine e, nel corso di una riunione del consiglio di amministrazione, è approvato il processo di *self assessment*. A ciò fa seguito la somministrazione del questionario attraverso interviste individuali ai singoli consiglieri ed agli osservatori privilegiati.

È poi redatto un *Report* finale che viene sottoposto al consiglio; nel *Report* vengono evidenziati i risultati dei questionari suddivisi nelle varie sezioni, con l’indicazione dei punteggi medi e talora sono segnalati – in forma anonima – i commenti più significativi dei vari consiglieri; sono altresì segnalati nel *Report* i suggerimenti operativi emersi ai fini del miglioramento. La ripetizione anno dopo anno della *board evaluation* consente – ovviamente – di confrontare i risultati e di mettere in luce sia i miglioramenti, sia i punti di attenzione.

Infine, si procede alla stesura del paragrafo dedicato all’autovalutazione nella Relazione annuale sulla *Corporate Governance* della società e – nel terzo anno di mandato – vengono formulati gli orientamenti agli azionisti.

Il Paragrafo nella Relazione annuale è di solito piuttosto parco, rispetto all’ampiezza dei temi toccati nel processo di autovalutazione; vengono indicate la presenza o no di un *advisor* e le modalità dell’autovalutazione. Con l’ausilio di grafici si indica l’anzianità di carica dei consiglieri, il numero delle riunioni del consiglio, la partecipazione media alle riunioni e la durata delle stesse. Infine, viene data evidenza delle competenze dei consiglieri nei vari campi e la suddivisione percentuale tra competenze legali e finanziarie, rispetto a quelle di *business*.

6. *Gli esiti della board evaluation sul piano più strettamente giuridico.* – 6.1. Al termine della disamina sia del dato di *soft law*<sup>37</sup>, sia della sua applicazione concreta occorre domandarsi quale sia il rilievo concreto per il giurista dei processi di *board evaluation*.

È indubbio che l’autovalutazione discenda dai sistemi di qualità, importati dal mondo anglosassone, e che in quei contesti, caratterizzati da un modello *board centric*<sup>38</sup> essendo la scelta dei *directors* rimessa nelle gradi *corporation* ad iniziative provenienti dagli stessi amministratori, il *self-assessment* costituisce un perfetto ingranaggio del sistema complessivo. Nel nostro, viceversa, salvo quanto si dirà in tema di lista predisposta dal consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo<sup>39</sup>, è lasciata ai soci ampia discrezionalità nella scelta dei gestori<sup>40</sup> e dunque occorre interrogarsi ancora più a fondo sul “senso” complessivo della *board evaluation*.

<sup>37</sup> In ambito di banche e intermediari finanziari l’espressione “*soft law*”, ovviamente, non appare pienamente adeguata considerando, da un lato, il ruolo di autorità di vigilanza di Banca d’Italia e, dall’altro, il fatto che alcune regole sono contenute nel DM n. 169/2020 (*fit & proper*).

<sup>38</sup> Cfr., sul tema, di recente, L.A. BIANCHI, *La gestione dell’impresa. I consigli di amministrazioni tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, 53 ss.

<sup>39</sup> V., *infra*, par. 7.1.

<sup>40</sup> V., in argomento, le argute osservazioni di V. CALANDRA BUONAURA, *L’influenza del diritto europeo sulla disciplina bancaria*, relazione a ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE, Presentazione del tema del VII Convegno annuale dell’Associazione “*L’influenza del diritto europeo sul diritto commerciale: valori, principi, interessi*”, Roma, 10 luglio 2015, disponibile sul sito [www.orizzontideldiritto.commerciale.it](http://www.orizzontideldiritto.commerciale.it), 5.

Procedendo con ordine, occorre ritornare a quanto si è scritto nel paragrafo introduttivo: tutti i processi di autovalutazione hanno come fine primario il miglioramento, attraverso l'individuazione delle aree di debolezza e le conseguenti azioni correttive, preservando comunque le aree di forza. I vantaggi che derivano dall'adottare strumenti di autodiagnosi adeguati sono numerosi e si traducono o si dovrebbero tradurre nel miglioramento di diverse capacità del soggetto che si sottopone al *self-assessment*: a) quella di interpretare meglio *mission* e *vision* da tradurre in obiettivi operativi; b) quella di raggiungere i detti obiettivi operativi; c) quella di ottenere informazioni più attendibili sullo "stato" del soggetto, in quanto l'autovalutazione è condotta dagli stessi appartenenti al soggetto; d) quella di procurare un maggiore coinvolgimento dei singoli appartenenti all'organo che sono motivati ad analizzare i propri risultati e a pianificare il miglioramento, rendendosi più partecipi; e) quello infine di ottenere – se necessario – un adeguamento delle competenze. Come si è scritto, "oltre alla *compliance* normativa, l'implementazione di un processo di autovalutazione del *board* può produrre numerosi benefici, sia per la società che per gli altri *stakeholder*, può determinare una chiara definizione dei ruoli e delle aspettative dei membri del *board*, il miglioramento del clima di lavoro, il rafforzamento della *leadership* del presidente, può contribuire a una maggiore trasparenza delle informazioni, può determinare una maggiore fiducia da parte degli *stakeholder* e può contribuire a migliorare il rapporto del management con gli investitori. In sintesi, la verifica del funzionamento del Cda diventa occasione di miglioramento della *corporate governance*"<sup>41</sup>.

Credo occorra distinguere fra diverse aree di miglioramento; ve ne sono una parte che certamente possono essere perseguite e raggiunte dallo stesso consiglio di amministrazione in carica, mentre altre dipendono da scelte esterne.

Tra le prime rientrano, ad esempio, quelle relative al miglioramento dei tempi di trasmissione della documentazione consiliare; oppure la necessità di redigere un glossario per sintetizzare la terminologia tecnica ed economica del *business* della società in modo che tutti possano con più facilità avere cognizione del linguaggio impiegato; ancora, l'esigenza che la documentazione pre-consiliare sia accompagnata da *executive summary*, in modo da favorire il dibattito e la partecipazione critica sugli aspetti salienti degli argomenti posti all'ordine del giorno; l'opportunità di irrobustire i percorsi di *induction* anche con riguardo a tematiche specifiche in modo da poter allineare la conoscenza di tutti sui temi rilevanti; o infine, quando si pone in rilievo l'eccessiva durata dei consigli di amministrazione, a scapito dell'efficienza ed efficacia dei lavori.

In tutti questi casi i miglioramenti possono ben essere perseguiti dallo stesso consiglio di amministrazione e l'autovalutazione raggiunge il suo principale scopo ovvero la "tensione" al miglioramento, ma si è al di fuori – almeno a mio parere – da un ambito di carattere strettamente giuridico.

Altre aree di intervento non possono essere "aggredite" dal *board* nella composizione che ha posto in rilievo la debolezza; il riferimento è volto soprattutto al tema della ottimale composizione quali-quantitativa. Si pensi al caso in cui dal *self assessment* emerga la necessità di una maggiore presenza di consiglieri con competenze finanziarie-amministrative o con *background* aziendali; o qualora venga richiesta una maggiore

<sup>41</sup> Così G. CUTILLO, F. ORLANDO, *Come si valuta una buona governance? Il modello teorico ottimo, la composizione e l'autovalutazione del board*, in *Bancaria*, 2014, n. 9, 58 e ss. ed *ivi*, 64.

rappresentanza di consiglieri, ad esempio, *under 50*; oppure laddove si ritenga che per una maggiore efficacia ed efficienza dei lavori del consiglio di amministrazione sia opportuno ridurre o perlomeno non aumentare il numero dei componenti l'organo.

Tutte quelle indicate sono aree di miglioramento che sono nelle mani dei soci chiamati a rinnovare il consiglio di amministrazione e, allora, diviene centrale capire come e con quali vincoli "trasmettere" queste informazioni e suggerimenti ai soci e di come e se renderle in qualche modo "vincolanti"; argomenti che saranno oggetto di esame nel paragrafo seguente.

6.2. Resta da trattare un tema più squisitamente giuridico ossia quello della (eventuale) responsabilità degli amministratori. Occorre chiedersi – in altri termini – se il mettere in luce aree di debolezza e necessità di azioni correttive possa rappresentare una sorta di anticamera della responsabilità degli amministratori.

La risposta deve perlopiù ritenersi decisamente negativa, per più ragioni; in primo luogo, appare veramente fantasioso ipotizzare che le aree di debolezza eventualmente poste in risalto dal processo di autovalutazione possano rappresentare *tel quel* il presupposto di un'azione di responsabilità; se ciò fosse ipotizzabile, vi è da chiedersi con quale "spirito" il *self-assessment* verrebbe in concreto svolto; soprattutto, mi pare che giacché nel nostro ordinamento la responsabilità consegue al verificarsi di un danno, sia piuttosto complicato ipotizzare che aree di debolezza – quali quelle rilevabili attraverso l'autovalutazione – possano costituire direttamente causa di danno.

Non sono, peraltro, da sottovalutare alcuni profili. Il ruolo del consiglio di amministrazione, soprattutto nelle società quotate e in quelle vigilate, è volto alla definizione della strategia d'impresa, dei sistemi organizzativi e di controllo interno e di gestione dei rischi. Ora, laddove l'autovalutazione ponga in risalto particolari debolezze in queste aree di vertice, occorre porsi qualche ulteriore interrogativo. Si pensi ai casi in cui i *Report* di *self-assessment* portino alla luce la presenza di una non piena consapevolezza da parte dei consiglieri circa i profili di rischio della società; oppure quando affiora una scarsa partecipazione dei consiglieri al processo di definizione della strategia aziendale; o, ancora, qualora dovesse emergere che i flussi informativi rispetto alle riunioni consiliari siano fortemente inadeguati.

Si tratta di ipotesi dalle quali non è possibile far discendere direttamente profili di responsabilità, ma che ben possono costituire un presupposto logico della responsabilità.

Il pensiero corre alla BJR (*Business Judgment Rule*)<sup>42</sup> che si può considerare *ius receptum* negli ordinamenti dell'Europa continentale e nei paesi anglosassoni, seppure l'applicazione della regola in concreto sia tutt'altro che uniforme. Nel giudicare *ex post* l'eventuale responsabilità degli amministratori – come è noto – occorre avere riguardo soprattutto al processo decisionale: laddove la scelta d'impresa sia stata assunta non in

---

<sup>42</sup> La BJR viene "tradotta" nel nostro ordinamento nel modo seguente: "in tema di responsabilità dell'amministratore di una società di capitali per i danni cagionati alla società amministrata, l'insindacabilità nel merito delle sue scelte di gestione trova un limite nella valutazione di ragionevolezza delle stesse, da compiersi sia *ex ante*, secondo i parametri della diligenza del mandatario, alla luce dell'art. 2392 c.c. (nel testo applicabile *ratione temporis*), sia tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere" (così Cass., 22 giugno 2017, n. 15470, in *Le società*, 2017, 1040).

conflitto di interessi, in buona fede e sulla base di processo razionale, avvalendosi di tutte le informazioni disponibili non vi è responsabilità dei gestori dell'impresa, pur in presenza di conseguenze pregiudizievoli in capo alla società<sup>43</sup>.

Da tempo sostengo<sup>44</sup> che gli assetti adeguati giocano un ruolo importante rispetto al tema della responsabilità degli amministratori nei confronti delle scelte discrezionali di gestione ossia in rapporto alla BJR.

Dinanzi ad un danno causato da una scelta di gestione errata da parte degli amministratori la loro responsabilità, infatti, dipenderà in modo prevalente, dalla presenza o no di assetti adeguati e dal loro corretto funzionamento. Risulta particolarmente condivisibile quell'espressione della dottrina nord-americana secondo cui *"the due care standard in a corporate context is applied not to the decision of the director, but rather to the decision-making process"*<sup>45</sup>.

È nota la consistente difficoltà ad individuare una soluzione soddisfacente ed equilibrata al tema della discrezionalità delle scelte di gestione. Aldilà, infatti, del criterio generale condiviso secondo cui le decisioni degli amministratori debbono – per essere esenti da censure – conformarsi a criteri di prevedibilità e preventivabilità delle conseguenze insoddisfacenti e pregiudizievoli, sussiste il rischio concreto che il giudizio *ex post* sia in realtà sganciato da effettivi punti di riferimento.

In tale quadro, l'obbligo degli assetti adeguati ossia la presenza di un funzionante sistema organizzativo, amministrativo e contabile, idoneo – in un certo qual modo – a consentire una verifica preventiva di efficienza ed efficacia delle scelte di gestione, può giocare un ruolo decisivo nell'individuazione di un solido criterio a cui ancorare la responsabilità degli amministratori.

Il processo decisionale appare allora decisivo nell'attribuzione della responsabilità.

<sup>43</sup> Per una definizione della BJR, con riferimento alla dottrina americana, si vedano *ex multis*, D.M. BRANSON, *The rule that isn't a rule – the Business Judgment Rule*, in *Valparaiso University Law Review*, vol. 36, 631 s.; S.M. BAINBRIDGE, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, in *Law & Economics Research Paper Series*, Los Angeles, 2003, L. MCMILLAN, *The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine*, in *Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, 2013, 529. B. ROHRBACHER, J.M. ZEBERKIEWICZ, *The New Paradigm (Burden) Shift: The Business Judgment Rule After KKR*, in *Insights*, vol. 29, n. 12, dicembre 2015, 6.

Quanto alla dottrina italiana si vedano, senza pretesa di completezza: P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 47 ss.; ID., *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 839; C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis* e Business Judgment Rule, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 675 ss.; ID., *Interesse sociale* e Business Judgment Rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 573 ss.; S. ALVARO, E. CAPPARIELLO, V. GENTILE, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, S. NOCELLA, M. VENTORUZZO, *Business judgment rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in *Quaderno Consob* n. 11, 2016; G. BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in *Il Fallimento*, 2014, 1097 ss.

<sup>44</sup> Sia consentito il rinvio a M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 48 ss.; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 358 ss. ed *ivi* a 365. Si vedano anche ID. (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., *passim*. Da ultimo, anche ID., *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e business judgment rule*, in AA.VV., *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, 2021, 81 ss.; ID., *La business judgment rule e gli assetti adeguati*, in *Soc. cont. bil. rev.*, 2020, 6, 6 ss.

<sup>45</sup> Così C.A. HANSEN, *The ALI Corporate Governance Project: of the Duty of Due Care and the Business Judgment Rule, a Commentary*, in *41, Business Lawyer* (1986), 1237 ss. ed *ivi* a 1241.



In altri termini, le scelte di gestione che abbiano causato danni al patrimonio della società comporteranno la responsabilità degli amministratori qualora il processo di *decision-making* sia risultato “difettoso”; qualora – invece – si constati la presenza e il funzionamento di idonei assetti e procedure, gli amministratori andranno esenti da responsabilità. In altre parole, “*the due care standard in corporate law is applied to the decision-making process and not to its result. Even though a decision made or a result reached is not that of the hypothetical ordinarily prudent person, no liability will attach as long as the decision-making process meets the standard*”<sup>46</sup>.

In altri termini, rispetto alle più importanti scelte di gestione, soprattutto se connotate da particolari elementi di discrezionalità, la presenza di *business plan*, di indagini di mercato, di previsioni di sostenibilità del debito, di valutazioni rischio-paese (in caso di investimenti all'estero), di piani di sviluppo e di *recovery*, rappresentano elementi fondanti di un adeguato assetto organizzativo della società, il cui rispetto consente il pieno dispiegarsi della BJR.

*Mutatis mutandis*, un discorso simile – con un'ulteriore accentuazione di prudenza – potrebbe valere per i casi segnalati ovvero quando l'autovalutazione ponga in risalto gravi aree di debolezza nell'approccio alle decisioni strategiche o nelle comprensioni dei profili di rischio. In altri termini l'esito negativo, rispetto ai profili indicati, della *board evolution* può contribuire (insieme all'inadeguatezza degli assetti organizzativi) alla disapplicazione della BJR in caso di scelte gestorie che si rivelino *ex post* dannose.

La presenza di un legame tra autovalutazione e assetti organizzativi mi pare emerga anche rispetto al tema dei flussi informativi<sup>47</sup>; laddove gli stessi – all'esito del *self-assessment* – risultino particolarmente precari e carenti, non c'è dubbio che ciò comporti un'inadeguatezza degli assetti organizzativi. Forse si può ritenere sussistente una sorta di obbligo del consiglio di amministrazione di “autovalutarsi”, al fine di avere una più “precisa coscienza di sé”<sup>48</sup>, ma si tratta di un obbligo non autonomo, bensì funzionale a quello più ampio di dotarsi di assetti adeguati.

Vi è ancora da chiedersi se possano emergere profili di responsabilità degli amministratori in caso di omesso esercizio dei poteri sovraordinati del consiglio rispetto ad un utilizzo della delega inadeguata e dannosa, laddove dall'autovalutazione dovessero emergere valutazioni accentuatamente negative sulla delega e sui delegati; si tratta di un'ipotesi in cui l'autovalutazione rivestirebbe una funzione in qualche modo confessoria rispetto alla fattispecie. Sotto il profilo operativo, i questionari di valutazione in concreto esaminati non brillano certo per una particolare accuratezza dei profili concernenti l'esercizio della delega, rendendo dunque largamente scolastica l'ipotesi formulata.

6.3. Occorre ancora riflettere sul potere di intervento delle Autorità di Vigilanza. Non si intende – in questa sede – prendere in esame il potere, ad esempio, di Banca

<sup>46</sup> ID., *op. loc. ult. cit.*

<sup>47</sup> Conf. M. STELLA RICHTER JR., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca Impresa Società*, 2017, 331 ss. ed *ivi* a 338; G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *op. cit.*, 140 ss.

<sup>48</sup> Per uno spunto in questo senso cfr. F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit., 592 ss.

d'Italia di pronunciare la decadenza di un esponente aziendale ai sensi dell'art. 26 TUB, in quanto trattasi di un'ipotesi estranea all'autovalutazione.

L'art. 26, 5° comma, TUB precisa che in caso di specifiche e limitate carenze riferite ai criteri di competenza e di adeguata composizione dell'organo, gli organi stessi adottano misure necessarie a colmarle; ogni altro caso di difetto di idoneità o di violazione dei limiti al cumulo degli incarichi determina la decadenza che è pronunciata dallo stesso organo; la pronuncia di decadenza – ad opera di Banca d'Italia – riguarda le stesse fattispecie.

La domanda che più esattamente ci si pone è se Banca d'Italia possa intervenire con altri strumenti all'esito di un'autovalutazione negativa o in caso di rilevate carenze di un'adeguata composizione collettiva, laddove – in quest'ultimo caso – l'assemblea<sup>49</sup> non sia intervenuta.

Mentre come si è visto<sup>50</sup>, l'azione di responsabilità contro gli amministratori presuppone l'essersi verificato un danno, gli interventi "sanzionatori" delle Autorità di Vigilanza non hanno come necessaria premessa un danno risarcibile.

Uno strumento in astratto utilizzabile (escluso per le ragioni anzidette quello della decadenza ex art. 26 TUB) è quello del *removal*<sup>51</sup> sancito dall'art. 53 *bis*, 1° comma, lett. e), TUB secondo cui Banca d'Italia può "disporre, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio per la sana e prudente gestione della banca, la rimozione di uno o più esponenti aziendali"; sul punto ritengo arduo, per quanto gravi possano essere i difetti che emergono dall'autovalutazione, che si possa ipotizzare in concreto una fattispecie che possa costituire un pregiudizio così grave per la banca quale quello indicato dalla norma.

In astratto, invece, potrebbe essere applicabile al caso in esame il rimedio previsto dagli artt. 69 *octiesdecies* e 69 *vicies-semel* TUB secondo cui Banca d'Italia può ordinare la rimozione e ordinare il rinnovo di tutti i componenti degli organi quando risultano gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari e statutarie o gravi irregolarità nell'amministrazione. In tale quadro occorre ricordare che le *Disposizioni di Vigilanza per le banche* prevedono alla Sezione VI, n. 2, lett. b) (Capitolo I, Titolo IV, parte prima) che a fronte di rilievi riscontrati o interventi richiesti dalla Banca Centrale Europea o dalla Banca d'Italia su profili che riguardano il funzionamento e la composizione dell'organo, deve essere assicurata una autovalutazione in tempi brevi che copra in modo dettagliato tali profili". Laddove la banca non dia corso all'autovalutazione *ad hoc* richiesta o laddove l'esito sia totalmente negativo con riguardo, ad esempio, a temi connessi con il funzionamento, si potrebbe forse ipotizzare un intervento di Banca d'Italia ai sensi delle norme appena indicate.

Non credo che tale rimedio sia invece invocabile nel caso in cui l'assemblea chiamata ad intervenire su profili riguardanti l'adeguata composizione collettiva non lo faccia; si tratta – come si è visto – di un caso in cui la decadenza non può essere pronunciata né dall'organo, né – ritengo – da Banca d'Italia e mi parrebbe incongruo col sistema nel suo complesso ipotizzare un intervento ancora più invasivo quale la rimozione di tutti i componenti dell'organo.

<sup>49</sup> V., *infra*, par. 7.2.

<sup>50</sup> V., *supra*, par. 6.2.

<sup>51</sup> Su cui v. F. CIRAIOLO, *Il removal alla prova dei fatti. Note minime intorno al caso Credito di Romagna s.p.a.*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 199 ss.

7. *L'autovalutazione ed il rinnovo del consiglio di amministrazione. Osservazioni conclusive.* – 7.1. Come si è già avuto modo di sottolineare<sup>52</sup>, i rilievi emergenti dall'autovalutazione con riguardo alla composizione quantitativa e qualitativa ottimale del *board*<sup>53</sup>, o – impiegando il linguaggio del DM n. 169/2020 – all'adeguata composizione collettiva degli organi assumono particolare, anche se non esclusivo rilievo<sup>54</sup>, in occasione del rinnovo triennale del consiglio di amministrazione.

Sia il vigente codice di *Corporate Governance*, sia le disposizioni di Banca d'Italia ed il DM n. 169/2020, pongono particolare attenzione a tale profilo.

In entrambi i casi non si esclude l'ipotesi della presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione; il Codice di *Corporate Governance*, in proposito, prevede nella *Raccomandazione* n. 19 che il comitato nomine coadiuvi il consiglio di amministrazione – tra l'altro – nelle attività di “eventuale presentazione di una lista da parte dell'organo di amministrazione uscente”, mentre la Circolare n. 285/2013 prevede nella nota 4 al punto 2 della Sezione IV (Capitolo 1-Titolo IV-Parte I) che una delle ipotesi percorribili sia la “presentazione di liste da parte del consiglio all'assemblea”.

La fattispecie<sup>55</sup>, resa attuale da una recente grande battaglia finanziaria<sup>56</sup> e che ha indotto la Consob a dar corso a un articolato richiamo di attenzione<sup>57</sup>, certamente si sposa alla perfezione con l'autovalutazione<sup>58</sup>. Nei sistemi *board centric* si va coerentemente consolidando l'idea che debba essere lo stesso consiglio ad anche “continually assess the intrinsic ability, competency, and overall match of the CEO to the firm”<sup>59</sup>.

Cosa c'è di più coerente con il *self-assessment* della possibilità per l'organo amministrativo di tradurre in concreto le conclusioni a cui è pervenuto a seguito della *board evaluation* in tema di composizione ottimale con una lista di amministratori da proporre ai soci perfettamente *fit & proper*?

Aldilà dei dubbi<sup>60</sup> e dei richiami di attenzione della Consob sull'argomento, resta il fatto che il presupposto logico di una lista presentata dal consiglio di amministrazione

<sup>52</sup> V., *supra*, par. 6.1.

<sup>53</sup> Come si esprime la *Raccomandazione* n. 23 del vigente Codice di *Corporate Governance*.

<sup>54</sup> In tema di banche intermediari finanziari, infatti, è previsto l'obbligo di sottoporre i risultati della verifica sull'ottimale composizione quali-quantitativa già alla prima assemblea di approvazione del bilancio successiva al rinnovo integrale dell'organo o della maggioranza dei suoi componenti: v., *infra*, par. 7.2.

<sup>55</sup> Su cui cfr., per tutti, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1298 ss.; *adde*: S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”: prassi, problemi interpretativi*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss. ed *ivi* a 724 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2020, 291 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, *ivi*, 2007, 36 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.

<sup>56</sup> Il riferimento è al caso delle Assicurazioni Generali ed allo scontro relativo al rinnovo del consiglio di amministrazione previsto per la primavera 2022.

<sup>57</sup> Richiamo di attenzione Consob n. 1/22 del 21 gennaio 2022 avente ad oggetto “*la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio*”.

<sup>58</sup> Conf. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1303. *Adde*: S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista*, cit., 724 ss.

<sup>59</sup> Così D.J. DENIS, D.K. DENIS, M.D. WALKER, CEO, *Assessment and the Structure of Newly Formed Boards*, in *The Review of Financial Studies*, December 2015, Vol. 28, No. 12, 3338 ss. ed *ivi* a 3339.

<sup>60</sup> Sia consentito il rinvio a M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *www.ilcaso.it*, 11 ottobre 2021.

uscente è la consistente frammentazione dell'azionariato che – da un lato – rende non così agevole o comunque poco rappresentativa la presentazione di liste da parte dei soci (alla luce dei *quorum* minimi previsti) e – dall'altro – la conseguente assenza di un socio di riferimento in grado di orientare le scelte dell'assemblea dei soci. Nel nostro sistema sono pochissime le realtà societarie in cui è presente una reale polverizzazione dell'azionariato; il rischio più rilevante è che dietro la lista del consiglio di amministrazione si celino uno o più soci forti che tendono ad occultare collegamenti di fatto oppure un socio forte, regista della lista del consiglio di amministrazione, che agisce con l'intento di dotarla di un'aurea di indipendenza e di maggiore forza persuasiva.

7.2. Sia il Codice di *Corporate Governance*, sia la Banca d'Italia sono ben coscienti che la prassi della lista per il rinnovo del consiglio di amministrazione presentata dagli uscenti non può costituire un fenomeno diffuso ed allora si preoccupano di fare in modo che le indicazioni sulla composizione qualitativa e quantitativa giudicata ottimale da parte dell'organo amministrativo uscente non restino lettera morta o, perlomeno, abbiano qualche impatto sul processo di rinnovo.

In entrambi i settori sono previste due regole. Con la prima si sancisce l'obbligo del consiglio di amministrazione uscente di portare a conoscenza dei soci gli orientamenti dell'organo di amministrazione in tempo utile affinché la scelta dei candidati proposti dai soci possa tener conto di quanto suggerito.

La seconda, necessaria per dotare di un qualche maggior peso gli orientamenti formulati dall'organo uscente, è rappresentata dall'obbligo dei soci che presentano una lista di fornire un'informativa adeguata, nella documentazione predisposta, circa la coerenza delle liste (e dunque dei suoi candidati) con le indicazioni fornite dal consiglio di amministrazione all'esito del processo di autovalutazione.

Si tratta di previsioni che – come è stato osservato – mettono “a fattor comune con tutti i soci elementi di valutazione e informazioni che, specie nelle società a controllo fluido, nelle quali vi siano azionisti strategici che possono avere un peso determinante nella nomina del consiglio, rischierebbero altrimenti di restare confinati nel ristretto ambito di un confronto informale e selettivo fra il consiglio uscente e solo alcuni dei soci”<sup>61</sup>. In realtà il rischio è che in presenza di soci “di peso” che hanno loro rappresentanti in consiglio, le indicazioni che provengono dall'autovalutazione con riguardo ai profili ritenuti necessari siano costruite su misura dei soci di riferimento, svuotando di pregio tutto il processo di *self-assessment*.

Sul piano più strettamente giuridico vi è da chiedersi se la mancata indicazione, nella documentazione a corredo della lista, di quanto si è appena detto possa costituire ragione di invalidità della delibera assembleare di nomina degli amministratori, sotto la veste di un vizio di procedimento. La risposta, a mio avviso, non può che essere negativa, perché non appare in alcun modo configurabile una violazione di legge; tutt'al più si tratterebbe del mancato rispetto di una previsione di *soft law*. Alle stesse conclusioni ritengo si debba giungere anche per le banche e gli intermediari finanziari; è pur vero che le delibere assembleari in contrasto con la normativa secondaria possono essere affette da nullità<sup>62</sup>, ma nel caso in esame le *Disposizioni di Vigilanza per le banche* sta-

<sup>61</sup> Così S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista*, cit., 723.

<sup>62</sup> Conf. V. CALANDRA BUONAURA, *L'influenza del diritto europeo*, cit., 6; adde: A. MIRONE, *Regole*

biliscono espressamente che è soltanto “opportuno” e non necessario che la proposta dei candidati sia accompagnata da “un curriculum volto ad identificare a identificare per quale profilo teorico ciascun di essi risulta adeguato” (Sezione VI-Capitolo 1-Titolo IV-Parte I). Non ritengo che il mancato allineamento ad una prescrizione rispetto alla quale l’Autorità di Vigilanza si esprime in termini di mera opportunità possa comportare una pronuncia di invadità della relativa delibera assembleare.

D’altro canto, non credo che le indicazioni provenienti dal consiglio di amministrazione sul punto possano assumere alcuna veste di vincolatività; certamente sarebbe legittima una presa di posizione apertamente contraria dei soci dal punto di vista sia quantitativo, sia qualitativo rispetto ad una pretesa composizione ottimale. E, se nulla vieta ai soci di esprimere apertamente il loro dissenso rispetto alle conclusioni a cui perviene l’organo uscente, nulla impedisce ad essi di non esprimersi sulla coerenza o no della lista presentata con le indicazioni conseguenti alla *self-assessment*.

Ovviamente tali conclusioni non possono che indebolire il peso più strettamente giuridico della *board evaluation*, ma di ciò sempre perfettamente cosciente lo stesso vigente Codice di *Corporate Governance* che ha, infatti, alleggerito il peso dell’autovalutazione stabilendo, nella *Raccomandazione* n. 22, una cadenza soltanto triennale della *self-evaluation*, in vista del rinnovo dell’organo di amministrazione, per tutte le società, ad eccezione delle società grandi<sup>63</sup> diverse da quelle a proprietà concentrata<sup>64</sup>, in cui viene mantenuta la cadenza annuale.

A ben vedere tale ultima previsione ha un effetto ancor più sminuente del processo di autovalutazione: se il *self-assessment*, come si è tentato di spiegare, crea una sorta di tensione interna al miglioramento degli *standard*, perché escludere l’autovalutazione nei primi due anni del mandato triennale aldilà del fatto che la proprietà sia o meno concentrata o che si tratti di società più o meno grande? Il beneficio non dipende certo dalla concentrazione o no della proprietà, mentre potrebbe in qualche modo pesare un giudizio costi-benefici rispetto alle dimensioni della società quotata. Ancora, la proprietà concentrata, non solo rende impraticabile la presentazione di una lista per il rinnovo da parte del consiglio uscente, ma porta con sé una maggiore “indipendenza” dei soci dalle indicazioni del consiglio di amministrazione, rendendo scarsamente utile le indicazioni provenienti dal *board* sulla composizione ottimale dell’organo di amministrazione.

Quello che in altre parole intendo dire è che, nelle società a proprietà concentrata, l’autovalutazione è più utile nei primi due anni del mandato rispetto al terzo: una conclusione diametralmente opposta rispetto a quanto, invece, prevede la *Raccomandazione* n. 22 del Codice di *Corporate Governance*.

Sul punto, viceversa, Banca d’Italia assume una posizione nettamente diversa, “forzando” anche il dato letterale del DM n. 169/2020. Quest’ultimo, come si è visto<sup>65</sup>, all’art. 12, 3° comma, prevede che laddove non sia possibile per il consiglio di amministrazione ripristinare un’adeguata composizione collettiva, colmando le carenze evi-

---

*di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista ODC*, 2017, n. 2, 1 ss. ed *ivi* a 15.

<sup>63</sup> Per “società grande” si intende quella “la cui capitalizzazione è stata superiore a 1 miliardo di euro l’ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei tre anni solari precedenti”.

<sup>64</sup> Per “società concentrata” cfr., *supra*, nota 24.

<sup>65</sup> V., *supra*, par. 3.3.

denziate mediante idonei piani di formazione o modificando compiti e ruoli all'interno dell'organo collegiale, questi debba formulare all'assemblea raccomandazioni per superare le carenze identificate. Il decreto ministeriale non stabilisce se queste raccomandazioni siano da formulare all'assemblea l'anno successivo o soltanto al termine del triennio, in occasione del rinnovo degli organi. Banca d'Italia, modificando con il 35° aggiornamento del 30 giugno 2021 le *Disposizioni di Vigilanza per le banche*, ha sancito, come si è osservato<sup>66</sup>, l'obbligo di rendere noto ai soci le carenze eventualmente rilevate, al fine di consentire a questi ultimi di adottare le opportune misure, in tempo utile rispetto alla prima assemblea di approvazione del bilancio successiva al rinnovo integrale. Sul punto, oltre a rilevare una sorta di interpretazione autentica restrittiva del dato normativo secondario, occorre sottolineare l'anomalia di questa "raccomandazione" ai soci. Di cosa si tratta? Giacché l'assemblea non può che deliberare su specifiche materie poste all'ordine del giorno e non certo su vaghe raccomandazioni, qual è l'oggetto da porre all'ordine del giorno? Revoca e conseguente nomina di amministratori, suppongo. Il che appare piuttosto surreale. Così come appare surreale che l'organo di amministrazione segnali, dovendo fornire indicazioni precise ai soci, che l'amministratore Tizio piuttosto che l'amministratore Caio siano inadeguati alla carica, non per difetti relativi ai requisiti prescritti dall'art. 26 TUB che ovviamente non possono che portare ad una necessaria e doverosa pronuncia di decadenza, ma in quanto "non così... *fit & proper*" rispetto ad una composizione collettiva adeguata, la cui adeguatezza *ex ante* è stata – tra l'altro – determinata dalle decisioni del consiglio di amministrazione uscente. In altri termini, laddove la composizione collettiva non sia adeguata o vi è spazio per un intervento autoritativo dell'Autorità di Vigilanza<sup>67</sup> oppure – in concreto – non resta che farsene una ragione ed auspicare una resipiscenza dei soci, ma in occasione del rinnovo dell'organo e non certo in corso di mandato.

7.3. Secondo un'attenta dottrina, "dal punto di vista tecnico, lo strumento principe per rendere effettive le *diversity policies*, le raccomandazioni sulla composizione dei *board* nonché le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione (...) mi pare sia soprattutto quello della presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio uscente. Senza di questa – quantomeno in tutta una serie di realtà societarie – molti di quei presidi, di quelle raccomandazioni, di quelle procedure rischiano di divenire semplici esercizi di stile, se non anche vuote e vane"<sup>68</sup>.

Al termine dell'esame sin qui condotto, si può ovviamente concordare<sup>69</sup> sul fatto che la presentazione di una lista per il rinnovo dell'organo di amministrazione da parte del consiglio uscente si sposa alla perfezione con l'autovalutazione: gli amministratori possono, infatti, mettere in atto da sé tutti i miglioramenti relativi alla composizione ottimale del *board*. Mi pare, peraltro, che ritenere che solo, o quasi, in questo caso il sistema complessivo messo a punto sia dal Codice di *Corporate Governance*, sia da Banca d'Italia possa conseguire i risultati desiderati non sia condivisibile.

Da un lato, infatti, i casi in concreto in cui la lista del consiglio uscente è opportuno

<sup>66</sup> V., *supra*, par. 3.2.

<sup>67</sup> Intervento che mi è parso doversi escludere: cfr., *supra*, par. 6.3.

<sup>68</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Profili*, cit., 425 ss.

<sup>69</sup> V., *supra*, par. 7.1.

che sia impiegata<sup>70</sup> sono pochi; dall'altro, i rischi di autoreferenzialità sono molto elevati: non c'è forse il pericolo che la composizione ottimale dal punto di vista qualitativo e quantitativo corrisponda – guarda caso – con la maggioranza degli amministratori uscenti che si ripresentano ai soci per essere confermati? La partecipazione del comitato nomine in una posizione decisiva rispetto al processo di selezione<sup>71</sup> non sembra dirimente al riguardo, considerato che esso è sì costituito in maggioranza da amministratori indipendenti, ma spesso si tratta di amministratori, seppur indipendenti, che provengono dalla lista di maggioranza e non da quella di minoranza.

Sotto altro profilo, le conclusioni desolate a cui giunge la dottrina richiamata nel caso di presentazione di liste da parte dei soci e non del consiglio uscente non mi paiono condivisibili. I processi di autovalutazione, come si è veduto, traggono origine dai sistemi di qualità ed hanno un loro intrinseco valore, non di carattere strettamente giuridico, ma certamente non trascurabile. Con riguardo ai riflessi maggiormente caratterizzanti l'analisi giuridica, aldilà dei casi invero rari in cui dall'esito dell'autovalutazione può discendere direttamente una responsabilità degli amministratori o da cui possa scaturire un intervento dell'Autorità di Vigilanza, non credo debba essere sottaciuta la stretta connessione esistente con gli assetti organizzativi adeguati e dunque con il rispetto dell'obbligo generale per eccellenza gravante sugli amministratori ovvero quello del rispetto dei principi di corretta amministrazione<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> Mi riferisco ai casi, oggi ancora rari, in cui vi sia una reale polverizzazione dell'azionariato e non, invece, uno o più soci forti, registi della lista del consiglio, che agiscono con l'intento di dotarla di un'aurea di indipendenza e di maggiore forza persuasiva.

<sup>71</sup> Come richiesta da Consob con il Richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022 avente ad oggetto "La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio", al punto 2.3., lett. c).

<sup>72</sup> In modo ideale, il cerchio aperto dai rilevanti contributi di Paolo Montalenti in tema di consiglio di amministrazione (di cui si è dato atto: cfr., *supra*, nota 1) si chiude con le riflessioni dell'Onorato, altrettanto consistenti nel dibattito giuscommercialistico, riguardanti la corretta amministrazione, quale clausola generale per eccellenza del diritto societario. Su quest'ultimo tema cfr. P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli*, cit., 3 s. Sia altresì consentito il richiamo alle mie riflessioni al riguardo, *Assetti organizzativi*, cit., 60 ss.

## KEY MANAGER E GESTIONE DELL'IMPRESA: APPUNTI PER UNA FUTURA RICERCA

di Luigi A. Bianchi

1. Nonostante l'indubbia centralità del suo ruolo nella gestione di una qualsiasi impresa, anche se di dimensioni non grandi, è singolare constatare come il codice civile, a tutt'oggi, non preveda alcuna disposizione specifica sulla struttura manageriale dell'impresa stessa né, in particolare, circa le competenze o i poteri che possono (o devono) venir ad essa assegnati. La legge italiana continua infatti a stabilire il principio che la gestione dell'impresa sia (anzi, debba essere) nelle sole mani degli amministratori (art. 2380-*bis*, co. 1, cod. civ.), ancorché sia sotto gli occhi di tutti che in una qualsiasi impresa non piccola costoro, ivi compreso l'amministratore delegato, non dispongano delle relative leve ma siano invece, appunto, i *key manager*, le c.d. prime linee aziendali dell'impresa, a partire dal direttore generale, ad esercitare questa prerogativa. Si aggiunga che nelle nuove imprese operanti nei settori delle nuove tecnologie e dei relativi servizi una porzione significativa della gestione è addirittura "esternalizzata", per ragioni di contenimento di costi e di snellezza dei processi operativi (si pensi alle attività amministrative di *back office*, nella logistica, nei sistemi di controllo e di *compliance*, etc.), con la conseguente perdita di sovranità degli amministratori rispetto a molte decisioni o attività aziendali.

La centralità dei manager apicali nella gestione è confermata, se mai ve ne fosse necessità, dal fatto che, ad esempio, nei principi contabili internazionali il potere di nomina di queste figure in capo a un determinato socio viene ritenuto un indicatore di influenza, a seconda dei casi, "*determinante*" o "*notevole*", con le relative implicazioni in termini di obblighi di consolidamento dei bilanci o di trattamento della partecipazione nel bilancio della partecipante. D'altra parte, la rilevanza del peso dei dirigenti con responsabilità strategica (come vengono definiti nella regolamentazione bancaria) nella gestione si ricava dalla constatazione che quasi tutti gli accordi di partnership o parasociali che vengono stipulati nel contesto delle acquisizioni societarie o della creazione di *joint venture* prevedano specifici poteri di designazione e/o nomina (o comunque di condivisione) dei dirigenti in questione della società partecipata a favore dell'investitore di minoranza oppure dei partecipanti all'impresa comune.

Naturalmente, la combinazione delle mansioni e dei poteri dei dirigenti aziendali, e dunque il relativo peso nelle dinamiche aziendali rispetto a quello che rivestono l'amministratore delegato e il consiglio di amministrazione nella sua collegialità, varia ampiamente da impresa a impresa e dipende da una pluralità di fattori ed elementi (caratteristiche degli assetti proprietari, natura dell'attività, dimensione ed articolazione territoriale, situazione finanziaria dell'impresa e così via). Anche la personalità del management condiziona la concreta dinamica dei poteri aziendali, essendo frequente il caso di (alti) dirigenti che, in virtù della loro conoscenza del business (e dei clienti) e di una



consolidata esperienza professionale nel settore di riferimento dell'impresa, rivestono di fatto un ruolo non diverso, per importanza, rispetto a quello dello stesso amministratore delegato.

Si pensi, ad esempio, all'importanza delle mansioni del *chief operation officer* (COO), del *chief financial officer* (CFO), del direttore commerciale, del direttore amministrativo (o del responsabile della funzione di amministrazione, finanza e controllo, ove sia soggetto diverso dal CFO) nonché dei diversi responsabili delle funzioni aziendali di controllo (*chief restructuring officer* – CRO, responsabile dell'*internal audit*, della *compliance*, etc.).

Benché i rilievi che precedono siano oramai patrimonio comune anche della “cultura” della maggior parte dei giuristi italiani di formazione commercialistica, nulla viene invece previsto dalla disciplina societaria, ancora ai giorni nostri, circa la necessità che a determinati esponenti apicali sia attribuita la responsabilità di specifiche funzioni aziendali né che sussista un obbligo giuridico di loro nomina. Al riguardo pare soprattutto sorprendente la persistente mancanza di obblighi di sorta relativamente alla nomina, quantomeno, del responsabile della funzione di controllo interno, nonostante l'importanza che – notoriamente – la stessa disciplina codicistica mostra di assegnare al sistema di controllo interno, in funzione (anche) della prevenzione dei rischi, della crisi dell'impresa e di perdita della continuità aziendale (art. 2086, co. 2, cod. civ.)<sup>1</sup>.

La stessa letteratura sulla corporate governance, per quanto assai ampia e qualificata, ha mostrato un interesse decisamente marginale per la tematica alla quale è dedicato questo breve scritto, avendo privilegiato, per lo più, la disamina di quella relativa ai compiti e alle responsabilità degli amministratori, specie quelli esecutivi, soprattutto nell'area degli obblighi di *oversight* rispetto alla gestione delegata<sup>2</sup>.

La (mancata) disciplina, neppure parziale, della “funzione” manageriale e dunque di un segmento fondamentale dell'organizzazione dell'impresa è del resto coerente con la constatazione che – come ha osservato con il consueto acume l'Amico al quale è dedicato questo breve scritto – “*nel codice del 1942 la disciplina dell'impresa è stata incentrata sulla definizione del soggetto (l'imprenditore contrapposto al professionista, all'operatore economico occasionale o privo di organizzazione o non perseguente scopi lucrativi) e sulla partizione in tre categorie (commerciale, piccolo, agricolo) connotate da statuti speciali fortemente differenziati*”. Egli ha inoltre sottolineato che “*la struttura organizzativa dell'impresa è stata affidata ad uno scarso principio generalissimo*” (art. 2086 c.c.: l'imprenditore è il capo dell'impresa) e a un sintetico dovere di adozione delle misure necessarie a tutelare l'integrità fisica e la personalità morale dei prestatori di lavoro (art. 2087 c.c.)<sup>3</sup>.

Se si fa eccezione per la previsione da parte della legislazione speciale di matrice soprattutto giuslavoristica dell'obbligo di affidare a specifici dirigenti la responsabilità

---

<sup>1</sup> Il che deve ritenersi frutto di una precisa scelta di politica legislativa: cfr. in tal senso V. CALANDRA BONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, sez. IV, tomo 4.VI, Torino, 2019, 298.

<sup>2</sup> Per riferimenti mi sia consentito fare rinvio al mio recente saggio, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021.

<sup>3</sup> Così P. MONTALENTI, *Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, I, 2020, 829 ss., 830 (enfasi nel testo).

di determinate funzioni aziendali (ad esempio in materia di sicurezza, *data protection*, ambiente, etc.), la disciplina generale societaria sembra dunque tuttora ignorare la figura e il ruolo dei *key manager*.

È vero che la medesima disciplina, prescrivendo l'adozione di assetti aziendali "*organizzativi*" (oltre che amministrativi e contabili), adeguati "*alla natura e alle dimensioni dell'impresa*" (art. 2381, co. 3, cod. civ.), limita implicitamente la libertà incondizionata delle imprese (anche) nella definizione degli organigrammi aziendali e, in questo ambito, nella ripartizione delle deleghe tra amministratori (delegati) e dirigenti. A ben vedere, però, si tratta di un condizionamento solo indiretto e assai blando. Non sussiste, infatti, un paradigma di assetti aziendali (organizzativi) che possa ragionevolmente ritenersi di "generale accettazione", considerata l'estrema variabilità ed eterogeneità degli elementi che vengono in considerazione in questa materia (e delle tutt'altro che univoche e, soprattutto, puntuali indicazioni che possono ricavarsi in materia sia dalle discipline aziendalistiche sia dalle linee guida di matrice professionale) e che sia suscettibile di tradursi nell'imposizione alle imprese di regole organizzative precise e vincolanti<sup>4</sup>.

L'unica eccezione al sostanziale disinteresse legislativo per i compiti del management delle imprese societarie è costituita dalla previsione della (sola facoltà) della nomina del direttore generale (o dei direttori generali) la quale, peraltro, risulta tutt'altro che risolutiva rispetto alla definizione dei compiti di questi alti dirigenti, essendo la disciplina essenzialmente volta a equipararne la responsabilità a quella prevista per gli amministratori (art. 2396 c.c.). L'autentica portata di questa disposizione è infatti quella di stabilire il principio che l'allineamento delle responsabilità da essa previsto intanto sussiste in quanto colui che riveste la formale qualifica di direttore generale svolga mansioni concretamente assimilabili a quelle di un amministratore (esecutivo) oppure, specularmente, ove un determinato dirigente sia collocato di fatto al vertice della piramide aziendale, pur senza risultare investito della qualifica formale di direttore generale. Quel che insomma appare decisivo – ai fini dell'applicazione della norma in esame – è che il dirigente, concretamente, agisca in autonomia e con potere decisionale proprio con riguardo a materie rilevanti dell'attività aziendale, alla stregua, in sostanza, di capo della struttura manageriale, sia pure tenendo conto della sua collocazione gerarchicamente subordinata rispetto a quella dell'amministratore delegato (ove le due figure non coincidano, come spesso si verifica invece nella pratica).

Certamente non significativo ai fini della individuazione dei compiti dei *key manager* deve ritenersi, invece, il risalente riferimento da parte del codice civile (fin dal codice di commercio del 1882) ai c.d. ausiliari dell'imprenditore commerciale (institori e procuratori), ossia a dirigenti o comunque a dipendenti aziendali. A parte il fatto che le relative disposizioni hanno soprattutto in mente l'imprenditore individuale e non l'impresa societaria, il loro contenuto, per la verità assai scarso, non è in alcun modo pertinente in proposito. La disciplina sugli ausiliari è infatti funzionale a definirne l'ambito e l'estensione del potere di rappresentanza e non già le rispettive attribuzioni nell'ambito dell'organizzazione aziendale. Basti osservare che le figure degli ausiliari vengano identificate dalla legge esclusivamente in relazione all'ampiezza del rispettivo potere,

---

<sup>4</sup> Su questi temi, anche per riferimenti, sia nuovamente consentito fare rinvio al mio *La gestione dell'impresa*, cit., spec. 118 ss.

appunto, di rappresentanza del quale costoro siano titolari, in forza vuoi della collocazione apicale all'interno dell'impresa vuoi di una procura ad hoc ricevuta dall'imprenditore (artt. 2203-2209, cod. civ.). D'altra parte, l'estensione del potere di rappresentanza non sempre coincide con le mansioni o funzioni aziendali che concretamente svolge l'ausiliario. Di frequente, infatti, l'autonomia decisionale di dirigenti di alto rango, coloro cioè che corrispondono all'identikit legale dell'institore, risulta ridimensionata nella pratica dalla previsione della c.d. doppia firma, assai diffusa non soltanto nelle banche ai fini della validità dell'esercizio del potere di rappresentanza per il compimento degli atti gestionali significativi (per valore o oggetto). Per altro verso, dirigenti non apicali, in quanto responsabili di aree o funzioni aziendali di importanza strategica per una determinata impresa (uno stabilimento produttivo, una sede secondaria oppure una specifica funzione, ad esempio quella degli acquisti o della logistica), risultano concretamente investiti di una fetta di potere ampia quasi quanto quella di un tipico capo azienda, sia pure limitatamente ai rispettivi ambiti di competenza.

L'ambito dei poteri di rappresentanza dei dipendenti dell'impresa non coincide insomma, se non occasionalmente, con la collocazione gerarchica di questi esponenti aziendali all'interno dell'organizzazione dell'impresa, ponendosi la disciplina della rappresentanza dell'imprenditore su di un piano distinto rispetto a quello della gestione. In ogni caso, queste (risalenti) disposizioni nulla dicono in merito all'articolazione della funzione manageriale, in termini, in particolare, di ruoli e attribuzioni.

2. Nella legislazione speciale, invece, sono da tempo diffuse numerose disposizioni che fanno riferimento ai dirigenti apicali, talvolta sotto forma di espressa prescrizione della loro nomina (si pensi all'obbligo della nomina da parte degli emittenti del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, le cui attribuzioni, peraltro, sono definite dalla legge in maniera assai sommaria: cfr. art. 153 TUF), talaltra assumendone implicitamente l'avvenuto insediamento.

Mi riferisco, ad esempio, ai *dirigenti con responsabilità strategiche* nel caso di operazioni delle quali costoro siano in qualche modo "parti" contraenti (si veda l'Allegato I del Regolamento Consob n. 17221/2010 e successive modifiche in materia di operazioni con parti correlate, nel quale la definizione di queste figure è stata stabilita mediante rinvio a quelle contenute nei principi contabili internazionali). Più precisamente, si tratta di "*quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività delle società, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) della società stessa*", ai quali sono stati equiparati dalla medesima Consob "*i componenti effettivi degli organi di controllo (collegio sindacale e consiglio di sorveglianza)*". Secondo il principio IAS 24, come detto richiamato dalla nuova versione del Regolamento Consob n. 17221/2010, la categoria del "*key management personnel*" è costituita da "*those persons having authority and responsibility for planning, directing and controlling the activities of the entity, directly or indirectly, including any director (whether executive or otherwise) of that entity*".

Altri esempi sono costituiti dalla regolamentazione in materia di politiche di remunerazione degli esponenti degli emittenti ai sensi dell'art. 123-ter, co. 3, TUF e allegato 3° - Schema n. 7-bis, nella quale si fa riferimento, oltre che agli amministratori e ai direttori generali, anche agli "*altri dirigenti con responsabilità strategica*" e da quella in materia di "*internal dealing*".

Quanto alla regolamentazione bancaria, essa richiama la più generica nozione di “*esponenti aziendali*” nell’ambito della definizione delle “*Attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati*” (si veda Circolare Banca d’Italia n. 285). Oltre a ricomprendere gli amministratori (nel sistema tradizionale) e il direttore generale, detta categoria include anche “*chi svolge cariche comportanti l’esercizio di funzioni equivalenti a quella di direttore generale*”.

Dal canto suo, la Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRDIV) e il Regolamento n. 2013/575/UE relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditori (CRR) fanno riferimento alla nozione di “*alta dirigenza*” che è costituita dalle “*persone fisiche che esercitano funzioni esecutive in un ente e che sono responsabili della gestione quotidiana dell’ente e ne rispondono all’organo di gestione*” (cfr. art. 3.1. n. 9 CRDIV e art. 4.1 n. 10 CRF). Specifici riferimenti a questa nozione sono poi contenuti sia nell’art. 69-*bis*, co. 1, lett. a), TUB sia negli Orientamenti dell’EBA in materia di pratiche di gestione del rischio di credito e di rilevazione delle perdite attese sui crediti degli enti creditizi (cfr. EBA/GL/2017/06) sia, infine, nella regolamentazione di Banca d’Italia in materia di politiche di remunerazione, là ove fa riferimento, tra le altre figure, ai “*responsabili delle principali linee di business, funzioni aziendali o aree geografiche*”.

Il Codice di Corporate Governance, inoltre, opera un espresso riferimento alla categoria del “*top management*”, che viene identificata negli “*alti dirigenti che non sono membri dell’organo di amministrazione e hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società e del gruppo ad essa facente capo*” e, in particolare, nella figura del *chief executive officer* in quanto soggetto incaricato dell’istituzione e del mantenimento del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (si veda al riguardo l’art. 6 del Codice in materia di sistema di controllo interno).

Come può agevolmente constatarsi, le sporadiche definizioni legali di *key manager* sopra richiamate risultano, per un verso, assai eterogenee e variegate, coerentemente con le diverse finalità di politica legislativa e regolamentare che sono sottese alla loro rispettiva declinazione nei contesti legali di riferimento. Per un altro verso, esse sono riferite essenzialmente agli intermediari (e alla individuazione dei responsabili di determinate funzioni o incombenze all’interno dell’organizzazione di queste imprese) oppure agli emittenti, limitatamente però ai fini dell’applicazione di disposizioni legislative o regolamentari settoriali.

Inoltre, le disposizioni in discorso (peraltro di fonte prevalentemente regolamentare) e le ulteriori frutto di analogia impostazione fanno riferimento alla figura dei dirigenti aziendali, nella maggior parte dei casi, non già per definirne il ruolo bensì per assoggettare questi soggetti a specifici obblighi di condotta oppure per porre a carico delle società determinati adempimenti o vincoli nel caso in cui essa ponga in essere operazioni o atti che vedano a vario titolo coinvolti i dirigenti aziendali in questione.

La varietà ed eterogeneità delle diverse nozioni di dirigenti apicali, oltre a dipendere dalle peculiarità delle rispettive fonti legali (direttive e regolamenti europei, regolamentazione secondaria nazionale, *soft law*, etc.), si giustifica, verosimilmente, con le diverse finalità di ciascuna regolamentazione nella quale esse sono previste.

Sotto questo profilo, ad esempio, l’accoglimento di una nozione assai ampia quale è quella di “*alta dirigenza*” di cui alla regolamentazione prudenziale per gli enti creditizi trova fondamento, con molta probabilità, nella esigenza di prescrivere standard elevati

di professionalità a carico di coloro i quali, in ragione del ruolo o della carica che rivestono in queste imprese, sono tenuti a garantire un efficace presidio dei rischi aziendali, pur non essendo necessariamente dirigenti apicali dell'organizzazione aziendale.

Nel caso della regolamentazione in materia di operazioni con parti collegate, viceversa, la scelta regolamentare a favore di una definizione assai ampia della categoria di dirigenti parrebbe motivata dall'esigenza "politica" di catturare il più ampio spettro di operazioni che, in ragione della natura della parte contraente, vengono ritenute a rischio di conflitto di interesse. Lo stesso dicasi per la regolamentazione in materia di *compensation* e di *internal dealing* per gli esponenti aziendali degli emittenti.

Sotto il profilo interpretativo, la scelta legislativa e regolamentare di aver posto l'accento sulle funzioni in concreto svolte dai dirigenti anziché sul loro "rango" all'interno dell'organizzazione aziendale, implica che, ai fini dell'applicazione degli obblighi o adempimenti prescritti dalle diverse fonti legali, dovrà farsi riferimento al contenuto effettivo dell'attività dei manager, ossia alle funzioni e mansioni di fatto esercitate da costoro, di là e indipendentemente dalla loro formale collocazione all'interno dei diversi organigrammi aziendali. Posto che l'assoggettamento del dirigente (o della società) a specifici obblighi o adempimenti non dipende dalla sua formale "posizione" gerarchica bensì dalla sua effettiva collocazione funzionale in ruoli che, a seconda dei casi, implicano il potere di assumere decisioni aziendali (o di impedirne il compimento per i dirigenti responsabili delle funzioni di controllo) in autonomia, ne deriva che anche un dirigente il quale fosse inserito in una posizione non apicale nell'organigramma aziendale potrebbe venir equiparato, ad esempio, ad un dirigente con responsabilità strategica, ove le sue mansioni fossero concretamente corrispondenti a quelle di quest'ultimo.

3. La maggiore criticità della mancata regolamentazione da parte della legge italiana delle attribuzioni (necessitate) dei principali dirigenti aziendali e, più in generale, dei lineamenti degli assetti aziendali organizzativi mi pare risieda non tanto nel fatto che essa demanda interamente alla autonomia delle imprese il compito della definizione degli organigrammi aziendali. Questa scelta potrebbe infatti giustificarsi alla luce del rilievo che la delega all'autonomia e libertà delle imprese nella definizione e nell'articolazione della funzione manageriale risponda alla necessità di consentire a ciascuna di esse di disporre, opportunamente, di una estesa flessibilità e discrezionalità nella concreta declinazione dell'organizzazione aziendale in funzione dell'ampia pluralità di elementi e variabili che entrano in gioco al riguardo.

L'agnosticismo legislativo sarebbe insomma fondato data l'inopportunità dello sconfinamento normativo su di un terreno – quale è quello dell'articolazione dei processi aziendali – che andrebbe considerato caratterizzato da una intrinseca discrezionalità organizzativa e pertanto alla stregua di una sorta di "*comfort zone*" della disciplina societaria. Un "format" legale degli organigrammi aziendali, ancorché parziale e limitato ad alcune figure apicali, rischierebbe, secondo questa visione, di tradursi nell'imposizione di modelli "calati dall'alto", i quali mal si adatterebbero alla estrema varietà degli assetti aziendali che ciascuna impresa costruirebbe in funzione della pluralità di elementi che condizionano la relativa decisione, come del resto riconosce la stessa disciplina poc'anzi richiamata allorché prescrive l'adozione di assetti aziendali adeguati rispetto alla "*natura e dimensione dell'impresa*".

In realtà, questa possibile giustificazione del “vuoto” legislativo nella materia degli assetti aziendali organizzativi pare smentita dal rilievo che, sia pure soltanto per le categorie dei soggetti vigilati e degli emittenti, sono numerose – come si è visto – le disposizioni, di fonte primaria o regolamentare, che prescrivono la nomina di dirigenti apicali responsabili di specifiche funzioni, stabilendone altresì, con maggiore o minore dettaglio a seconda dei casi, le relative competenze e attribuzioni. Ad esse si affiancano, sia pure sotto la veste di *soft law*, le raccomandazioni contenute nel Codice di Corporate Governance e, soprattutto, le disposizioni di legge (o regolamentari) di matrice giuslavoristica alle quali ho fatto cenno in precedenza.

Si obietterà che mentre la specialità dello status degli intermediari e degli emittenti giustifica una scelta “invasiva” da parte del legislatore/regolatore altrettanto non potrebbe affermarsi con riferimento a imprese societarie “ordinarie”. Mi pare però che questo argomento, a ben guardare, sia di natura “politica” e non tecnico-giuridica, posto che la ormai estesa regolamentazione in materia di assetti aziendali dei soggetti vigilati dimostra, al contrario, che non sussistono ostacoli o impedimenti di natura tecnica alla scelta di intervenire in questa materia con disposizioni di legge o regolamentari né, in particolare, che l’autonomia e libertà delle imprese sul terreno dell’articolazione degli assetti in questione possa ritenersi incompatibile con la soggezione a prescrizioni legali in questa materia.

La scelta del codice civile di non aver prescritto l’adozione di specifici assetti organizzativi aziendali e, in questo contesto, la nomina di dirigenti responsabili delle, quantomeno, più rilevanti funzioni aziendali è, insomma, una scelta politica che non credo possa venir difesa con l’argomento che un diverso approccio correrebbe il rischio di un intervento arbitrariamente dirigistico negli “*interna corporis*” delle imprese.

D’altra parte, se la legge prescrive l’adozione di assetti aziendali adeguati, implicitamente riconosce che la libertà organizzativa delle imprese non sia certo assoluta nella definizione degli organigrammi aziendali e nella attribuzione delle relative deleghe di poteri e attribuzioni al management. Tanto più che le scelte delle imprese in questa materia sono sottoposte allo scrutinio della magistratura, che, tra l’altro, lo ha di recente esteso anche alla concreta configurazione degli assetti aziendali devoluti alla propria cognizione, avendo addebitato agli amministratori una diretta responsabilità per la carenza di adeguatezza degli assetti aziendali<sup>5</sup>.

In linea di principio, e limitandomi ad alcuni cenni, la valutazione di adeguatezza degli assetti aziendali organizzativi postula che le mansioni e i ruoli aziendali e, più in generale, i processi decisionali ed organizzativi siano, per quanto realisticamente possibile, “normati” e lineari, anche nell’indispensabile raccordo con le deleghe all’amministratore delegato e al direttore generale.

Auspicabilmente, dovrebbe venir individuata con sufficiente chiarezza la responsabilità di ciascuna area o funzione (e dei relativi manager) nelle diverse fasi nelle quali si articola qualsiasi decisione aziendale, evitando “vuoti” decisionali così come possibili sovrapposizioni e duplicazioni di ruoli e competenze. In questo contesto andrebbe

---

<sup>5</sup> Si veda su questa tematica A. IORIO, *Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile*, in *Giur. comm.*, 2021, 812 ss. nonché il commento di S. FORTUNATO, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*, alle ord. di Trib. Roma 6-8 aprile 2020 e 15 settembre 2020, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1373 ss.

garantita, per quanto possibile, la linearità dei processi aziendali e la loro tracciabilità *ex post*, ossia la possibilità di ricostruire anche a distanza di tempo come sia stata assunta (o non lo sia stata) una determinata decisione (si pensi all'area degli acquisti e delle forniture) oppure se un certo accadimento critico si sia verificato per carenze del funzionamento dell'organizzazione aziendale.

Inoltre, andrebbero evitate, da un lato, una eccessiva concentrazione di poteri in capo a un medesimo soggetto, dall'altro, una loro rilevante frammentazione, posto che entrambe queste soluzioni potrebbero pregiudicare una gestione efficiente dell'impresa e, soprattutto, un adeguato e incisivo presidio dei rischi aziendali (come quelli connessi alle frodi). Ad esempio, la c.d. doppia firma per determinati atti di gestione potrebbe risultare, alternativamente, una ragionevole (ed efficiente) misura di controllo e tracciabilità delle decisioni aziendali ovvero un intralcio all'operatività aziendale, qualora essa riguardasse atti od operazioni ricorrenti, sia per natura sia per valore.

4. La mancanza di qualsiasi regolamentazione generale degli assetti aziendali organizzativi mi pare invece introduca un elemento di significativa incertezza con riguardo a uno snodo fondamentale della disciplina della gestione dell'impresa e che Paolo Montalenti ebbe già a segnalare molti anni fa con la consueta lucidità e preveggenza<sup>6</sup>. Mi riferisco al fatto che la legge tutt'ora non fornisca alcuna indicazione circa la porzione di potere decisionale che il consiglio di amministrazione sia legittimato a trasferire ai dirigenti aziendali (e all'esterno dell'impresa in regime di *outsourcing*), tenendo conto del vincolo della formale esclusiva della gestione in capo agli amministratori che la medesima legge prescrive a loro carico.

Di qui la difficoltà di stabilire quale ripartizione dei poteri tra amministratori (e in particolare l'amministratore delegato) e i principali dirigenti aziendali possa ritenersi coerente con il duplice obiettivo di perseguire l'efficienza della gestione, grazie al fatto che essa viene affidata a manager dotati delle necessarie competenze e professionalità e in grado di operare con continuità di azione e vicinanza al business, e di garantirne il presidio (in senso formale) in capo agli amministratori.

Si consideri inoltre che, stante il fatto che, quantomeno nelle imprese medio-grandi (specie se operanti nei settori vigilati), il consiglio di amministrazione è formato (ed anzi, sovente, deve essere formato) da amministratori indipendenti i quali dunque non fanno parte dell'organizzazione aziendale, i top manager godono di un regime di sostanziale irresponsabilità per le conseguenze in ipotesi pregiudizievoli dei loro atti (all'infuori delle sanzioni personali che le Autorità di settore possono comminare anche ai dirigenti dei soggetti vigilati e degli emittenti). E ciò in quanto – come è noto – le azioni per far valere la richiesta di risarcimento dei danni derivanti da una gestione in violazione degli obblighi di legge possono essere proposte dai soci e/o dai creditori nei confronti dei soli amministratori (e, eventualmente, del direttore generale, qualora svolga mansioni equiparabili) e non anche dei dirigenti.

Incidentalmente, v'è da chiedersi se la crescente tendenza della regolamentazione speciale (e dell'autoregolamentazione) applicabile ai soggetti vigilati e agli emittenti a favore della formazione di consigli di amministrazione a maggioranza o comunque con

---

<sup>6</sup> Mi riferisco al suo risalente scritto *La traslazione dei poteri di gestione nei gruppi di società: i "management contracts"*, in *Contratto e impresa*, 1987, 436 ss.

larga prevalenza di amministratori indipendenti non richieda una considerazione critica, proprio alla luce dei rischi di sostanziale irresponsabilità di coloro i quali, specie nelle imprese medio-grandi, sono i veri “gestori” del business aziendale, ossia i principali dirigenti aziendali.

Naturalmente, la scelta da parte della disciplina societaria di diritto comune di intervenire nella materia dei ruoli e dei poteri del management, e con quali modalità, è tutt'altro che agevole ed è indubbiamente non priva di insidie. In ogni caso, essa andrebbe attentamente meditata e richiederebbe una approfondita riflessione che non mi è ovviamente possibile svolgere in questo breve scritto. Mi pare però che continuare a ignorare, come fa la disciplina societaria, un aspetto cruciale dell'organizzazione delle imprese moderne, quale è quello della “traslazione” dei poteri – per utilizzare l'efficace espressione coniata anni fa da Paolo – di gestione dagli amministratori al management (e all'esterno dell'impresa) costituisca una scelta foriera di incertezze e di rischi per gli amministratori tale da imporne un prossimo ripensamento.



# RESPONSABILITÀ SOCIALE DELL'IMPRESA E NUOVI OBBLIGHI DEGLI AMMINISTRATORI. LA GIUSTA VIA DI ALCUNI LEGISLATORI

di Carlo Amatucci

SOMMARIO: 1. Un passato che ritorna. – 2. La *corporate social responsibility* tra obiettivi sociali desiderabili ed eliminazione delle esternalità: riforme e prospettive di riforma. – 3. Cenni alle origini della “*shareholder primacy*” in una antica pronuncia controversa. – 4. Un dibattito autorevole. – 5. Gli obblighi degli amministratori e l’“*Enlightened Shareholder Value*” nel *Companies Act* del 2006. – 6. La “considerazione” degli interessi sociali ed ambientali tra gli obblighi degli amministratori francesi.

1. *Un passato che ritorna.* – Il tema risalente, pressoché sconfinato<sup>1</sup>, della responsabilità sociale dell’impresa ha registrato negli ultimi venti anni<sup>2</sup> – e non solo nella letteratura specialistica – un picco di interesse crescente con inevitabili ricadute su questioni di notevole spessore teorico<sup>3</sup>, quali lo scopo e/o l’interesse che perseguono le

---

<sup>1</sup> Esordiscono in termini di “*sterminata letteratura*” le attente considerazioni di A. BASSI, *La CSR doctrine di fronte ai creditori, stakeholders di prima istanza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 175., che mettono in luce alcune prospettive di indagine del tutto nuove.

<sup>2</sup> Il ritorno in auge di tali interrogativi nella letteratura specialistica può forse, in parte, coincidere con il noto contributo di H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, in *Georgetown Law Journal*, 2001, vol. 89, 439, per i quali il modello fondato sulla valorizzazione dell’interesse dei soci e su un agire degli amministratori in funzione di tale obiettivo non avrebbe avuto valide alternative e che la considerazione di interessi diversi da quelli dei soci andava rintracciata altrove. Cfr. M.E. PORTER, M.R. KRAMER, *Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility*, in *Harv. Business Review*, 2006, vol. 84, 78-92, i quali, attraverso la formula del “*Created shared value*”, affermano che le società possano trasformare i problemi sociali nei quali impatta la loro attività d’impresa in opportunità di crescita, modello che ha ricevuto una vasta considerazione; R.E. FREEMAN, J.S. HARRISON, S. ZYGLIDOPOULOS, *Stakeholder theory*, Cambridge 2018, per i quali le origini della “*stakeholder perspective*” si riconnettono al tentativo di verificare un modo alternativo di comprendere la produzione di valore da parte delle società commerciali (1, 2); sul punto v. soprattutto, M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto. Chi lo produce e chi lo sottrae nell’economia globale*, Bari, 2018, 176.

Tra i molti, per una valutazione critica del modello, v. A. CRANE, G. PALAZZO, L.J. SPENCE, D. MATTEN, *Contesting the value of “creating shared value”*, in *California Management Review*, vol. 56, 2014, 130.

<sup>3</sup> B. SJAFJELL, C.M. BRUNER (a cura di), *Corporate law, corporate governance e sustainability*, Cambridge, 2020; J.S. HARRISON, J.B. BARNEY, R.E. FREEMAN, R.A. PHILLIPS, *The Cambridge handbook of stakeholder theory*, Cambridge, 2019. Tra i molti, v. S.M. BAINBRIDGE, *Director primacy: the means and ends of corporate governance*, in SSRN, 2002: <https://ssrn.com/abstract=299743> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299743>; L. STOUT, *The shareholder value myth*, San Francisco, 2012, Berret-Koehler Publishers. Ma v. D. MILLON, *Radical shareholder primacy*, in *Un. St. Thomas L. J.*, 2013, vol. 10, 1013; come L.E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, in SSRN, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3461924>. Ampia ed accurata la ricerca di L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance*, in *Cornell Law Rev.*, 2020, vol. 106, 91, i quali individuano una accentuata emersione dello “*stakeholderism*” nell’ultimo decennio. Le critiche da loro mosse alla “*stakeholder governance*” han-

società<sup>4</sup>. Si sono riproposte letture del fenomeno ed affinate ipotesi di revisione dei modelli di gestione e di responsabilità dell'impresa, accomunate dall'obiettivo di non porre più al centro degli obblighi degli amministratori – resta questo, da circa un secolo, il terreno principale di confronto teorico – la massimizzazione dell'interesse dei soci ed il conseguimento del profitto nel breve termine.

L'obiettivo generale di una “crescita sostenibile” – che ha una cittadinanza poco più che teorica nel nostro ordinamento dal 2006<sup>5</sup> e la cui più accreditata definizione la ritiene corrispondere allo «sviluppo che soddisfa gli interessi del presente senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare i propri»<sup>6</sup> – si è imposto, nei tempi più recenti, al centro delle cronache economiche, accompagnato da un'onda mediatica che ha recepito l'attenzione dei consumatori verso modelli di sviluppo economico compatibili con l'ambiente, con gli interessi dei lavoratori, dei fornitori, delle comunità, della sicurezza etc., ossia con le *constituencies*<sup>7</sup> più rappresentative, ritenute vulnerate da un agire delle imprese non più coerente con le stesse.

Il rinnovato interesse per la *corporate social responsibility*<sup>8</sup> e le contigue ricerche sullo scopo ultimo dell'attività economica hanno condotto all'enucleazione di concetti

no suscitato l'ennesimo dibattito sul tema, questa volta con C. MAYER, *Shareholderism versus stakeholderism – A misconceived contradiction. A comment on “The illusory promise of stakeholder governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*, in *SSRN*, 2020 <https://ssrn.com/abstract=3617847>, illustre studioso dei profili economico aziendalistici della CSR.

Sulle tematiche della CSR si segnalano esponenti di giurisdizioni avanzate in materia di impresa (mi riferisco al *corpus* del diritto societario del Delaware che, per tanti aspetti, rappresenta la parte più significativa di quel ramo del diritto nell'ordinamento americano), tra i quali L.E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, in *SSRN*, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3461924>.

<sup>4</sup>E. ROCK, *For whom is the corporation managed in 2020?: the debate over corporate purpose*, in *SSRN*, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3589951>; A. KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, 2011, 114 ss.

Prospettive che hanno naturalmente suscitato l'interesse della dottrina italiana, v. U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. soc.*, 2021, 2; M. STELLA RICHTER, *Long-Termism*, ibidem, 2021, 16; M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2013, n. 1, 1; AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Atti del Convegno del 9 ottobre 2009, Milano, 2010; V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 257.

<sup>5</sup>Il principio dello sviluppo sostenibile è entrato a far parte dell'ordinamento italiano con il Codice dell'ambiente introdotto dal d.lgs. n. 152/2006 (così come modificato dal d.lgs. n. 4/2008), il cui art. 3-*quater* statuisce che «ogni attività umana giuridicamente rilevante ai sensi del presente codice deve conformarsi al principio dello sviluppo sostenibile, al fine di garantire che il soddisfacimento dei bisogni delle generazioni attuali non possa compromettere la qualità della vita e le possibilità delle generazioni future». Per un recente approfondimento delle tematiche, cfr. CNDC, *Creazione di valore e sustainable business model*, 2020, [https://commercialisti.it/visualizzatorearticolo?\\_articleId=1429793&plid=32317](https://commercialisti.it/visualizzatorearticolo?_articleId=1429793&plid=32317).

<sup>6</sup>Quella fornita dalla BRUNDTLAND COMMISSION, che B.L. JACOBS, B. FINNEY, *Defining sustainable business – beyond greenwashing*, in *Virginia Environmental Law Journal*, 2019, vol. 37, No. 2 (2019), 130, ritiene sia “one with which there is broad consensus”.

<sup>7</sup>Per mutare l'espressione di molte legislazioni di Stati americani che, a partire dagli anni '80 del secolo scorso, hanno consentito agli statuti sociali e agli amministratori di «take into account the interests of a variety of corporate stakeholders in carrying out their fiduciary duties to the corporation», così, B.H. McDONNELL, *Corporate constituency statutes and employee governance*, in *William Mitchell Law Rev.*, 2004, vol. 30, 1227.

<sup>8</sup>Sulla riconducibilità dell'espressione “social responsibility” all'economista HOWARD BOWEN negli anni '50 del secolo scorso, v. E. POLLMAN, *Corporate social responsibility, ESG and compliance*, in *SSRN*, 2019, [SSRN: https://ssrn.com/abstract=3479723](https://ssrn.com/abstract=3479723).

aventi un profondo valore sul piano teorico ed applicativo, dai quali non potrà più prescindere negli studi economici e giuridici in materia di impresa. Mi riferisco all'elevata qualità dei dibattiti che tale interesse ha stimolato, nonché alle risultanze di ricerche di enti ed istituzioni, pubbliche e private. Dal Rapporto del 2020 “*Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*”<sup>9</sup>, elaborato dalla ERNST & YOUNG per la Commissione Europea, al “*Purposeful business*” del 2021, curato dalla British Academy nell’ambito della ricerca sul “*Future of the corporation*” — conclusosi con uno studio<sup>10</sup> tra i più ambiziosi tentativi di riforma del capitalismo del ventunesimo secolo<sup>11</sup> — al Rapporto della “*Purposeful Company*” del 2021<sup>12</sup>, redatto da un consorzio di società del FTSE, alle dichiarazioni di avanguardia<sup>13</sup> (almeno nei propositi) assunte dalla *Business Roundtable* nel 2019<sup>14</sup> su questioni di vertice circa il ruolo dell’impresa nel mondo contemporaneo e sulle ragioni stesse della sua esistenza.

Non sono mancate iniziative e campagne pubblicitarie sempre più invasive volte a rimarcare la sensibilità verso i problemi tipici della responsabilità sociale e l’attenzione per modelli di crescita attenti agli interessi degli *stakeholders*. Sembra quasi — stando almeno alle roboanti enunciazioni, oramai presenti nella pubblicità e nei siti delle grandi imprese, anche di quelle che palesemente sono artefici di condotte contrastanti con la CSR — che una parte sempre più consistente della produzione mondiale di beni e servizi, a cominciare dai mercati bancari e finanziari, sia indirizzata verso orizzonti di sostenibilità.

<sup>9</sup> European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers Publications Office, 2020, <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>.

<sup>10</sup> *Policy and practice for purposeful business. The final report of the future of the corporation programme*, Londra, Settembre 2021, disponibile su <https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/policy-and-practice-for-purposeful-business/>.

<sup>11</sup> FINANCIAL TIMES, (2019), *Moral Money: Green policies break through logjam of ‘Brexit election’*, disponibile su: <https://www.ft.com/content/8f281dd4-10a5-11ea-a7e6-62bf4f9e548a>.

<sup>12</sup> TPC STEERING GROUP, *The Purpose tapes*, Maggio 2021, disponibile su <https://thepurposefulcompany.org/>.

<sup>13</sup> Nella letteratura italiana, v., in particolare, P.G. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 1303; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall’organizzazione al mercato*, in *ODC*, 2019, 3, 615; M. MAUGERI, “*Pluralismo*” e “*monismo*” nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo statement della Business Roundtable, *ibidem*, 637; *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di Perrone, *ibidem*, 589).

<sup>14</sup> Per le prime prese di posizione in tal senso da parte della *Business Roundtable*, v. G. VON STANGE, *Corporate social responsibility through constituency statutes: legend or lie?*, in *Hofstra Labor and Employment Law Journal*, 1994, v. 11, 461, anche per un commento alla dichiarazione secondo cui «Corporations are chartered to serve both their shareholders and society as a whole» (470). Nel 2019 la *Business Roundtable* ha dichiarato che «businesses have a responsibility to treat all their stakeholders well and to be socially responsible citizens». Emblematiche altresì le lettere annuali del vertice (LARRY FINK) del più grande *asset manager* al mondo (BLACKROCK) ai CEO delle società in cui il primo investe, negli ultimi anni dedicate alla sostenibilità delle imprese, alla transizione energetica (2021), al “*corporate purpose*”, inteso quale “*reason for being*” (2019), alla visione di lungo termine (2020), affermando che «a company cannot achieve long-term profits without embracing purpose and considering the needs of a broad range of stakeholders»; ritenendo che la trasparenza sulle questioni della sostenibilità sarà sempre più un elemento decisivo nell’attrarre capitali per consentire agli investitori di valutare al meglio «which companies are serving their stakeholders effectively» e di modulare conseguentemente l’afflusso di capitali; concludendo che: «Companies must be deliberate and committed to embracing purpose and serving all stakeholders — your shareholders, customers, employees, and the communities where you operate. In doing so, your company will enjoy greater long-term prosperity, as will investors, workers, and society as a whole» (2020). In dottrina, *ex multis*, L. A. BEBCHUK, R. TALLARITA, (nt. 4), 124 e ss., per ampi ed approfonditi riferimenti.

Tendenza, di per sé, certamente meritoria per quelle imprese<sup>15</sup> che danno prova effettiva di una maturata consapevolezza circa le gravi implicazioni derivanti da una crescita economica incontrollata ed insensibile al suo impatto sociale ed ambientale, *stakeholders* questi ultimi rilevanti che le più recenti riflessioni aziendalistiche ritengono siano «in grado di influire sul valore corrente dell'impresa»<sup>16</sup>. Il fenomeno è emblematicamente rappresentato dalla maggiore attenzione<sup>17</sup> che, sul versante delle società più capitalizzate a livello globale, viene prestato ai coefficienti ESG<sup>18</sup> – i quali, nella valutazione dell'impresa, riflettono l'impatto sul costo del capitale di fattori di rischio come quelli relativi alle variabili di governo dell'impresa, alla sostenibilità ambientale, alla considerazione del sociale<sup>19</sup> – che dottrina molto accreditata<sup>20</sup> considera tra i tre grandi cambiamenti che stanno interessando i mercati finanziari americani, insieme al ruolo dominante degli investitori istituzionali ed all'enorme concentrazione proprietaria<sup>21</sup>.

La proclamata valorizzazione della sostenibilità – che diventa quindi pura retorica – si rivela viceversa censurabile per quelle imprese ancora molto condizionate dai risultati di breve periodo, autrici di politiche gestionali poco, o per nulla, attente allo sfruttamento ed alla distruzione delle risorse limitate del pianeta, responsabili dell'erosione dei suoi delicati equilibri, troppo spesso di immani danni all'ambiente<sup>22</sup>, a causa della per-

<sup>15</sup> La valutazione cambia per le piccole imprese secondo M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, cit., 8, per il quale «una qualche forma di impegno in termini di CSR è diventata, praticamente, un punto fermo nelle regole di governo delle grandi imprese, in tutto il mondo capitalistico».

<sup>16</sup> G. BELLAVITE PELLEGRINI, M. DALLOCCHIO, E. PARAZZINI, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, cit., 15, i quali, a proposito della teoria del valore, evidenziano un ritorno alla dimensione neoclassica adeguata dalla presenza della valutazione collettiva del mercato sul «valore che la comunità economica e finanziaria è disponibile ad attribuire a determinate categorie di stakeholders».

<sup>17</sup> Il CNDC, *Creazione di valore e sustainable business model*, cit., 8, rileva la «crescita esponenziale» di ricerche su materie e questioni inerenti la ESG e la *sustainability disclosure*. Iniziative che, in sintonia con la crescente sensibilità generale verso queste problematiche, «hanno contribuito a sviluppare un vero e proprio mainstream dell'economia della sostenibilità».

<sup>18</sup> G. BELLAVITE PELLEGRINI, M. DALLOCCHIO, E. PARAZZINI, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, cit. Ed invece EESG, ossia con l'aggiunta di una "E", costituita da *Employee*, per L.E. STRINE, K.M SMITH, R.S. STEEL, *Caremark and ESG, perfect together: a practical approach to implementing an integrated, efficient and effective Caremark and EESG strategy*, in SSRN, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3664021>. Ma v. anche E. POLLMAN, *Corporate social responsibility, ESG, and compliance*, in SSRN, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3479723>; P.G. MAHONEY, J.D. MAHONEY, *The new separation of ownership and control: institutional investors and ESG*, in SSRN, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3809914>.

<sup>19</sup> Interessante il dato secondo il quale circa la metà delle prime cento società FTSE incorporano almeno un coefficiente ESG nei loro piani di incentivazione della remunerazione dei dirigenti.

<sup>20</sup> J. COFFEE, *The future of disclosure. ESG, common ownership, and systematic risk*, in *ECGI working paper* n. 541/2020, SSRN, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3678197>.

<sup>21</sup> J. COFFEE, *The future of disclosure*, cit.,: «Institutional investors now dominate both trading and stock ownership; the three largest U.S. institutional investors now hold 20% and vote 25% of the shares in S&P 500 companies», 1.

<sup>22</sup> Con riferimento al disastro della *British Petroleum* nel golfo del Messico nel 2010, v. le dure critiche di M. CHERRY, J. SNEIRSON, *Beyond profit: rethinking corporate social responsibility and greenwashing after the BP oil disaster*, in *Tulane Law Rev.*, 2011, vol. 85, 983, alla *corporate governance* di alcune grandi imprese proprio sotto il profilo delle inadeguatezze successivamente rilevate, che hanno fatto emergere una cultura di quell'azienda assai poco sensibile rispetto alla «worker safety and environmental standards». Ciò a dispetto di un profilo mediatico della società attento alle problematiche ambientali e sostenitore della CSR, decisamente contrastante con le sue pratiche: «BP's advertising image was so strikingly different from the harsh realities of its environmental and safety record».

severante adozione di sistemi produttivi e tecniche di smaltimento inadeguate e di strumenti di controllo inefficaci, di rapporti col personale scarsamente etici e di pratiche aggressive nei confronti dei consumatori. Lo conferma il lentissimo incedere di modelli industriali – si pensi soltanto alle potenzialità della c.d. *circular economy* – che, in molti settori di impresa, potrebbero accelerare la transizione verso una produzione sostenibile, nonché il ricorso a licenziamenti di massa anche quando l'andamento economico finanziario non lo imporrebbe. Si condividono pertanto le perplessità per il rischio di atteggiamenti retorici, dettati più da strategie di marketing che non da una effettiva volontà di cambiamento: «*Skepticism exists about whether that statement is just talk*»<sup>23</sup> (il riferimento di questo Autore è proprio alle conclusioni della *Roundtable* del 2019). Così come vanno censurate le non recenti e sempre più diffuse strategie di comunicazione finalizzate a conseguire una reputazione ecologica di facciata (c.d. “*greenwashing*”), distogliendo l'attenzione dell'opinione pubblica dall'adozione di pratiche tutt'altro che responsabili<sup>24</sup>. Fenomeno inquadrabile e sanzionabile sotto il profilo della pubblicità ingannevole<sup>25</sup>.

Nella letteratura economica e giuridica si è tornati a discutere, in alcuni Paesi più che in altri, del paradigma della massimizzazione dell'interesse dei soci, della sua controversa primazia e dei suoi limiti, con una rinnovata consapevolezza dettata anche dalla grande crisi finanziaria del 2008 che ha indotto ad interrogarsi sull'infallibilità del mercato e sulla sua capacità di esprimere “prezzi di equilibrio”<sup>26</sup>. I segnali inquietanti provenienti dalle condizioni di salute del nostro pianeta hanno consentito, con argomenti spesso nuovi e seducenti, di rimettere in discussione – ricorrendo ai postulati della “*stakeholders theory*”<sup>27</sup> – il dogma dello “*shareholder value*” o la teoria, per certi

<sup>23</sup> L.E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, cit., 8.

<sup>24</sup> Tra i molti, cfr. B. L. JACOBS, B. FINNEY, *Defining sustainable business. Beyond greenwashing*, in *Virginia Environmental Law Journal*, 2019, v. 37, 89, per i quali la mancanza di una precisa definizione di “*sustainable business*”, associate alla proliferazione di beni e servizi in tal modo etichettati dalle imprese, «*exposes businesses to accusations of “greenwashing” arising from the exploitation of ambiguity and consumer confusion*», (90); tra gli ultimi, J. ARMOUR, L. ENRIQUES, T. WETZER, *Green pills*, in *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper* n. 65, 2022, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4190268> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4190268>, rilevano come le imprese che attuano tali pratiche «*capture the benefits of climate-conscious investors' additional valuations without incurring the actual costs of associated emission reductions. Straightforward lying about current emission levels is likely to be found out quite quickly*» (26).

<sup>25</sup> Come ha stabilito recente giurisprudenza (Trib. Gorizia, 26 novembre 2021), sulla base dell'art. 12 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale, per il quale: «*La comunicazione commerciale che dichiara o evoca benefici di carattere ambientale o ecologico deve basarsi su dati veritieri, pertinenti e scientificamente verificabili*». Per il Tribunale «*A fronte di un'espansione rapida del fenomeno patologico del green-washing, può ravvisarsi pubblicità ingannevole in messaggi pubblicitari che inducono nel consumatore un'immagine green dell'azienda senza dar conto di quali siano le politiche aziendali che consentono un maggior rispetto dell'ambiente e riducano fattivamente l'impatto ambientale dei prodotti*».

<sup>26</sup> G. BELLAVITE PELLEGRINI, M. DALLOCCHIO, E. PARAZZINI, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, 16, che osservano come all'indomani del collasso della *Lehman Brothers*, “ben 146 società dello S&P 500 [...] erano tecnicamente distressed rispetto a quanto rilevato solo un anno e mezzo prima”.

<sup>27</sup> Per una ricostruzione della quale, nella vastissima letteratura, v. A. KEAY, *Stakeholder theory in corporate law*, in *Richmond Journ. of Corp. Law & Bus.*, 2010, vol. 9, 248. Oltre venti anni prima non possono passare inosservate le riflessioni sociologiche e filosofiche, alquanto radicali e suggestive, di W.M. EVAN, R.E. FREEMAN, *A stakeholder theory of the modern corporation: kantian capitalism*, in *Ethical theory and business*, a cura di T.L. BEAUCHAMP, N.E. BOWIE, Englewood Cliffs, 1988, 97.

versi più radicale, della “*shareholder primacy*”<sup>28</sup>, paradigmi progressivamente revocati in dubbio sulla base di approcci teorici differenti<sup>29</sup> che possono ben sintetizzarsi con la definizione di “*communitarian view*”, secondo la quale gli amministratori dovrebbero gestire le società «*for the benefit of all potential stakeholders*»<sup>30</sup>. O più precisamente, posto che per *stakeholders* si intendono tutti coloro che possono essere dalla società condizionati (o condizionarla), giocando gli stessi «*a vital role in the success of the corporate enterprise*», ne discende che gli amministratori debbano considerare «*the interests of all stakeholders when making decisions*»<sup>31</sup>.

Il ventennio trascorso ha visto, insomma, ridimensionarsi taluni assiomi di orientamenti consolidati ed autorevoli<sup>32</sup> che, nella prospettiva della corrente di pensiero della “*law-and-economics*” applicata al diritto societario – tra i tanti rami del diritto che ne furono condizionati – dominante nella seconda parte del ventesimo secolo, ritenevano che la massimizzazione dell’interesse degli azionisti costituisse il principale, se non l’unico, obiettivo per gli amministratori di società<sup>33</sup> al fine di garantire l’efficienza delle imprese, e che il problema dei costi di agenzia – nei rapporti tra i primi e gli azionisti – fosse il più rilevante per il diritto societario<sup>34</sup>.

Studi e ricerche hanno ripreso ad occuparsi di problemi che, riproponendo taluni tradizionali interrogativi di fondo sullo scopo/interesse della società<sup>35</sup>, sulla sua “ragion d’essere”, hanno messo in dubbio la sostenibilità – con effetti purtroppo già pregiudizievoli per le prossime generazioni, come si anticipava – delle modalità di esercizio dell’attività economica secondo i criteri ed i canoni sino ad oggi conosciuti.

Tali approfondimenti sono andati di pari passo con la teorizzazione e lo sviluppo concreto di nuovi modelli di creazione del valore e di tecniche alternative nella produ-

<sup>28</sup> Tra le migliori ricostruzioni della quale v. J.F. SNEIRSON, *The history of shareholder primacy, from Adam Smith through the rise of financialism*, in B. SJAFJELL, C.M. BRUNER (a cura di), *Corporate law*, cit., 73; A. KEAY, *The corporate objective*, cit., 40 ss. Per una distinzione tra la teoria dello “*shareholder value*” e la teoria della “*shareholder primacy*”, v. B. SJAFJELL, *Realising the potential of the board for corporate sustainability*, in B. SJAFJELL, C.M. BRUNER (a cura di), *Corporate law*, cit., 697-698.

<sup>29</sup> Dei quali, a titolo del tutto esemplificativo, si possono ricordare: C.M. BRUNER, B. SJAFJELL, *Corporate law, corporate governance and the pursuit of sustainability*, cit., 713; C. MAYER, *Firm commitment*, Oxford, 2012; A. KEAY, *The corporate objective*, cit.; L. MITCHELL, a cura di, *Progressive corporate law*, Boulder, 1995; D. MILLON, *New directions in corporate law: communitarians, contractarians and crisis in corporate law*, in *Washington and Lee Law Rev.*, 1993, vol. 50, 1373.

<sup>30</sup> “*such as creditors, employees, suppliers, customers and the communities in which the company operates*”, prosegue A. KEAY, *The corporate objective*, cit., 70, con ampi riferimenti di letteratura.

<sup>31</sup> A. KEAY, *Stakeholder theory in corporate law*, cit., 257.

<sup>32</sup> E. B. ROCK, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in *Uni. Pa. Law Rev.*, 2013 vol. 161, 1907; H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The end of history*, cit., 439.

<sup>33</sup> “[...] *inspired by law and economics, that the board and senior managers are the agents of shareholders and must maximize returns to shareholders*”, così, B. SJAFIELL, *Realising the potential of the board for corporate sustainability*, cit., 698.

<sup>34</sup> D. MILLON, *Radical shareholder primacy*, cit., 1031, nell’ambito di una efficace ricostruzione delle basi concettuali e dell’evoluzione del pensiero degli economisti e giuristi che diedero vita alla celebre Scuola di Chicago.

<sup>35</sup> Cfr. le vaste ed approfondite indagini di A. KEAY, *The corporate objective*, cit.; ID., *The enlightened shareholder value principle and corporate governance*, Abington, 2013, certamente tra gli scrittori più attenti e sensibili al tema. Nella nostra letteratura, tra i più validi contributi, v. P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303.

zione dei beni come, per l'appunto, l'economia circolare<sup>36</sup> – in perfetta simbiosi con gli strumenti dell'intelligenza artificiale – la *green economy*<sup>37</sup>, la *blue economy*<sup>38</sup>, la bioeconomia. Ambiti di indagine assenti nei paradigmi dell'economia neoclassica, sui quali si fondano il fenomeno economico e la nozione giuridica di impresa, secondo la quale un'impresa crea valore<sup>39</sup> quando i ricavi ottenuti dall'esercizio della propria attività sono superiori ai suoi costi – della considerazione del ruolo svolto nel processo produttivo dalle risorse naturali e dall'energia, e degli effetti che tale crescita ha sul consumo (i. e. distruzione) delle risorse naturali e sull'entropia.

La prospettiva non recente della bioeconomia<sup>40</sup> pone a base del processo di creazione di valore il fatto che esistono dei limiti nell'utilizzo e sfruttamento delle risorse. Nella definizione di valore creato bisogna, inoltre, tener conto che non esiste la sola componente finanziaria, ma esiste anche la componente economica, sociale ed ambientale. Profili che, per il loro potenziale e rivoluzionario impatto sui modi di produzione, enfatizzano il lato virtuoso dell'impresa, rappresentato dall'innovazione e dalla creatività<sup>41</sup>.

2. *La corporate social responsibility tra obiettivi sociali desiderabili ed eliminazione delle esternalità: riforme e prospettive di riforme.* – Rispetto alle precedenti stagioni di riflessione giuridica ed economica – a partire da quella dei primi decenni del secolo scorso, mettendo in disparte la non meno ricca riflessione sociologica ed aziendalistica – ai quali va l'indubbio merito di aver intuito l'importanza del problema ed avviato, nella letteratura mondiale, una diffusa sensibilità verso la responsabilità sociale dell'impresa, il primo ventennio di questo millennio sarà ricordato non soltanto per la rivisitazione di quelle teoriche in una chiave originale e adeguata all'evoluzione dei tempi ma, quel che è più rilevante, per alcune eloquenti ricadute applicative, tradottesi in termini di nuovo diritto positivo che, in alcuni ordinamenti, ha preso coscienza della portata degli interessi in gioco, fornendo i primi strumenti normativi di regolamentazione del fenomeno.

Il riferimento è alle coraggiose riforme del legislatore inglese del 2006 e del legislatore francese del 2019 che, introducendo un sensibile temperamento alla primazia

<sup>36</sup> F. DE LEONARDIS, *Economia circolare: saggio sui suoi diversi aspetti giuridici. Verso uno Stato circolare*, in *Dir. amm.*, 2017, 168.

<sup>37</sup> *Ex multis*, diffusamente, cfr. A. MOLITERNI, *La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico*, in *Riv. quadr. dir. amb.*, 2020, 32.

<sup>38</sup> R. FERRARA, *Brown economy, green economy, blue economy: l'economia circolare e il diritto dell'ambiente*, in *Il Piemonte delle Autonomie – Rivista quadrimestrale di scienza dell'Amministrazione promossa dal Consiglio regionale del Piemonte*, 2018, 1 ss.

<sup>39</sup> Si veda al riguardo l'ampia e stimolante indagine di M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 9, per la quale creazione di valore si identifica con le modalità «in cui tipologie diverse di risorse (umane, fisiche e intangibili) vengono impiegate e interagiscono per produrre nuove merci e servizi», dunque il valore come «processo attraverso il quale la ricchezza viene creata». Con estrazione di valore l'A. intende le attività che si occupano del «trasferimento di risorse e prodotti esistenti, e su come guadagnare in maniera sproporzionata dalla loro commercializzazione» (9).

<sup>40</sup> N. GEORGESCU, ROEGEN, *Bioeconomia. Verso un'altra economia ecologicamente e socialmente sostenibile*, a cura di BONAIUTI, Torino, 2003.

<sup>41</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes between the enterprise and the corporation: the case of the new French law on corporate purpose*, in *Journal of Business Ethics*, 2020, <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04439-y>.

dell'azionista perseguibile dagli amministratori, hanno recepito – con un obiettivo salto in avanti rispetto al Paese dove ha preso forma la CSR<sup>42</sup> – modelli di gestione riconducibili alla visione del c.d. “*enlightened shareholder value*” (ESV), che attenua, ridimensiona l'esclusività dell'interesse del socio alla massimizzazione del profitto. Così contrapponendosi alla più eloquente e tradizionale enunciazione della *shareholder primacy*, sostenuta dall'economista M. FRIEDMAN<sup>43</sup> nel celebre contributo teorico del 1970 – decisivo, assieme agli studi di M. JENSEN e W. MECKLING<sup>44</sup> sui costi di agenzia, altresì per il fortunato esordio della corrente di “*law and economics*” – il quale, muovendo dalla convinzione per cui i soci sono i proprietari della società<sup>45</sup>, concludeva che questa non potesse perseguire scopi diversi dal profitto. Prospettiva che, secondo la diversa impostazione emersa in tempi più recenti, «rivalutava una visione a breve termine e sminuiva la visione a lungo termine»<sup>46</sup>, nonché, determinando un elevato *turnover* dei trasferimenti azionari, generava aspettative degli investitori dettate più dai movimenti a breve termine delle azioni che non dal valore a lungo termine della società<sup>47</sup>.

La ESV postula, per contro, che il profitto vada perseguito compatibilmente con le sue conseguenze di lungo periodo della società e con l'interesse dei dipendenti, dei fornitori, delle comunità e dell'ambiente etc., a non ricevere pregiudizio dall'attività d'impresa e a non subire le sue esternalità. Concetto non proprio coincidente con l'idea più diffusa, ed anche più combattuta, di responsabilità sociale dell'impresa, come dimostrano le parole di MILTON FRIEDMAN allorquando stigmatizzava l'assunto secondo cui «*business is not concerned “merely with profit but also with promoting desirable ‘social’ ends”*»<sup>48</sup>.

Il punto, lo si argomenterà meglio, è che in una prospettiva autentica di CSR, per certi versi più praticabile, se è vero che l'impresa non può promuovere «*obiettivi sociali desiderabili*», non può neppure ignorare gli effetti negativi delle sue esternalità. C'è una

<sup>42</sup> M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 11-12, sull'accoglienza che la CSR ha ricevuto in Europa.

<sup>43</sup> *The social responsibility of business is to increase its profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 Settembre 1970, in <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>: «*there is one and only one social responsibility of business, to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud*».

<sup>44</sup> *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, 305.

<sup>45</sup> «*in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation*», così, M. FRIEDMAN, *The social responsibility of business is to increase its profits*, cit. Per una valutazione delle linee di sviluppo del pensiero di FRIEDMAN, JENSEN, MECKLING (suoi ex studenti), cfr. M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 181, quindi per la considerazione delle loro riflessioni sui costi di agenzia e sulla difficoltà di responsabilizzare i dirigenti attraverso il rafforzamento del mercato (181-182) e la prosperità delle società. Da cui l'esigenza di massimizzazione del valore degli azionisti: «*in questo modo gli azionisti avrebbero indirettamente reso i dirigenti responsabili. [...] L'obiettivo prioritario delle imprese divenne quello di massimizzare il valore per gli azionisti, rappresentato dal prezzo delle azioni*» (182).

<sup>46</sup> V. M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 182, anche sulle origini del c.d. *short-termism*, 192.

<sup>47</sup> M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 190, che, citando i dati di società di consulenza note a livello mondiale, parla di vera e propria «*ossessione delle società sui risultati trimestrali*». Tra le decisioni orientate al breve termine si segnala il fenomeno del massiccio acquisto di azioni proprie, destinate inevitabilmente a ridurre gli investimenti in ricerca e sviluppo ed a non creare valore a lungo termine. L'A. riferisce al riguardo di numeri “impressionanti” (178).

<sup>48</sup> M. FRIEDMAN, *The social responsibility of business is to increase its profits*, cit.



visione della CSR – di gran lunga la più diffusa – che vorrebbe assegnare all’impresa la “*social conscience*” di cui scriveva FRIEDMAN, ossia l’assunzione di «*responsibilities for providing employment, eliminating discrimination, avoiding pollution etc.*», che auspicherebbe di affidarle «*il compito di soddisfare esigenze di equità sociale*»<sup>49</sup>. Concezione che non sembra rivelarsi la più corretta e praticabile, oltre ad esporsi agevolmente ad obiezioni teoriche difficilmente superabili. Esiste invece una diversa prospettiva della CSR, più consona ad essere normativamente recepita, che attribuisce alle società il compito di farsi carico delle esternalità riversate sugli *stakeholders*, più che di sposare una vocazione etica dell’impresa volta a sobbarcarsi dei problemi delle comunità, del pianeta etc. «*una gestione aziendale che, senza perdere di vista la finalità lucrativa, riesca a ridurre le esternalità negative*»<sup>50</sup>.

Degno di una fugace notazione – se non altro perché relativo all’ordinamento in cui si delinearono per prime certe istanze a favore della CSR – è il disegno di riforma contenuto nell’*Accountable Capitalism Act*, presentato nel 2018 al Congresso americano dalla senatrice (nonché autorevole studiosa del diritto della crisi d’impresa) E. WARREN. Si tratta di una proposta di riforma che, se attuata, avrebbe una portata epocale per la valorizzazione degli interessi esterni all’impresa e la loro ponderazione rispetto a quelli della società e dei suoi azionisti – attraverso un deciso ripensamento degli obblighi degli amministratori in quell’ordinamento – e che, nel contempo, assegnerebbe un ruolo ai lavoratori nella *governance* delle grandi società azionarie. Dato sicuramente rivoluzionario per un diritto societario, come quello nordamericano, tradizionalmente per nulla incline al riconoscimento di tale componente nel governo delle società.

Gli enunciati normativi delle nuove disposizioni anglo-francesi – poco salutate dalla dottrina italiana<sup>51</sup> – e di quelle, *de iure condendo*, del diritto statunitense hanno segnato il superamento di un’epoca ancora presente nei sistemi giuridici di tutte le principali economie. Quella di una *corporate social responsibility* relegata nella sfera della volontarietà e dell’autonomia negoziale, rimessa alla propensione etica delle singole società, talvolta oggetto di un mero compito promozionale da parte del legislatore<sup>52</sup>, scelta statutaria nelle società *benefit*<sup>53</sup>, moderatamente valorizzata dalle prescrizioni europee in materia di rendicontazione delle informazioni non finanziarie<sup>54</sup>, fondate sulla considerazione dei fattori ESG.

<sup>49</sup> Di cui parla M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 3, nella ricostruzione della teoria dello *shareholder value*.

<sup>50</sup> «[...] qual è, in ultima analisi, quella auspicata dai fautori della CSR», così, M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 9.

<sup>51</sup> Con la relativa eccezione, per l’importante riforma del legislatore francese, di tre contributi, pur sempre di autori francesi, pubblicati in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, n. 3 dei quali si terrà conto nel corso di questo contributo.

<sup>52</sup> M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 17, a proposito c.d. statuto delle imprese di cui al d.lgs. n. 180/2011, disciplina notoriamente negligita.

<sup>53</sup> C. ANGELICI, *Società benefit*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, n. 2, 6. A. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interessi dei terzi: il ruolo degli amministratori e i profili di responsabilità in Italia e negli Stati Uniti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 40.

<sup>54</sup> *Ex multis*, v. CONSOB, *Report on non-financial reporting of Italian companies*, 2019. V., diffusamente, S. FORTUNATO, *L’informazione non finanziaria nell’impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 420.

Le riforme anglo-francesi hanno viceversa segnato l'approdo ad una disciplina fortemente innovativa delle società di capitali che, seppur tra inevitabili scetticismi, variabili ed incertezze applicative (particolarmente avvertite nell'ordinamento britannico), impone agli amministratori l'adozione di ben precisi criteri direttivi nella gestione dell'impresa. Si è reso diritto positivo, per la prima volta, l'imperativo bilanciamento degli interessi dei soci con quelli diversi «con i quali interferisce l'attività della società»<sup>55</sup>. Si è prevista la considerazione non solo dell'interesse della società e dei soci, bensì degli interessi dei lavoratori, dei fornitori, delle comunità, dell'ambiente etc. Non si è previsto il perseguimento di fini ulteriori rispetto allo *shareholder value*, di natura sociale, ambientale etc. Piuttosto si sono fissati dei condizionamenti e dei limiti – questo è il punto che merita apprezzamento – alle modalità e agli strumenti con i quali le società operano per conseguire il loro scopo statutario.

Il 22 febbraio 2022, il Parlamento Europeo, sulla scorta del citato Rapporto della *ERNST & YOUNG*, ha approvato una proposta di Direttiva sul dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, volta a garantire che le imprese operanti nel mercato interno «adempiano al loro dovere di rispettare i diritti umani, l'ambiente e la buona *governance*, e non producano o contribuiscano a produrre impatti negativi potenziali od effettivi sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona *governance*»<sup>56</sup>. Obiettivo certamente ambizioso e di assai vasta portata – che vorrebbe gli amministratori tenuti a «tener conto sistematicamente delle questioni di sostenibilità nelle decisioni che prendono» (come recita il sessantatreesimo considerando) – fonte immediata di reazioni dottrinali contrastanti<sup>57</sup> che, se realizzato, costituirà un traguardo significativo, indipendentemente dal giudizio e dai risultati, in ogni caso non marginali. Non è possibile, in questa sede, dar conto di tale Proposta che, tuttavia, si colloca appieno nella giusta direzione seguita da alcuni legislatori nazionali.

Va inoltre constatato che fino a quando la Proposta di Direttiva non si è delineata all'orizzonte, tali ambiti di indagine abbiano occupato una certa marginalità nella dottrina italiana (e nella relativa manualistica dove la responsabilità sociale dell'impresa continua ad essere di rado menzionata. Non è questa la sede per approfondire tale originaria freddezza, benché non priva di aperture, ma certamente è da apprezzare l'accresciuta attenzione a seguito delle novità che si agitano nel cantiere del diritto eu-

<sup>55</sup> C. ANGELICI, *Società benefit*, cit., 6.

<sup>56</sup> [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:bc4dcea4-9584-11ec-b4e4-01aa75ed71a1.0010.0/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:bc4dcea4-9584-11ec-b4e4-01aa75ed71a1.0010.0/DOC_1&format=PDF)

<sup>57</sup> EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP, *The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, in *Riv. soc.*, 2021, 276; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, *ibidem*, 475; F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, eternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, *ibidem*, 297; L. ENRIQUES, *The European Parliament draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: stakeholder-oriented governance on steroids*, *ibidem*, 319; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, *ibidem*, 325; P.G. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, *ibidem*, 336; G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, *ibidem*, 365; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, *ibidem*, 375; M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, *ibidem*, 380.

ropeo. Con l'eccezione di alcuni importanti contributi<sup>58</sup> che avevano meritoriamente edificato un sostrato concettuale dal quale ci si sarebbe potuti connettere alle più recenti traiettorie della letteratura internazionale, la giuscommercialistica italiana – condizionata da una “rigida” tradizione contrattualistica<sup>59</sup> – è stata solo di recente attratta dalla responsabilità sociale – prima in occasione dello statuto delle società benefit<sup>60</sup>, poi della disciplina sulla rendicontazione non finanziaria<sup>61</sup> – quindi dallo scopo che perseguono le società. Non è questa la sede per valutare se l'originaria freddezza, non priva di aperture<sup>62</sup>, con la quale, in origine, la teoria della CSR è stata accolta dalla dottrina italiana, sia scemata negli ultimi anni, ma certamente va rilevata una complessiva accresciuta attenzione.

Tra le novità normative da accogliere positivamente v'è, infine, l'inserimento, nel Codice di *corporate governance* di Borsa Italiana del 2020<sup>63</sup>, del principio del “*successo sostenibile*”, definito come «*l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la so-*

<sup>58</sup> Cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, il quale, diffondendosi nella trattazione delle teorie istituzionaliste, rilevava significativamente che se è vero che la S.p.a. «*resta uno strumento di soggetti privati diretto non al perseguimento di astratti fini generali, ma alla concreta realizzazione di un guadagno*» (25), «*non è detto che debba restare sempre, e soltanto, uno strumento per la realizzazione degli interessi di privati capitalisti*» (29).

<sup>59</sup> Così, M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 13. Per una puntuale analisi del pensiero della dottrina italiana, cfr. P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, cit., 84 ss.

<sup>60</sup> F. DENOZZA, A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in *Orizzonti di Diritto Commerciale*, 2017, n. 2, 2, per i quali il modello delle società benefit “non è stato concepito come «*uno strumento di empowerment degli stakeholders non finanziari, ma come uno strumento di valorizzazione dell'autonomia dei soci-investitori*» (2), per consentire a questi ultimi di orientare le loro preferenze sulle «*possibili combinazioni tra perseguimento del profitto e riconoscimento degli interessi dei vari stakeholders*»”.

<sup>61</sup> Statuto delle società benefit rimesso esclusivamente alla volontà ed alla virtù degli imprenditori nel riceverlo, che si pone su un piano ben diverso rispetto al corretto significato della responsabilità sociale dell'impresa. Per tale motivo, evidentemente, passato del tutto inosservato, come conferma il sostanziale silenzio in cui operano le sparute società che lo hanno fatto proprio. Una relativa maggiore attenzione hanno destato la Direttiva europea 2014/95/UE ed il d.lgs. di recepimento n. 254/2016 (e da cui trae spunto), con i quali si è imposto agli “enti di interesse pubblico” l'obbligo della rendicontazione non finanziaria, insieme ad una modalità di gestione dei principali rischi non finanziari con un'ottica di lungo periodo<sup>61</sup>. Interventi sicuramente positivi ma di nicchia, ben lontani dall'aver introdotto un mutamento dei principi che ispirano la gestione d'impresa ed il suo indirizzo rispetto agli scopi ed obiettivi di fondo dell'attività economica.

<sup>62</sup> Escludendo uno “*scetticismo assoluto*”, M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, cit., 19, riconosceva alla CSR degli “*aspetti positivi*”. Respingeva l'idea di ritenere «*l'intero dibattito sulla CSR come declamatorio e come diversivo ideologico*» (14), che ricorda il pensiero di GIUSEPPE AULETTA – il quale metteva in guardia «*contro le versioni formalistiche del contrattualismo che portavano a legittimare, come espressione di libertà contrattuale, qualsiasi volontà espressa dai gruppi di comando interno*» – e considera (15) le esperienze allora in vigore in alcuni degli ordinamenti che contenevano norme di *soft law* (codice tedesco di corporate governance), regolamentari (autorità di regolazione della Nuova Zelanda) e di legge (Regno Unito).

Sulle perplessità che la CSR sollevava tra i giuristi italiani, cfr., per tutti, F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 41, che affermava la non configurabilità giuridica e l'inopportunità di prevedere obblighi fiduciari degli amministratori nei confronti degli stakeholders che «*in assenza di efficaci mezzi in grado di controllare l'uso che gli amministratori potrebbero fare del potere di bilanciare gli interessi dei soci con quelli di altri stakeholders*» rischierebbero «*un aumento smisurato del potere discrezionale*» dei primi.

<sup>63</sup> <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

*cietà*». Principio che risulta, coniugato con riguardo alle funzioni e al ruolo del consiglio di amministrazione, alla remunerazione degli amministratori e al controllo interno, dal quale sarebbe auspicabile il consueto l'impulso ad un suo recepimento nel Codice civile.

3. *Cenni alle origini della "shareholder primacy" in una antica pronuncia controversa.* – Prima di considerare, in tutta la loro significatività, le riforme legislative anglo-francesi che hanno costruito un solido architrave sul quale oramai si configura il diverso statuto dell'impresa collettiva, in grado di far fronte alle grandi sfide del ventunesimo secolo, si impone un rapido richiamo alle basi teoriche, alle origini del pensiero sul quale riposa la teoria della responsabilità sociale dell'impresa. Nella vastità degli orientamenti economici, sociali e giuspolitici che l'hanno riguardata nel corso di un secolo, si rinvengono poche tappe concettuali imprescindibili, propedeutiche, a mio avviso, ad ogni riflessione sullo scopo delle società e sulle istanze di tutela degli *stakeholders*.

La loro considerazione appare opportuna per interpretazioni in controtendenza che hanno ridimensionato alcuni dei corollari che se ne traevano. Mi riferisco, in dettaglio, ad una pronuncia giudiziale e ad un celebre dibattito dottrinale che si situano agli albori dell'enucleazione della *stakeholder theory*, nel corso di un lasso di tempo che va dal 1919 al 1932. Richiamati pressoché in tutti i manuali di diritto societario americano, essi sono stati, per l'appunto, oggetto di convincenti rivisitazioni teoriche.

La sentenza, citata spesso come emblema della "*shareholder primacy*", è della Corte Suprema del Michigan del 1919<sup>64</sup>, che decise una lite tra i fratelli *Dodge* – i quali lamentavano la non distribuzione di utili adeguati all'andamento profittevole della società – e la *Ford Motor Co.*, il cui socio di controllo, provocatoriamente, riteneva di preferire la destinazione di tali utili alla produzione di automobili migliori e alla fissazione di prezzi più competitivi, nonché alla corresponsione di stipendi più elevati ai dipendenti. I giudici respinsero la posizione della società e, riconoscendo le ragioni dei soci di minoranza, formularono la nota massima secondo cui «*A business corporation is organized and carried on primarily for the benefit of the stockholders. The powers of directors are to be employed for that end*»<sup>65</sup>.

La discrezionalità degli amministratori, proseguita dai giudici, occorre che venga esercitata nella scelta degli strumenti per la realizzazione dello scopo di dividere gli utili, non nella possibilità di modificarlo, né tantomeno di andare oltre il medesimo.

<sup>64</sup> 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

<sup>65</sup> Quale azionista di maggioranza della *Ford Motor Company*, Henry Ford, portatore di interessi imprenditoriali non coincidenti con quelli dei soci John e Horas Dodge – i quali pianificavano l'avvio di una propria produzione di automobili, come poi avvenne – fu citato in giudizio da questi ultimi sulla base di decisioni che avrebbero integrato un abuso di potere della maggioranza, vale a dire da una politica distributiva dei dividendi particolarmente restrittiva, contrastante con la cospicua redditività della società. Ford difese la propria politica di dividendi – in modo provocatorio, ben conoscendo i propositi concorrenziali degli avversari ai quali, in questo modo, non consentiva di acquisire la liquidità di cui necessitavano ed intendendo altresì acquisire la loro partecipazione al più basso valore possibile (come poi avvenne) – eccependo la preferenza per strategie d'investimento dell'utile a favore di più efficienti ed economiche autovetture e di migliori stipendi per i dipendenti della società. La Corte Suprema del Michigan accolse la domanda dei fratelli Dodge ed ordinò alla *Ford Motor Company* di pagare agli azionisti uno speciale dividendo.

Conclusioni diffusamente invocate per sostenere che il diritto positivo statunitense – silente sul punto, va rimarcato – esige che le società perseguano lo scopo di massimizzazione del profitto e che, pertanto, gli amministratori abbiano l'obbligo di collocare l'interesse degli azionisti prima di tutti gli altri.

La recente e rinnovata attenzione nei confronti di questa pronuncia è la conseguenza dell'esigenza di "riconcettualizzare" taluni paradigmi del diritto societario americano, come si è emblematicamente rilevato<sup>66</sup>. Accreditata dottrina<sup>67</sup> ha fornito, infatti, solidi argomenti per revocare in dubbio l'aura di certezza che ha circondato la portata di tale decisione in ordine alla primazia dell'interesse degli azionisti nell'ordinamento societario americano. Attraverso una puntuale disamina della letteratura successiva e di alcune pronunce di diverso tenore – prima fra tutte *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Company* del 1985<sup>68</sup>, nella quale i più specializzati giudici del Delaware sostennero che nella «*valutazione degli interessi dell'impresa societaria, gli amministratori possono considerare l'impatto su interessi diversi da quelli degli azionisti (che significa creditori, clienti, dipendenti e forse anche la comunità in senso ampio)*» – la STOUT ha dimostrato la fallacia di alcune conclusioni della pronuncia DODGE V. FORD, muovendo dalla loro fonte assai risalente e non particolarmente specializzata<sup>69</sup>, dalla mancanza di ulteriori statuizioni in tal senso, dal suo insignificante impatto sulla giurisprudenza successiva<sup>70</sup> e dall'essere originata da una tipica vicenda di contrapposizione tra maggioranza e minoranza, non espressamente attinente al dovere degli amministratori di «*maximize shareholder wealth*»<sup>71</sup>, quindi, dopotutto, un *obiter dictum*.

Benché nell'ambito di una più ampia indagine – volta ad inquadrare la fondatezza del potere degli amministratori di introdurre eccezioni alla massimizzazione del profitto – si fosse precedentemente e del pari autorevolmente rilevato che nella pronuncia DODGE V. FORD «*the opinion never stated that directors' exclusive duty is to maximize shareholder profits*»<sup>72</sup>, piuttosto che il profitto fosse il principale, ma non l'esclusivo obiettivo degli amministratori. Così come si segnalava l'assenza di altri precedenti giurisprudenziali che avessero limitato la discrezionalità degli amministratori «*to sacrifice corporate profits in the public interest*»<sup>73</sup> e, soprattutto, il dato che nessuna legislazio-

<sup>66</sup> K. GREENFIELD, *The progressive possibility of corporate law*, in *Australian Journ. Corp. Law*, 2013, vol. 28, 1, per un'efficace sintesi delle fasi alterne del secolo ventesimo in cui la dialettica tra proprietà azionaria e management diversamente si atteggiò e per le più recenti tendenze all'approfondimento di alcune tematiche di allora.

<sup>67</sup> In particolare e più diffusamente, L. STOUT, *Why we should stop teaching Dodge v. Ford*, in *Virginia Law & Business Law Rev.*, 2008, vol. 3, 163; ID., *The toxic side effects of shareholder primacy*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2013, vol. 161, 2003; ma già D. GORDON SMITH, *The Shareholder Primacy Norm*, in *J. Corp. L.*, 1998, vol. 23, 277; E. ELHAUGE, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interests*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 2005, vol. 80, 733, 738; D. MILLON, *Radical shareholder primacy*, cit., 1023.

<sup>68</sup> UNOCAL CORP. V. MESA PETROLEUM CO., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>69</sup> Come sarebbe stata una Corte dello Stato del Delaware, del New York, della California o del Massachusetts, L. STOUT, *Why we should stop teaching Dodge v. Ford*, cit., 167.

<sup>70</sup> L. STOUT, *Why we should stop teaching Dodge v. Ford*, cit., 166 ss., rilevando che la più giurisprudenza del Delaware degli ultimi trent'anni solo in un caso ha richiamato quell'orientamento e neppure con riguardo ad una vicenda che abbia esplicitamente riguardato lo scopo delle società.

<sup>71</sup> L. STOUT, *Why we should stop teaching Dodge v. Ford*, cit., 168.

<sup>72</sup> E. ELHAUGE, *Sacrificing corporate profits in the public interest*, in *N. Y. Law Rev.*, 2005, vol. 80, 772, 773.

<sup>73</sup> E. ELHAUGE, *Sacrificing corporate profits in the public interest*, cit., 775.

ne statale del sistema federale statunitense avesse mai imposto agli amministratori di perseguire la massimizzazione del profitto o che lo stesso costituisse lo scopo esclusivo delle società. Anzi, molti di quegli “*statutes*” espressamente valorizzano le altre “*constituencies*”, consentendo all’organo amministrativo di considerare, nell’assunzione delle sue decisioni, non solo gli interessi degli azionisti ma anche quelli dei dipendenti, dei clienti, dei creditori e delle comunità<sup>74</sup>.

Conclusioni che altra dottrina<sup>75</sup>, parimenti accreditata, respinge, rilevando l’esistenza, in quell’ordinamento, di altre fonti che sancirebbero il principio della massimizzazione dell’interesse degli azionisti, a cominciare dalla sezione 2.01 dei Principi di governo societario dell’*American Law Institute*, tra i quali il principio in base al quale «*a corporation should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain*». Principio derogabile in tre precisi casi costituiti «a) dall’osservanza delle norme; b) da elargizioni caritatevoli; c) dalla possibilità di destinare a «*reasonable amount of resources to public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes*»<sup>76</sup>.

Argomento che però pare allinearsi alla prospettiva meno convincente della CSR che si anticipava, ossia quella di una dimensione meta-lucrativa, caratterizzata da scopi ideali, altruistici, caritatevoli etc., che viceversa, come si dirà, non corrisponde all’idea che la massimizzazione del profitto vada coniugata con la considerazione degli interessi esterni all’impresa, allo scopo non di perseguirli bensì di non sacrificarli, di non subordinarli.

Il che è quanto contemplano le prima citate “*constituencies*” di alcune legislazioni statali che espressamente consentono all’organo amministrativo di «*consider the interests of not just shareholders, but also employees, customers, creditors, and the community, in making business decisions*». Prospettiva che si riscontra nelle odierne riforme anglo-francesi con le quali tale ponderazione di interessi, tale contemperamento di valori da parte degli amministratori, viene per la prima volta posto in chiave obbligatoria, come vero e proprio dovere degli amministratori. Un canone di condotta non suggerito o auspicato dal legislatore bensì normativamente imposto che deve – qui risiede il nuovo di quelle legislazioni – caratterizzare l’agire degli amministratori.

MACEY puntualizza che le legislazioni di quegli Stati dell’Unione non possono consentire agli amministratori di avvantaggiare “*non-shareholder constituencies*” in pregiudizio degli azionisti, piuttosto limitandosi a prevedere «*to take the interests of non-shareholder constituencies into account*», a condizione tuttavia che ciò non pregiudichi gli azionisti<sup>77</sup>. Conclusione non così dissonante con le riflessioni della STOUT e con il piano delle riforme dei due ordinamenti europei – nonché con quello delle cennate linee di riforma federale del diritto societario statunitense – posto che l’unica, benché sostanziale differenza, si rinviene appunto sul piano della obbligatorietà. Messo da parte il modello della società che persegue scopi diversi dalla massimizzazione del profitto, la vera questione è se ed in che misura gli amministratori possano o debbano consi-

<sup>74</sup> L. STOUT, *Why we should stop teaching Dodge v. Ford*, cit., 169.

<sup>75</sup> J. MACEY, *A close read of an excellent commentary on Dodge v. Ford*, in *Virginia Law & Bus. Law Rev.*, 2008, vol. 3, 177.

<sup>76</sup> J. MACEY, *A close read*, cit., 178-179.

<sup>77</sup> J. MACEY, *A close read*, cit., 179.

derare gli interessi degli *stakeholders* quando le loro decisioni siano in grado di impattare negativamente su questi ultimi.

Il punto è che la stessa decisione DODGE V. FORD poggiava su dati fattuali – la costruzione di auto più sicure e la corresponsione di stipendi più elevati ai dipendenti – che non attenevano propriamente alla eliminazione delle esternalità, bensì al perseguimento di vantaggi per i consumatori e i dipendenti, anziché per gli azionisti. Vicenda, dunque, peculiare che inevitabilmente indusse i giudici a quel tipo di conclusione.

La seconda parte del contributo di MACEY, muovendo dall'impostazione teorica della società come "*nexus of contracts*", tocca la finanza d'impresa per la considerazione delle decisioni di incremento dei rischi nell'ambito del rapporto soci-creditori ("*equity claimants-fixed claimants*"<sup>78</sup>). Approfondimento non troppo pertinente in uno studio che si propone di analizzare una pronuncia sul "*corporate purpose*". I c.d. "*fixed claimants*" certamente non sono i creditori involontari, i consumatori, l'ambiente e le comunità nelle quali opera l'impresa. MACEY limita l'analisi al rapporto soci-creditori, sostenendo che spetti ai primi il diritto/potere di assumere le decisioni «*that affect the overall value of the firm*»<sup>79</sup>. Non entra proprio nell'ordine di idee che la società debba internalizzare i costi di produzione, che sia tenuta ad «*identificare e neutralizzare gli effetti pregiudizievole generati dalle proprie operazioni*»<sup>80</sup>. Secondo MACEY l'insegnamento, ancor valido, della Corte Suprema del Michigan è che l'ammissione, da parte degli amministratori, di un discostamento di determinate loro azioni dallo scopo della massimizzazione del valore degli azionisti implichi una loro responsabilità<sup>81</sup>, mentre se tale discostamento viene motivato e provato essere, in qualche modo, funzionale al perseguimento della massimizzazione dello *shareholder value*, la responsabilità non sussisterebbe. MACEY spiega l'assenza di altri precedenti in ragione, appunto, della difficoltà di *enforcement* del giudicato della Corte Suprema del Michigan, e non della sua erroneità<sup>82</sup>, come afferma la STOUT.

Ad avviso di chi scrive appaiono più persuasive le conclusioni interpretative della STOUT che sembrano aver fondatamente individuato i motivi dell'isolamento del principio sancito da quella antica sentenza che non lo rendono espressivo del diritto societario di quell'ordinamento. Tuttavia, se pure quella sentenza avesse stabilito che la massimizzazione dell'interesse dei soci costituisce lo scopo delle società, la quintessenza dell'organizzazione che nasce da quel contratto, sarebbe quanto meno auspicabile e ragionevole rendere quel principio compatibile – ed è questa una valutazione che prescinde da quell'ordinamento e tiene conto della maturata sensibilità della scienza giuridica rispetto all'evidenza delle preoccupanti esternalità che modelli produttivi obsoleti continuano a generare – con l'ineludibile tutela degli interessi esterni all'impresa.

<sup>78</sup> J. MACEY, *A close read*, cit., 186 ss.: «*Thus, contrary to Professor Stout's assertions, finance theory also teaches that increasing business risk does not always result in a diminution in the value of a firm's fixed claims*».

<sup>79</sup> J. MACEY, *A close read*, cit., 189.

<sup>80</sup> A. JOHNSTON, *Facing up the social costs. The real meaning of corporate social responsibility*, in *Griffith Law Rev.*, 2011, vol. 20, 221.

<sup>81</sup> J. MACEY, *A close read*, cit., 189-190.

<sup>82</sup> «*Perhaps this is true, but I don't think so*», conclude J. MACEY, *A close read*, cit., 190.

Anche per MILLON<sup>83</sup> l'unico sostegno giurisprudenziale al principio della primazia dell'interesse degli azionisti, rappresentato dalla sentenza in esame (*DODGE V. FORD*), non conclude nei termini di MACEY, al massimo potendosi inferire il principio in base al quale il *management* non possa far prevalere interessi diversi da quelli degli azionisti<sup>84</sup>.

Si rivelano, in definitiva, più convincenti gli elementi che hanno indotto questa dottrina<sup>85</sup> a concludere che il diritto societario americano non impone la massimizzazione dell'interesse dei soci, tale scopo costituendo solo una delle possibili opzioni statutarie.

4. *Un dibattito autorevole.* – Al principio degli anni '30 del secolo scorso ebbe luogo un dibattito autorevole tra i giuristi ADOLF BERLE e MERRICK DODD che, sul tema dello scopo sociale – o meglio, dei soggetti nei confronti dei quali gli amministratori debbano ritenersi fiduciari – appassionò il diritto societario americano, divenendo un contributo imprescindibile del pensiero giuridico sullo scopo delle società e sui doveri degli amministratori<sup>86</sup>. Considerarne sommariamente i punti salienti – nonostante la notorietà del confronto che assegnò a BERLE la teorizzazione della “*shareholder primacy*” ed a DODD quella della “*stakeholder theory*” – si giustifica per la straordinaria attualità che conservano alcune delle rispettive considerazioni sulla teoria generale del diritto delle società e sul ruolo alle stesse spettante nella moderna economia.

BERLE aveva dedicato le sue principali riflessioni alle esigenze di superamento della situazione di soggezione in cui versavano le minoranze delle grandi società azionarie, rispetto allo strapotere dei loro amministratori e dirigenti. Apprezzando l'obiettivo di conseguire nuovi strumenti di tutela dei soci di minoranza, DODD muoveva dalla premessa che la società è un'istituzione amministrata da soggetti fiduciari della prima e non dei suoi soci<sup>87</sup> e, pertanto, non condivideva l'attribuzione di un'eccessiva «*emphasis to the view that business corporations exists for the sole purpose of making profits for their stockholders*»<sup>88</sup>. Riteneva, piuttosto, che la massimizzazione dell'interesse

---

<sup>83</sup> D. MILLON, *Radical shareholder primacy*, cit., 1023: «*In any event, the case is anomalous and has had no significant influence on Delaware corporate law*».

<sup>84</sup> D. MILLON, *Enlightened shareholder value, social responsibility and the redefinition of corporate purpose without law*, in *Wash. & Lee Legal Studies Working Paper* No. 2010-11, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1625750>, sempre in chiave storica, nega peraltro che il diritto giurisprudenziale americano, segnatamente quello più rappresentativo del *Delaware*, applichi il principio della “*shareholder primacy*”, richiamando giurisprudenza che, sin dagli anni '30 del secolo scorso, ha riconosciuto l'esistenza di doveri fiduciari in capo agli amministratori nei confronti dei soci e della società in quanto tale: «*The assumption that Delaware law requires shareholder primacy is wrong. [...] management is also responsible for the well-being of the corporation as an entity*» 7.

<sup>85</sup> L. STOUT, *The shareholder value myth*, cit., 32, per la quale «*As far as law is concerned, maximizing shareholder value is not a requirement; it is just one possible corporate objective out of many*»; D. MILLON, *Enlightened shareholder value*, cit.

<sup>86</sup> Ben ricostruito da J.C.C. MACINTOSH, *The issues, effects and consequences of the Berle-Dodd debate, 1931-1932*, in *Accounting, Organization and Society*, 1999, vol. 24, 139. A.A. BERLE scrisse *Corporate powers as powers in trust*, in *Harv. Law Rev.*, 1931 (n. 7), vol. 44, 1049, contributo che suscitò le riflessioni di diverso tenore di E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, in *Harv. Law Rev.*, 1932, vol. 45 (n. 7), 1145, alle quali A.A. BERLE replicò con *For whom are corporate managers trustees: a note*, in *Harv. Law Rev.*, 1932, vol. 45 (n. 8), 1365.

<sup>87</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1162-1163.

<sup>88</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1148.



dei soci non potesse corrispondere all'essenza – o alla c.d. “*raison d’être*” per usare l’espressione del recente legislatore francese – dell’istituzione societaria, rilevando l’esistenza di interessi ulteriori rispetto a quello degli azionisti, in particolare quello dei lavoratori e dei clienti dell’impresa. La ricognizione di tali interessi si coniugava con la visione di alcuni esponenti della società civile di allora (dirigenti di aziende ed economisti) con i quali DODD si ritrovava, giungendo ad affermare che la società, «*as an economic institution, has a social service as well as a profit-making function*»<sup>89</sup>. Tra tali esponenti figurava il presidente della GENERAL ELECTRIC, il quale ammetteva l’esistenza di un dovere della società a corrispondere ai dipendenti “*fair wages*”, nonché a considerare, oltre agli interessi degli investitori, anche quelli dei clienti e del pubblico in generale, interessato ad un’osservanza, da parte della società, dei propri doveri «*as a great and good citizen should*»<sup>90</sup>.

In una prospettiva di futura regolamentazione, tali interessi avrebbero ben potuto e dovuto condizionare, secondo DODD, i metodi ai quali gli amministratori ricorrono nel perseguire «*profits for their stockholders*»<sup>91</sup>. Senza minimamente contraddire lo scopo primario di conseguire il profitto per gli azionisti – denotando quindi una distanza di pensiero non così radicale rispetto al suo contraddittore – a colpire il lettore è questo riferimento al *modus operandi*, ai criteri che gli amministratori dovrebbero osservare nel perseguire quello scopo. Un passaggio che, nel relativizzare, anzitutto, l’assolutezza del principio di massimizzazione dell’interesse dei soci e nell’individuare una cornice entro cui lo stesso possa legittimamente muoversi, rivela la modernità del pensiero di MERRICK DODD. Analogamente allorquando l’Autore ritiene che la considerazione degli interessi diversi da quelli dei soci «*will in the long run increase the profits of stockholders*»<sup>92</sup>, anticipando le odierne convinzioni secondo cui la CSR è motivo di crescita e sviluppo dell’impresa. Ed ancora laddove prefigura la visione dell’organo amministrativo, non degli azionisti<sup>93</sup>, al centro della considerazione di tali interessi, non mancando tuttavia di riconoscere che l’assunzione di tale responsabilità sociale su un piano puramente volontario «*cannot reasonably be expected*»<sup>94</sup>, e che dunque la soluzione sarebbe dovuta necessariamente passare per la previsione di specifici obblighi normativi<sup>95</sup>.

Le riflessioni e conclusioni di DODD sono state recentemente oggetto di attente rivisitazioni che, pur non convergendo verso conclusioni univoche, hanno ulteriormente ravvivato i contenuti significativi di quel confronto scientifico. La rinnovata attualità dei suoi contenuti ha fatto sì che recente letteratura<sup>96</sup> riprendesse in considerazione

<sup>89</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1148.

<sup>90</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1154-1155.

<sup>91</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1153.

<sup>92</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1156.

<sup>93</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1153, per il quale la prospettiva che possano essere gli azionisti, il cui solo contatto con l’impresa è costituito dalla percezione dei dividendi, ad essere plasmati «*with a professional spirit of public service, is hardly thinkable*».

<sup>94</sup> E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees?*, cit., 1161.

<sup>95</sup> J.C.C. MACINTOSH, *The issues, effects and consequences of the Berle-Dodd debate, 1931-1932*, cit., 146.

<sup>96</sup> C.M. ELSON, N.J. GOOSSEN, *E. Merrick Dodd and the Rise and Fall of Corporate Stakeholder Theory*, in *Bus. Law*, 2017, vol. 72, 735, anche in *SSRN*, 2017, <https://ssrn.com/abstract=2966331>, nonché di C.R.T. O’KELLY, *Merrick Dodd and the great depression: a few historical corrections*, in *Seattle Univ.*

quelle posizioni teoriche che, per la prima volta, aprirono alla valutazione degli interessi esterni all'impresa e che, proprio attorno alla loro esatta dimensione e configurazione, fiorisse un altro dibattito. In particolare, sull'esistenza di motivazioni personali e situazioni fattuali contingenti che avrebbero influito sui convincimenti via via maturati da DODD.

Alcune considerazioni – secondo le quali gli effetti della grande crisi del 1929 sulla personale condizione patrimoniale del giurista e la sua adesione ai principi propugnati da KEYNES<sup>97</sup> sarebbero stati determinanti nell'elaborazione della “*stakeholder theory*” – sono confutate in un interessante scritto di O'KELLEY<sup>98</sup> il quale, analizzando a fondo una nutrita serie di documenti personali e di corrispondenza del professor DODD, perviene alla conclusione che il crollo della borsa e la grande depressione che seguì non ebbero alcun impatto negativo sul suo reddito e sul suo patrimonio<sup>99</sup>, né su quello del suo genitore (che secondo ELSON e GOOSSEN<sup>100</sup> avrebbe invece lo avrebbe interamente perso). Così come, nessuna influenza avrebbero esercitato le teorie economiche di KEYNES<sup>101</sup> sulle sue riflessioni.

Va da ultimo considerato che l'avvincente dibattito tra BERLE e DODD ebbe termine nel 1954, con una ammissione di prevalenza della posizione di DODD da parte del suo contraddittore, perlomeno rispetto all'evoluzione storica che era seguita sino ad allora<sup>102</sup>. Gli sviluppi che presero forma a partire dal ventennio successivo al 1954 andarono, tuttavia, in ben altra direzione.

Le linee portanti delle tendenze assunte dalla giurisprudenza e dagli Autori del dibattito appena accennato si sono propagate nei decenni, mantenendo viva la loro attualità ed incidendo sui contenuti delle innumerevoli riflessioni succedutesi<sup>103</sup> che hanno riproposto quegli interrogativi di fondo «*for whose benefit are the managers of a company to run the company?*»<sup>104</sup>, “*«or whom is the corporation managed?»*”<sup>105</sup>. Esse han-

Law Rev., 2019, vol. 42, 1; W.W. BRATTON, M.L. WACHTER, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and "The Modern Corporation"*, in *Journ. Corp. Law*, 2008, vol. 34, 99.

<sup>97</sup> C.M. ELSON, N.J. GOOSSEN, *E. Merrick Dodd*, cit., 737.

<sup>98</sup> C.R.T. O'KELLEY, *Merrick Dodd and the great depression*, cit.

<sup>99</sup> «*Rather, the available evidence indicates that Dodd was unusually well-situated after Black Tuesday and throughout the early 1930s*», così, C.R.T. O'KELLEY, *Merrick Dodd*, cit., 4.

<sup>100</sup> C.M. ELSON, N.J. GOOSSEN, *E. Merrick Dodd*, cit., 737.

<sup>101</sup> C.R.T. O'KELLEY, *Merrick Dodd*, cit., 16.

<sup>102</sup> Lo riferisce L. STOUT, *The shareholder value myth*, cit., richiamando il libro di A. BERLE, *The 20th century capitalist revolution*, New York, 1954, 169.

<sup>103</sup> W.M. EVAN, R.E. FREEMAN, *A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism*, cit., 97: «*In whose interest and for whose benefit should the modern corporation be governed?*». Più recente l'ampio e più volte rivisitato studio del 1984, scritto dal medesimo R.E. FREEMAN, *Strategic management. A stakeholder approach*, 3° ed., New York, 2010, Cambridge University Press. Nella prefazione alla terza edizione L'A. ribadisce la validità di fondo della posizione assunta ventisei anni prima, allorquando riteneva “*obvious and plain*” il fatto che i dirigenti della società dovessero occuparsi e tener conto di quei gruppi ed individui «*that could affect or be affected by their company. That seems to me, and still does, to be the essence of strategic thinking*», giungendo ad affermare che l'idea secondo cui alcuni gruppi possano prevalere sugli altri – «*have a priority over the others*» –, semplicemente non coglie il principale contributo del capitalismo: «*business works because the interests of all of these stakeholders can be satisfied over time*».

<sup>104</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value principle and corporate governance*, 2013, Abington, 15, anche per una puntuale analisi delle due teorie, diversamente dominanti «*at various points of time in the past*» (15).

<sup>105</sup> E. ROCK, *For whom is the corporation managed in 2020?*, cit.

no evidenziato la contrapposizione tra *shareholder primacy* e *stakeholder theory* e la problematicità della definizione del “*corporate purpose*”, del “*corporate objective*”<sup>106</sup>. V’è stata una stratificazione di elaborazioni molto densa e articolata – con un apporto decisivo della dottrina aziendalistica<sup>107</sup> ed economica<sup>108</sup> – che ha confermato, da un lato, la visione secondo la quale gli amministratori sono tenuti a gestire la società in modo tale che il profitto degli azionisti sia massimizzato – fondata sulla premessa teorica per la quale «*public corporations belong to their shareholders*»<sup>109</sup> – obiettivo verificabile attraverso l’incremento di prezzo dei titoli azionari. Dall’altro, la visione che, sulla base dell’idea che i poteri degli amministratori sono loro conferiti nell’interesse non solo dei soci e che «*la creazione di ricchezza è un processo collettivo*»<sup>110</sup>, imporrebbe di adottare una considerazione più ampia ed inclusiva della società, tale da tener conto di coloro «*who are affected by the actions of the company*»<sup>111</sup>. Precisioni che bene evidenziano la cospicua distanza di questa concezione più pragmatica ed attuabile, come si anticipava, rispetto alla “*social conscience*” ed ai “*desirable social ends*” che FRIEDMAN negava potessero, giustamente, mai coniugarsi con lo scopo e gli obiettivi delle società di capitali.

5. *Gli obblighi degli amministratori e l’“Enlightened Shareholder Value” nel Companies Act del 2006.* – Nel 2006 il *Company Law Reform Steering Group (CLRSG)*<sup>112</sup> conduceva a termine i lavori che portarono all’approvazione del *Companies Act*, col quale si realizzava la più vasta ed organica riforma del diritto societario del Regno Unito sin dal *Companies Act* del 1862. Tra le premesse di fondo più rilevanti della riforma v’è la presa d’atto – pur in mancanza di alcuna previsione in tal senso del diritto socie-

<sup>106</sup> A. KEAY, *The corporate objective*, cit.

<sup>107</sup> V. l’approfondita indagine di C. MAYER, *Firm commitment*, cit., 30, proprio con riferimento alla sezione 172 del *Companies Act* del 2006 ed al c.d. “*enlightened shareholder value*” del quale si dirà, che tuttavia, secondo l’A., lascia immutata, nella valutazione cui sono chiamati gli amministratori, la primazia degli azionisti rispetto a quella dei portatori di altri interessi. Prospettiva che MAYER riprende in *Prosperity. Better business makes greater good*, Oxford, 2018 – altrettanto ampia e stimolante indagine che intende dimostrare le conseguenze negative derivanti dalla sola considerazione della massimizzazione del profitto, revocando in dubbio una serie di dogmi a tale visione collegati – nella quale ribadisce che gli altri interessi che la sezione 172 impone agli amministratori di considerare sono derivativi rispetto all’obbligo di promuovere il successo della società nell’interesse degli azionisti, non sono in altri termini «*a primary duty in their own regard*» (110).

<sup>108</sup> Per una sintesi, cfr. M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 176 ss.

<sup>109</sup> V. *supra* la premessa di M. FRIEDMAN; L. STOUT, *The shareholder value myth*, cit., 2.

<sup>110</sup> M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto*, cit., 200, che giustamente osserva: «*per quanto siano importanti gli azionisti, è difficile immaginare che una società abbia successo senza il coinvolgimento di molte parti, inclusi gli impiegati, i fornitori, i distributori, la comunità in cui le fabbriche e la sede delle società sono situate, e anche il governo locale e centrale*».

<sup>111</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, 43: «*[...] all those who contribute critical resources to the company should benefit*».

<sup>112</sup> «*Constituted by company law experts, academics, businesspersons and others*», così A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 66, per una dettagliata considerazione delle posizioni di partenza della Commissione contenute nel *Company Law Review, Modern Company Law for a Competitive Economy: Strategic Framework* (London 1999), delle istanze che le venivano rivolte – «*calls from managers of companies to be required to acknowledge interests wider than those of the shareholders*» (68) – e che la industria a concludere che il diritto allora vigente non contemplava “*the necessary inclusive approach*».

tario allora vigente<sup>113</sup> – di una spiccata propensione degli amministratori di società al conseguimento di risultati nel breve periodo e nell’interesse limitato dei suoi soci, tale da pregiudicare un approccio più ampio e di lungo termine, del quale beneficerebbero l’impresa sociale e gli stessi soci.

La 170 è la Sezione di esordio della disciplina dedicata agli “obblighi generali” degli amministratori verso la società – punto, non trascurabile sul piano del loro *enforcement*. Essa impone agli amministratori l’obbligo di agire nel modo da essi ritenuto in buona fede<sup>114</sup>, più idoneo a promuovere il «*success of the company*<sup>115</sup>, *for the benefit of its members as whole*». Nel perseguire tale scopo la norma stabilisce che essi debbano tenere conto:

- a) delle probabili conseguenze di ogni decisione nel lungo periodo;
- b) degli interessi dei dipendenti della società;
- c) dell’esigenza di rafforzare le relazioni di affari della società con i fornitori, i clienti e i terzi;
- d) dell’impatto delle operazioni sociali sulla comunità e sull’ambiente;
- e) dell’auspicata conservazione, da parte della società, di elevati standard di reputazione nella condotta dell’impresa;
- f) della necessità di agire correttamente nei confronti dei soci.

Anche una valutazione sommaria circa la portata di tali condizionamenti<sup>116</sup> – coi quali è evidente che il legislatore inglese abbia inteso incidere sugli obblighi degli amministratori, vincolando il loro agire – andrebbe ben oltre l’economia del presente contributo. Pur tuttavia, alcune rapide considerazioni si impongono.

Premesso che tale disposizione ha attuato, per opinione unanime<sup>117</sup>, il precitato modello dell’“*enlightened shareholder value*”, va evidenziato, in primo luogo, il recepimento normativo di una gerarchia di interessi<sup>118</sup> che vede indubbiamente primeggiare quello dei soci rispetto agli altri interessi successivamente enunciati.

In secondo luogo, se la valorizzazione normativa degli orizzonti di lungo periodo è valsa ad escludere che alla diversa prassi del perseguimento esclusivo di benefici di

<sup>113</sup> Non diversamente dal diritto statunitense come prima riferito da L. STOUT, *The shareholder value myth*, cit.

<sup>114</sup> Per un approfondimento di tale dovere, v. A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 93 ss.

<sup>115</sup> Espressione di nuovo conio, oggetto di non poche discussioni in sede di riforma, osserva A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 107 ss.; ID., *The Duty to Promote the Success of the Company: Is it Fit for Purpose?*, in SSRN, 2010, <https://ssrn.com/abstract=1662411>.

P. DAVIES, *Introduction to company law*, Oxford, 2010, 155, per il quale tale obbligo si pone al centro dell’obbligo di fedeltà degli amministratori.

<sup>116</sup> Per una loro compiuta esegesi, v. A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 113 ss.

<sup>117</sup> D. MILLON, *Enlightened shareholder value*, cit., 2; L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance*, in *Cornell Law Rev.*, 2020, vol. 106, 91, per i quali: «*A prominent example of this approach is the 2006 United Kingdom Companies Act, which lists factors that directors should consider in seeking to enhance shareholder value*», 110. In ragione della rilevanza che le conseguenze per gli interessi esterni occupano per lo “*shareholder value*”, questi Autori definiscono l’“*enlightened shareholder value*” il modello in base al quale gli amministratori dovrebbero considerare gli “*stakeholder interests*”, come uno mezzo per massimizzare il valore degli azionisti. Versione che ritengono strumentale dello “*stakeholderism*”, non concettualmente ed operativamente diversa dallo “*shareholderism*” che, pertanto, non sembrerebbe giustificare una diversa definizione del medesimo concetto.

<sup>118</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 92: “*The CLRSG advocated a hierarchy of obligations*”.

breve termine possa ricondursi un fondamento normativo, è altrettanto vero che tale previsione si ritiene che non abbia impedito agli amministratori di focalizzare le loro strategie nel breve termine, qualora essi ritengano che queste conducano al successo della società<sup>119</sup> (ulteriore prospettiva di analisi che meriterebbe specifica considerazione).

Ma il punto della Sez. 172 più rilevante e gravido di implicazioni e di divergenti letture – almeno al fine delle notazioni in corso – è l’espressione “*have regard to*”, vale a dire quel “*tenuto conto di*”, al quale fa seguito l’elencazione degli interessi e degli obiettivi fissati dal legislatore inglese. Ci si è chiesti se tale ponderazione degli *stakeholders* debba, per gli amministratori, risultare funzionale alla promozione della valorizzazione dell’interessi dei soci<sup>120</sup> o se, per contro, essa debba essere osservata in quanto tale, configurandosi quegli interessi come obiettivi da perseguire in quanto tali<sup>121</sup>. Prevalente risulta la prima interpretazione attraverso una lettura che esprime lucidamente il nucleo della “*enlightened shareholder value*”, ovvero sia che nel perseguimento del successo della società gli amministratori non debbano danneggiare gli interessi esterni, ma siano tenuti ad un bilanciamento tra il primo e i secondi<sup>122</sup>. Che, dunque, gli amministratori non possano prescindere dell’impatto di lungo periodo esercitato dalle loro decisioni sugli interessi dei dipendenti, dei fornitori, dei clienti, delle comunità, dell’ambiente<sup>123</sup>. Tale ricostruzione consentirebbe di inquadrare la ESV come una possibile “terza via, alternativa sia alla rigida concezione della “*shareholder primacy*”, sia alla pluralistica visione della CSR che finirebbe per porre su un piano di equivalenza gli azionisti ed i portatori di interessi esterni<sup>124</sup>. Pertanto, nell’ottica appena descritta, i tratti distintivi dell’ESV sono ricondotti<sup>125</sup> sia al cambiamento di prospettiva temporale, con la sostituzione degli orizzonti di lungo periodo con quelli del breve periodo, sia al mu-

<sup>119</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 117.

<sup>120</sup> In questo senso si esprimono P. DAVIES, *Introduction to company law*, cit., 156, escludendo che tale previsione normativa costituisca il recepimento di un “*stakeholder approach*”, piuttosto, appunto, di una massimizzazione dell’interesse dei soci “illuminato”, essendo gli interessi dei non azionisti da considerare nei limiti in cui contribuiscano a conseguire il successo della società a vantaggio dei soci; A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 129.

<sup>121</sup> «*as ends in themselves*», così, A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 129. Per S. BRUNO, *The “enlightened shareholder value” in UK companies ten year later: what the European Directive n. 2014/95/EC can do*, in SSRN, 2015, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2674706](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2674706), 2, la quale osserva come: «*the expression ‘have regard to’ has been equally disapproved for being vague and unclear in that it does not give any idea as to what weight should be given to individual factors and this may lead to conflicts of interest and practical problems*».

<sup>122</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 129, specificando che “*have regard to*” non può significare una valutazione del peso da attribuire agli interessi indicati dalla norma – rientrando nell’esercizio della loro discrezionalità e della loro buona fede – bensì una ponderazione, un bilanciamento di quegli interessi, con le inevitabili difficoltà che queste ultime comportano (131-132).

<sup>123</sup> Il che, come ha osservato D. MILLON, *Enlightened shareholder value*, cit., 2-3, costituisce un un «*esplicito ripudio di un’attenzione dell’organo amministrativo esclusivamente concentrata sulla massimizzazione dell’interesse degli azionisti, in particolare se concepita in termini di andamento, nel breve termine, della quotazione dei titoli, con l’effetto di collegare più strettamente a quest’ultima la remunerazione degli amministratori*».

<sup>124</sup> D. MILLON, *Enlightened shareholder value*, cit., 3.

<sup>125</sup> D. MILLON, *Enlightened shareholder value*, cit.: «*A longitudinal” – or temporal – dimension refers to the appropriate time frame for achievement of corporate goals. Under ESV, a long-run horizon replaces short-termism. There is also a “latitudinal” dimension that defines the breadth of management’s perspective*», 4.

tamento di una gestione d'impresa non più orientata esclusivamente al perseguimento dell'interesse degli azionisti.

Ciò nondimeno, è sul piano applicativo che il recepimento normativo dell'ESV ha registrato criticità ed incertezze, essendosi riconosciuta la legittimazione ad agire contro gli amministratori responsabili della violazione della Sez. 172 solo all'assemblea degli azionisti, con esclusione degli altri stakeholders<sup>126</sup>, per non essere stati questi ultimi dotati dal legislatore di una vera e propria "derivative action".

Neppure trascurabili le difficoltà di ordine probatorio emerse nell'allegazione dell'omessa considerazione degli interessi esterni – che possano non aver favorito il successo dell'impresa sociale – e nell'incrinatura dell'insossidabile Business Judgment Rule, in un sistema come quello inglese in cui, peraltro, la violazione della buona fede è scrutinata sul piano soggettivo e non oggettivo.

Ritengo che il "tener conto", l'"aver riguardo" rilevano soprattutto sul piano dell'agire informato, non tanto per le conseguenze derivanti dall'atto gestorio, bensì per l'arricchimento dell'istruttoria, della conoscenza, da parte degli amministratori, di tutti i profili implicati nella decisione. La sanzione dovrebbe scaturire dalla verifica dell'assenza di tali valutazioni di impatto nell'istruttoria, quindi nello scrutinio del procedimento decisionale. La ponderazione reale ed effettiva degli *stakeholders* sarebbe sempre esigibile anche in quei casi in cui l'organo amministrativo li abbia ritenuti non compatibili con il perseguimento dell'interesse sociale. La domanda da porsi è, dunque, se quella determinata operazione sarebbe stata possibile eliminando o riducendo le sue individuate esternalità. Se tra il sacrificio degli interessi esterni ed il perseguimento dell'interesse sociale era perseguibile una terza via che avrebbe comunque consentito di soddisfarli entrambi.

Al di là dell'assenza di uno specifico strumento processuale, chi nega<sup>127</sup> decisamente alle altre *constituencies* ogni margine di effettiva tutela – e ciò sulla base dei principi dell'ordinamento inglese – riconosce tuttavia la necessità che sul punto vada formandosi un'accurata opera di interpretazione giurisprudenziale, i cui nuclei concettuali, benché ad un livello ancora embrionale, potrebbero rinvenirsi in una sentenza del 2019 pronunciata dall'*High Court*, nella vicenda *Antuzis v. DJ Houghton Catching Services Ltd*<sup>128</sup>. Nonostante i giudici abbiano riconosciuto una condotta degli amministratori nell'ambito dei propri poteri, essi sono stati ritenuti responsabili per la violazione dell'obbligo di agire nell'interesse della società (divenuta insolvente), avendola indotta a non osservare talune norme in materia lavoristica, provocandone danni ingenti sul piano economico. Interessante è il punto nel quale tale responsabilità per la consapevole violazione della disciplina del contratto di lavoro viene censurata, oltretutto ai sensi della Sez. 174 – che impone agli amministratori l'obbligo di agire con «*reasonable care, skill and diligence*» – anche ai sensi della succitata Sez. 172. La loro «*condotta non è stata conforme all'interesse della società e dei suoi dipendenti. All'opposto essa ha pregiudicato la reputazione della società agli occhi della comunità*». I riferimenti all'«*impatto delle operazioni sociali sulla comunità*» (lett. d) ed alla «*conservazione, da parte della società, di elevati standard di reputazione nella condotta dell'impresa*» (lett. e), quindi alla Sez. 172, appaiono fin troppo espliciti.

<sup>126</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 138.

<sup>127</sup> A. KEAY, *The enlightened shareholder value*, cit., 143.

<sup>128</sup> [2019] EWHC 843 (QB) (08 Aprile 2019), disponibile su <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/QB/2019/843.html>.

6. La “considerazione” degli interessi sociali ed ambientali tra gli obblighi degli amministratori francesi. – Con la “Legge PACTE” (*Plan d’Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises*) n. 019-486 del 22 maggio 2019, il legislatore francese ha modificato alcune disposizioni cruciali del diritto societario. La riforma giunge al termine di intense consultazioni, di un vivace dibattito politico, che hanno trovato il positivo epilogo nel Rapporto NOTAT-SÉNARD, dal titolo “*L’entreprise, objet d’intérêt collectif*”<sup>129</sup>, i cui redattori – incaricati dal governo di «*riconciliare gli interessi delle società con quelli collettivi*»<sup>130</sup> –, propugnando una visione illuminata e di indubbia avanguardia giuridica dell’impresa e del suo ruolo nella società civile, hanno ispirato i lavori parlamentari. Essi hanno proposto al legislatore l’ambizioso obiettivo di riconsiderare la funzione dell’impresa nell’economia e nel Paese, intervenendo direttamente sulla norma definitoria di società commerciale, rimasta immutata sin dal Codice Napoleonico del 1804.

Di notevole interesse è una delle premesse di fondo del Rapporto, ossia la funzione creativa dell’impresa – meglio evidente in alcuni ambiti e più percepibile oggi rispetto al passato – ed il suo rapporto, non necessariamente virtuoso, con i principi e le regole che disciplinano il modello societario, non sempre in grado di riflettere e potenziare tale funzione creativa<sup>131</sup>. Si pensi alla logica dello *short-termism* ed alla sua intrinseca conflittualità con gli aneliti di ricerca e sviluppo dell’impresa.

Le potenzialità creative dell’attività d’impresa sono suscettibili di incidere positivamente o negativamente sul mondo esterno, sulla società civile. L’attuale inadeguatezza del veicolo societario, o meglio delle regole del suo governo, a rappresentare la componente creativa dell’impresa, impongono dei correttivi, come si è convenuto in dottrina<sup>132</sup>. Quelli individuati dal Rapporto NOTAT-SÉNARD si condensano a) nell’imperativa “clausola di considerazione” di cui all’art. 1833 del Codice Civile che si sta per introdurre, secondo la quale l’impresa non può essere gestita nell’esclusivo interesse della società e dei suoi soci, spettando al diritto il compito di regolare l’impatto sociale ed ambientale delle attività produttive; b) nella facoltà, concessa a tutte le società, di adottare statutariamente la “ragion d’essere” della propria impresa.

L’assunto di fondo da cui muove il Rapporto NOTAT-SENARD è che le società commerciali non possono più essere concepite esclusivamente nella loro dimensione economica, dovendo riflettere un “*progetto collettivo*”, che esse sono in grado di esprimere nella società civile. Il Rapporto riflette un’idea di impresa apprezzata da una parte crescente di investitori, consumatori e di istanze riconducibili ai principi della responsabilità sociale e della sostenibilità, per la ricerca di valori condivisi dalle imprese.

L’art. 169 della legge PACTE ha, in primo luogo e significativamente, integrato

<sup>129</sup> <https://www.economie.gouv.fr/mission-entreprise-et-interet-general-rapport-jean-dominique-senard-nicole-notat>.

<sup>130</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit., 2, i quali riferiscono dell’obiettivo politico di ripristinare la fiducia dei cittadini francesi nelle imprese, accompagnato da una consultazione del Ministero dell’Economia e delle Finanze – anteriore all’incarico conferito a JEAN-DOMINIQUE SENARD, presidente del CdA della Michelin, e a NICOLE NOTAT, sindacalista – volta ad approfondire nuovi processi di creazione del valore e nuovi modelli di coinvolgimento dei dipendenti nella gestione dell’impresa (6).

<sup>131</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit., 9.

<sup>132</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit., 9.

l'art. 1833 del Codice Civile, norma dedicata all'oggetto e all'interesse sociale, aggiungendo al primo comma – che individua quest'ultimo nell'interesse comune dei soci – un secondo comma, per il quale le società devono essere gestite nel proprio interesse «*en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*».

Il medesimo art. 169 della riforma ha altresì emendato l'art. 1835 del Codice civile, consentendo alle società di inserire nei propri statuti una “*raison d'être*”, uno scopo fondamentale nel quale poter incorporare obiettivi di interesse generale. Tali integrazioni hanno richiesto l'adeguamento degli artt. 225-35 e 225-64 del Codice di commercio – regolanti le funzioni dell'organo amministrativo<sup>133</sup>.

In disparte le molteplici sollecitazioni sollevate anche la riforma francese, è evidente che tra le principali vi sia il profilo della conciliabilità tra interessi spesso contrapposti ed il problema delle responsabilità scaturenti dalla mancata considerazione degli *stakeholders*. La dottrina che per prima se ne è occupata<sup>134</sup> ha segnalato l'impatto dell'ampliamento dell'interesse sociale sull'adeguatezza degli assetti organizzativi delle società, orientatisi verso una procedimentalizzazione delle decisioni implicanti questioni sociali e ambientali. Si è rilevata<sup>135</sup> la necessità di garantire un agire informato che consenta agli amministratori un'adeguata ponderazione degli interessi della società, nonché di quelli sociali ed ambientali.

Sono state colte<sup>136</sup> le non poche difficoltà interpretative derivanti da siffatto ampliamento dell'interesse sociale, superabili inevitabilmente attraverso il delicato ruolo della giurisprudenza. Ciò non tanto per le più vistose ipotesi nelle quali sia stata omessa ogni considerazione delle conseguenze sociali e ambientali dell'attività della società, o nelle quali sia parsa lampante la necessità di far prevalere l'interesse sociale (si pensi a licenziamenti per il superamento della crisi) – altrimenti pregiudicato rispetto agli *stakeholders* – bensì per quei casi nei quali vi sia stata una considerazione insufficiente, inadeguata di questi ultimi, non costituenti motivo di compromissione per la società. Difficoltà alle quali si aggiunge la complessa identificazione delle conseguenze di lungo termine derivanti da certe scelte di gestione.

Come accaduto con la riforma inglese, si è rimarcata<sup>137</sup> l'oggettiva difficoltà di conciliare interessi in conflitto, per quanto lo studio d'impatto della legislazione<sup>138</sup> abbia dichiarato il primato dell'interesse sociale, con la conseguenza che le questioni sociali e ambientali debbano solo essere prese in considerazione. Insomma, l'art. 1833 non dovrebbe mai consentire agli amministratori di assumere decisioni contrarie all'interesse della società sulla base di considerazioni sociali o ambientali.

<sup>133</sup> Così stabilendo che «*il consiglio di amministrazione determina gli indirizzi dell'attività dell'impresa e vigila sulla loro attuazione, conformemente al proprio interesse sociale, tenendo in considerazione gli aspetti sociali ed ambientali della propria attività. Tiene altresì in considerazione, ove esistente, la ragion d'essere della società in applicazione dell'articolo 1835 del codice civile*».

<sup>134</sup> P.H. CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, n. 3, 497; S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ibidem*, 517; B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit.

<sup>135</sup> P.H. CONAC, *Le nouvel article*, cit., 509, riferendosi, al caso dell'adozione di rigorosi standards ambientali che, di per sé, dovrebbero essere sempre favoriti, benché i loro costi elevati implicino investimenti finanziariamente non sostenibili.

<sup>136</sup> P.H. CONAC, *Le nouvel article*, cit., 510.

<sup>137</sup> S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, cit., 523.

<sup>138</sup> Del quale riferisce S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés*, cit. 523.



Non diversamente dalla riforma inglese, la legge PACTE non ha stabilito i criteri della legittimazione ad agire per la violazione del nuovo precetto. Pertanto, troverà applicazione il diritto comune della responsabilità civile e gli azionisti saranno in grado di intraprendere azioni legali per insufficiente considerazione delle questioni sociali e ambientali. Alla domanda se i terzi, come i sindacati o le organizzazioni non governative, siano legittimati ad intraprendere azioni legali contro la società o gli amministratori per l'omessa considerazione degli interessi sociali ed ambientali, la risposta degli interpreti è negativa<sup>139</sup>.

Con riguardo all'opzione statutaria della "raison d'être", di cui all'art. 1835 del Codice civile francese – messa dal legislatore a disposizione di tutti i modelli di società<sup>140</sup> – espressione concettualmente avanzata, benché di non agevole esegesi, si è previsto che «*Lo statuto può specificare una ragione d'essere, costituito dai principi che la società adotta e per i quali intende destinare risorse nello svolgimento della propria attività*». Per il Rapporto NOTAT-SENARD, che in tal senso ha ispirato il legislatore, «*La raison d'être se définit comme ce qui est indispensable pour remplir l'objet social, c'est-à-dire le champ des activités de l'entreprise*»<sup>141</sup>. L'interpretazione che ne ha dato il Consiglio di Stato francese assimila il concetto ad un «*progetto, ad un'ambizione, od a qualsiasi altra considerazione generale tendente all'affermazione dei valori o delle istanze di lungo termine della società*»<sup>142</sup>.

Lo studio dell'impatto della legge Pacte indica che «*questo scopo sociale è il motivo, la ragione per cui la società è costituita. Esso determina l'orientamento della gestione dell'azienda e ne definisce l'identità e la vocazione*»<sup>143</sup>. Nel c.d. memorandum esplicativo del disegno di legge si precisava «*che le società non dovrebbero più essere guidate dalla loro unica ragione di avere, ma da una ragion d'essere, una sorta di dubbio esistenziale fecondo*»<sup>144</sup>. Il medesimo studio si è espresso in termini di ragion d'essere quale «*interesse accessorio, eventualmente non patrimoniale, non in contraddizione con l'interesse sociale, ma che l'attività dell'impresa deve contribuire a soddisfare*».

Per la dottrina che l'ha indagata più a fondo, la ragion d'essere «*trascende e colora l'interesse sociale per incarnare lo scopo sociale*»<sup>145</sup>; essa viene fatta coincidere col progetto di lungo periodo della società, intriso di valori ambientali e sociali, che la stessa si impegna a realizzare nell'esercizio della propria attività di lungo periodo. Valori di solidarietà, progresso ed innovazione a beneficio dell'uomo e della natura, della lotta alla malnutrizione, all'analfabetismo, del benessere dei dipendenti etc.<sup>146</sup>.

Le società che optano per il recepimento e la declinazione statutaria di una ragion d'essere – e ad oggi non sembrano poche – sono tenute ad una sua attuazione concreta

<sup>139</sup> P.H. CONAC, *Le nouvel article*, cit., 508.

<sup>140</sup> Adozione obbligatoria per quelle società che intendano diventare "société à mission". Cfr. I. URBAIN, PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, n. 3, 533.

<sup>141</sup> Rapporto Notat-Sénard, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, cit., 4.

<sup>142</sup> «*Disposizione non priva di portata normativa in quanto, per le società che avranno fatto questa scelta, l'iscrizione nello statuto obbligherà a rispettarla*» così, Conseil d'État, 14 Juin 2018, 39, n. 105, in S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés*, cit., 526, nota 5.

<sup>143</sup> I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, cit., 537.

<sup>144</sup> I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, cit., 537.

<sup>145</sup> I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, cit., 542.

<sup>146</sup> I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, cit., 538.

o, perlomeno, ad una sua effettiva considerazione. Il legislatore francese esige più di una semplice esternazione di impegno, richiede risorse per garantire il rispetto dei principi delineati. È poiché si tratta di un impegno generale, sarà il consiglio di amministrazione a farsene carico allorquando dovrà determinarne le scelte e gli indirizzi strategici.

La dottrina<sup>147</sup> che ha accolto con maggior favore le ragguardevoli novità della riforma francese è netta nel rimarcare il loro punto focale, costituito dal principio secondo cui le società devono adoperarsi per evitare impatti negativi della propria attività d'impresa sul piano sociale ed ambientale. Un principio normativo volto, dunque, ad impedire le esternalità d'impresa. Ad esso può seguire, ma in un ambito ben diverso di pura volontarietà, la facoltà per le società di perseguire, attraverso la declinazione della “*raison d’être*”, obiettivi di impatto positivo per gli interessi esterni, pubblici e privati<sup>148</sup>.

Profili e prospettive che, nonostante l'iniziale scetticismo, «rendono il modello francese una pietra miliare che ha avuto anche il merito di ispirare grandemente la citata proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability e Due Diligence*»<sup>149</sup>.

Rispetto al diritto inglese, quello transalpino, regolando il fenomeno delle esternalità d'impresa – in cui si risolve l'essenza della CSR – attraverso il giusto condizionamento della condotta dell'organo amministrativo, ha un ulteriore merito. Quello di aver fatto chiarezza sulla definizione di responsabilità sociale dell'impresa più invalsa nella prassi e nella letteratura che, come si è visto nelle pagine precedenti, presenta tuttora margini di inaccuratezza nel momento in cui risulta ancora identificata con la propensione delle società a perseguire obiettivi sociali desiderabili. A tale diversa dimensione, non coincidente propriamente con la responsabilità sociale dell'impresa – ma che costituisce uno spazio altrettanto degno di essere occupato dalle società, per un rapporto virtuoso e sostenibile tra economia ed interessi generali – il legislatore francese ha dedicato l'opzione del recepimento statutario della ragion d'essere.

Trattasi, per entrambe le riforme, di approdi decisamente apprezzabili, di modelli di riferimento per gli altri ordinamenti, che hanno posto le giuste premesse normative sulla via di una riconciliazione tra gli interessi delle società con gli interessi collettivi, auspicata dagli illuminanti rapporti promossi dalla BRITISH ACADEMY e da JEAN-DOMINIQUE NOTAT e NICOLE SENARD. Approdi che, piace immaginare, possano segnare l'avvio del definitivo superamento degli ultimi quarant'anni nel corso dei quali – stando ad un osservatorio privilegiato<sup>150</sup> quanto a conoscenza e valutazione di virtù e disvalori delle *board rooms* delle grandi società – si è assistito ad «un impegno del pensiero economico [...]»<sup>151</sup> che ha rafforzato il potere delle *elites* economiche e dichiarato guerra alla regolamentazione pubblica e agli strumenti di protezione contro le esternalità messi in atto dal *New Deal* per tutelare i lavoratori, i consumatori, l'ambiente e la società civile in senso ampio».

<sup>147</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit., 11.

<sup>148</sup> B. SEGRESTIN, A. HATCHUEL, K. LEVILLAIN, *When the law distinguishes*, cit., 11.

<sup>149</sup> Così, A. PIETRANCOSTA, *Codification in company law of general CSR requirements: pioneering recent french reforms and EU perspectives*, in SSRN, 2022, <https://ssrn.com/abstract=4083398>.

<sup>150</sup> L'ex Chief Justice della Corte Suprema del Delaware L. E. STRINE JR.

<sup>151</sup> L. E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, cit., 3-4: «typically embraced by those who believe that society is best served when corporations focus solely on making profits for stockholders».

# GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DI VERTICE

di Irene Pollastro

SOMMARIO: 1. Introduzione: la clausola generale di adeguatezza degli assetti. – 2. Gli assetti organizzativi. – 3. Gli assetti organizzativi “di vertice”. – 4. Gli assetti organizzativi “curati” dai soci. – 4.1. I sistemi alternativi di amministrazione e controllo. – 4.2. L’organo sindacale. – 4.3. I poteri degli amministratori.

1. *Introduzione: la clausola generale di adeguatezza degli assetti.* – L’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili rappresenta, sin dalla riforma del 2003, una delle più rilevanti clausole generali del moderno diritto societario<sup>1</sup>: la clausola, pur dotata di autonomia precettiva<sup>2</sup>, si risolve in una specificazione di un principio ancor più generale relativo all’agire sociale, ossia quello di corretta amministrazione.

Le norme che regolano l’obbligo, che grava sugli amministratori, di predisposizione di assetti adeguati (e, segnatamente, gli artt. 2381 e 2403 c.c.) hanno, naturalmente, contenuto aperto o generico: infatti, da un lato, non specificano quali siano le azioni che debbono essere in concreto intraprese dagli organi sociali e, dall’altro, pongono il canone dell’adeguatezza in rapporto con “la natura e le dimensioni dell’impresa”.

Nuova linfa, e rinnovata centralità del tema, è poi derivata dall’introduzione del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza che, apportando significative modifiche all’art. 2086 c.c., da un lato, ha esteso l’area di applicazione soggettiva del dovere di istituzione degli assetti dalla s.p.a. a tutti gli imprenditori che operino in forma societaria

---

<sup>1</sup> Numerosissimi sono gli Autori che si sono dedicati al tema, a prova della sua fondamentale importanza. Tra i primi, P. MONTALENTI, *Diritto dell’impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 75 ss.; ID., *Gestione dell’impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2018, n. 6, 951 ss. Senza pretesa di completezza, si vedano anche M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; ID., *L’obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, 2009, 549 ss.; ID., *La collocazione degli assetti organizzativi e l’instestazione del relativo obbligo (tra codice della crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *NDS*, n. 2, 2020, 114 ss.; AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, M. IRRERA (diretto da), Bologna, 2016; O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nelle società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2017, n. 2, 11 ss.; E. BARCELLONA, *Business judgment rule e interesse sociale nella “crisi”. L’adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, 2020; I. CAPELLI, *Assetti adeguati, controllo dei sindacati e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.*, in *Società*, 2020, 990 ss.; A. LOLLI, M.G. PAOLUCCI, *Gli assetti organizzativi adeguati e la responsabilità dell’organo amministrativo tra collegialità e organi delegati: la nuova impostazione del codice della crisi nella versione riformata dal primo ‘correttivo’*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 343 ss.; F. RIGANTI, *La vigilanza degli amministratori tra gestione delegata e adeguatezza degli assetti organizzativi*, in *Giur. it.*, 2016, 1659 ss.; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, 2010, 707 ss.

<sup>2</sup> Tale circostanza come si vedrà oltre, ha precise ricadute in termini di responsabilità degli organi incaricati della loro predisposizione, controllo ed attuazione.

o collettiva e, dall'altro, ha colorato il canone dell'adeguatezza con un'ulteriore caratterizzazione funzionale<sup>3</sup>, poiché esso deve oggi essere anche volto a consentire una tempestiva rilevazione dello stato di crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale. Tale innovativo approccio ha, peraltro, come conseguenza, che la valutazione di adeguatezza dell'assetto non può più avere cadenza meramente periodica, ma costituisce un dovere che incombe stabilmente sui soggetti cui la valutazione è demandata.

Da queste preliminari notazioni pare, dunque, ragionevole trarre una prima conclusione: la necessaria creazione di assetti adeguati, pur essendo oggetto di una clausola generale senza contenuto specifico (il che permette, evidentemente, che si possa poi adattare alle peculiarità della singola impresa), costituisce senza dubbio un limite all'autonomia privata dell'ente in relazione alle sue scelte organizzative<sup>4</sup>, pur essendo tale limite del tutto coerente con le sue finalità. Infatti, non si tratta di un limite per così dire "esterno", che comprime lo spazio concesso all'autonomia, ma di un vincolo "interno" alla stessa e, dunque, funzionale al suo esercizio. I vincoli organizzativi saranno, quindi, da considerarsi estensibili fintanto che siano funzionali a garantire un corretto svolgimento dell'attività, che non ne mini in alcun modo l'efficienza: parametro di verifica di tale estensione (valido anche, *ex post*, per eventuali interventi dell'autorità giudiziaria) è da ricercarsi nel generale principio di proporzionalità, inteso come bilanciamento tra il sacrificio dell'interesse di chi esercita l'attività d'impresa e il raggiungimento dello scopo per il quale il vincolo è posto<sup>5</sup>.

2. *Gli assetti organizzativi*. – Il presente scritto intende porre l'accento sul primo termine del trinomio che compone le tipologie di assetti di cui la società deve dotarsi<sup>6</sup>, ossia quello organizzativo che, oltre a costituire l'obbligo più generale e pervasivo, pare quello sul quale, di conseguenza, i limiti all'autonomia privata sembrano particolarmente insistere ed incidere. Ci si propone in particolare di chiarire, da un lato, in cosa l'"assetto organizzativo" consista e quali scelte possano ritenersi comprese in esso e, dall'altro, quali siano le eventuali ricadute derivanti da una sua mancata o inadeguata adozione.

L'ormai ampia dottrina che si è occupata del tema è concorde nell'affermare che gli assetti organizzativi si concretano negli aspetti statico-strutturali dell'organizzazione

<sup>3</sup> Cfr. ad esempio P. BASTIA, E. RICCIARDELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca impresa società*, 2020, 361.

<sup>4</sup> In questo senso, cfr. G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 53 ss.

<sup>5</sup> In tal senso, cfr. M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 24 ss.

<sup>6</sup> Pare utile ricordare, peraltro, che autorevole dottrina considera, condivisibilmente, questo elenco come meramente esemplificativo e non tassativo. Cfr. V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 11 ss.; R. FORMISANI, *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 463: quest'ultimo, in particolare, fa rilevare che, oltre all'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, meriterebbero adeguata considerazione, ad esempio, anche quello "patrimoniale" (cioè la struttura economico-finanziaria della società) e quello "tecnico" (ossia l'insieme delle attrezzature, beni e in generale delle strutture a contatto con l'attività economica esercitata). Nello stesso senso cfr. M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in corso di pubblicazione nella raccolta di *Studi in onore di Vincenzo Cerulli Irelli*, 2021, 114.

dell'impresa, nel senso della configurazione di funzioni e competenze (funzionigramma), poteri e responsabilità (organigramma) delle strutture aziendali e, soprattutto, di meccanismi di coordinamento tra queste; si contrappongono, poi, a quelli amministrativi, che farebbero, invece, riferimento alla dimensione dinamico-funzionale dell'organizzazione, ossia alla formalizzazione delle procedure e dei processi atti ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento dell'attività aziendale e delle sue singole fasi<sup>7</sup>; di là, poi, dal contenuto preciso del singolo assetto (che, evidentemente, dipenderà dalla tipologia di impresa che lo adotta), l'aspetto sistematico su cui la norma pare indirizzare l'attenzione degli operatori è proprio quello di una efficace procedimentalizzazione dell'organizzazione<sup>8</sup>.

Il riferimento all'attribuzione di competenze e poteri ai soggetti a vario titolo compresi nell'organizzazione aziendale non deve, però, indurre a pensare che l'assetto organizzativo si risolva solo nella cura di singoli e precisi aspetti di natura "logistica": come ricorda uno degli Autori che ha dedicato al tema maggiore attenzione, infatti, si deve piuttosto ritenere che la costituzione di assetti adeguati diviene «*il dovere organizzativo di più elevato grado*», che coincide con «*l'intera struttura interna dell'impresa che ne garantisce continuità e funzionamento, nel rispetto della legalità*»<sup>9</sup>.

Già prima della riforma del 2003, che ha inserito la disciplina degli assetti nel Codice civile, il tema non era affatto sconosciuto non solo alla dottrina, ma anche e soprattutto alle normative di settore, specie quella bancaria e finanziaria: era, in particolare, l'art. 149 t.u.f. (per vero tuttora vigente) a prevedere, tra gli obblighi del collegio sindacale, quello di vigilare «*sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile(...)*». Orbene, il dato letterale, oltre a conferire primario rilievo alla struttura organizzativa, ne rende evidente la portata generale; e una più attenta analisi del suo contenuto rivela altresì che, eccetto che per il riferimento al sistema di controllo interno, nella sostanza le differenze con le norme oggi contenute nel Codice civile sono di natura meramente lessicale. Anche la non espressa menzione del sistema di controllo interno nelle disposizioni codicistiche (che deriva solo dall'opportuna scelta di non renderlo obbligatorio per tutti gli enti, anche quelli di piccole dimensioni, per i quali si rivelerebbe un costo troppo ingente in proporzione alla sua utilità) non deve certo far propendere per una sua esclusione dal sistema dell'assetto organizzativo: al contrario, nel caso di una società di cospicue dimensioni, un sistema di controllo interno – inteso come l'insieme delle procedure dirette a verificare l'efficienza e la funzionalità della struttura organizzativa e contabile<sup>10</sup> – diviene obbligatorio in quanto presupposto dell'adeguatezza stessa degli assetti<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> V. M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, cit., 30; M. IRRERA, M. SPIOTTA, *Gli obblighi e i doveri*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. IRRERA, Torino, 2020, 246; A. LOLLI, M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti nel codice della crisi d'impresa*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 1° aprile 2020, 7.

<sup>8</sup> In tal senso, cfr. B. LIBONATI, *L'impresa e la società*, Milano, 2004, 264; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643 ss. e spec. 651.

<sup>9</sup> Così M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 81. Nello stesso senso cfr. anche L. NAZZICONE, in *Società per azioni. Amministrazione e controlli*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 5, Milano, 2003, 38.

<sup>10</sup> Si veda esemplificativamente P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV, 2, Padova, 2004, 247.

<sup>11</sup> Cfr. ancora M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 72; V. COLANTUONI, *Sub art. 2403 c.c.*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, 549.

Anche un rapido sguardo all'esperienza comparata permette di trovare riscontri e conferme.

La disciplina sui doveri degli amministratori nei diversi ordinamenti europei e nord-americani si differenzia sensibilmente per la tecnica legislativa adottata: se la maggioranza dei sistemi opta per una normazione sintetica per principi<sup>12</sup>, vi è un minoritario gruppo, di cui l'Italia fa parte, che provvede, oltre che alla fissazione di standard e principi, anche all'elencazione specifica dei doveri dei gestori<sup>13</sup>. Tra questi, il § 91.2 dell'AktG tedesco prescrive che l'organo gestorio deve adottare misure adeguate (*geeignete Maßnahmen*), ed, in particolare, un sistema di monitoraggio (*ein Überwachungssystem*); a questo si affiancano il § 82 dell'AktG austriaco, che menziona la necessaria istituzione di un sistema di controllo interno (*ein internes Kontrollsystem*) ed il Codice di corporate governance olandese che, nel precisare i compiti attribuiti al consiglio di sorveglianza dall'art. 140 c.c., prevede che, nel caso delle società quotate, esso sia incaricato anche della supervisione dei sistemi di controllo interno. Sempre in sede di autodisciplina, che ha spesso costituito palestra per la sperimentazione di soluzioni poi efficacemente trapiantate anche nella legislazione primaria, il nuovo Codice di corporate governance belga, nel principio 1, raccomanda specificamente alle società di adottare una scelta esplicita tra i modelli offerti dall'ordinamento e affida al consiglio di amministrazione il compito di valutare, almeno ogni cinque anni, l'adeguatezza del modello adottato, e a proporre, qualora consideri il modello attuale non più adeguato, l'adozione di un diverso modello alla successiva assemblea dei soci; al contempo, si raccomanda al *board* di assicurare l'adeguata implementazione del modello prescelto e una sua chiara illustrazione nella relazione sul governo societario.

Anche negli ordinamenti appartenenti al primo gruppo (quelli della regolazione "per principi") tra i quali figurano soprattutto gli ordinamenti di *common law*, la giurisprudenza ha nel tempo provveduto ad ampliare e precisare i generici doveri espressi dalla norma di legge, nella direzione dell'implementazione degli obblighi di controllo: e così, i giudici inglesi hanno ritenuto che, nel caso di conferimento di deleghe gestorie ad alcuni degli amministratori, sia specularmente presente un obbligo di supervisione (*duty to supervise*) in capo agli amministratori non esecutivi<sup>14</sup>; quanto all'esperienza

---

<sup>12</sup> Esemplare è in questo senso il sistema americano, che delinea (solo) i due generalissimi principi di *duty of loyalty* (dovere di fedeltà) e *duty of care* (dovere di diligenza). V., *ex multis*, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, in *The Journal of Law & Economics*, Vol. 36, No. 1, Part. 2, 1993, 425 ss.; J.R. BOATRIGHT, *Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relation: Or, What's so Special about Shareholders?*, in *Business Ethics Quarterly*, Cambridge University Press, 1994, Vol. 4, 393 ss.; B.S. BLACK, *The Core Fiduciary Duties of Outside Directors*, in <https://ssrn.com/abstract=270749>; B.S. BLACK, *The Principal Fiduciary Duties of Boards of Directors*, Presentation at Third Asian Roundtable on Corporate Governance, in <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1872746.pdf>; M. WISCHMEIER SHANER, *Restoring the Balance of Power in Corporate Management: Enforcing an Officer's Duty of Obedience*, in *The Business Lawyer*, Vol. 66, 2010, 27 ss.; L.H. LAZARUS, J.C. JOWERS, *Fiduciary Duties of Managers of LLCs: The Status of the Debate in Delaware*, in *Business Law Today*, 2012, 1 ss.

<sup>13</sup> Un dettagliato raffronto tra i sistemi giuridici europei è contenuto nello studio condotto dal *Department of Law della London School of Economics*, su incarico della Commissione Europea (cfr. C. GERNER-BEUERLE, P. PAECH, E.P. SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, reperibile al link <http://eprints.lse.ac.uk/50438/>).

<sup>14</sup> Cfr. *Re Barings PLC* (No. 5), [1999] 1 BCLC 433. Sull'obbligo di vigilanza, cfr. D. DESPOTOVIC, *Fiduciary Duties and the Business Judgment Rule (with the Emphasis on the Citigroup Case)*, 2010, in <https://ssrn.com/abstract=1639338>.

americana (ci si riferisce, come noto, in particolare alla giurisprudenza del Delaware), sempre più stringenti obblighi in materia di organizzazione dell'impresa sono imposti agli amministratori, con particolare riguardo all'istituzione di strumenti e meccanismi di controllo interno<sup>15</sup>.

Questo breve *excursus* consente di concludere che gli obblighi organizzativi posti a carico degli amministratori di società non si sostanziano nella sola e semplice attribuzione di compiti ai vari soggetti appartenenti all'organigramma aziendale, ma spaziano sino a includere aspetti pervasivi e fondamentali dell'organizzazione stessa, tra i quali spiccano il sistema delle deleghe e, soprattutto i sistemi di controllo interno. Tale constatazione porta a domandarsi se, in realtà, accanto ai sistemi di controllo interno – i quali, secondo la dottrina sono presupposto e presidio per il (buon) funzionamento stesso degli assetti – non si possano porre tutte le scelte organizzative, per così dire, di “vertice”, che riguardano la società quali, ad esempio, la scelta stessa di prevedere un sistema di deleghe all'interno del consiglio di amministrazione (e, in tale contesto, se attuarlo per il tramite di un comitato esecutivo o di singoli amministratori delegati) o la scelta di dotarsi o meno di alcuni organi non necessari (quali l'organismo di vigilanza o lo stesso collegio sindacale nella s.r.l. sotto soglia).

3. *Gli assetti organizzativi “di vertice”*. – La domanda volta a valutare se, all'interno del concetto di “assetto organizzativo”, possano essere ricomprese anche le scelte “di vertice” della società, sembra, a parere di chi scrive, dover avere risposta positiva<sup>16</sup>. Tale interrogativo, peraltro, pur non essendo spesso direttamente posto, non è nuovo nelle considerazioni della dottrina.

Un primo spunto riguarda, ancora, il sistema dei controlli. Come noto, organo principe che si occupa di questa funzione (perlomeno nel sistema tradizionale, maggiormente adottato in Italia) è il collegio sindacale; altrettanto noto, però, è che esso risulta obbligatorio solo nelle società per azioni: nulla si dispone, naturalmente, per le società di persone, che non sono generalmente dotate di alcuna organizzazione corporativa (pur essendo oggi, comunque, soggette all'obbligo di creazione di assetti adeguati ex art. 2086 c.c.) in ragione delle ridotte dimensioni dell'attività; per quanto concerne, invece, le s.r.l. non solo l'obbligo non scatta al di sotto di dati requisiti dimensionali (art. 2477, c. 2, c.c.), ma, anche una volta superati, rimane per la società l'alternativa tra la nomina dell'organo sindacale o la nomina di un revisore contabile<sup>17</sup>. Non vi è, allora, chi non rilevi come, specialmente nelle società di maggiori dimensioni, occorrerebbe verificare se la presenza del solo revisore esterno sia effettivamente compatibile ri-

---

<sup>15</sup> Cfr. caso CAREMARK (698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996)) e caso STONE (911 A.2d 362 (Del. 2006)). Sul tema cfr. anche J. ARLEN, *The story of Allis-Chalmers, Caremark and Stone: Directors' evolving duty to monitor*, in *NYU Law & Economics Research Legal Paper Series Working Paper*, No. 08-57, 2008; A.M. TUCKER, *Who's the Boss: Unmasking Oversight Liability within the Corporate Power Puzzle*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 35, 2010.

<sup>16</sup> Sull'opportunità di procedere ad una applicazione estensiva della norma sull'adeguatezza degli assetti, cfr. ancora M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa*, cit., 114.

<sup>17</sup> Già O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 584 segnalava problemi nell'attribuzione del ruolo di vigilanza sugli assetti qualora sia nominato solo il revisore, ipotizzando che in questo caso il controllo dovrebbe forse essere circoscritto agli assetti contabili.

spetto al generale dovere di istituire un assetto organizzativo (amministrativo e contabile) che possa dirsi adeguato<sup>18</sup>. Tale circostanza verrà a rivestire ancora maggiore rilievo quando (e qualora) entrasse in vigore l'intero sistema dell'allerta previsto dal Codice della Crisi<sup>19</sup>, all'interno del quale importanti poteri/obblighi di segnalazione di indici di crisi, nell'inerzia dell'organo gestorio, sono posti in capo proprio al collegio sindacale (avvertimento che, nelle more dell'entrata in vigore del provvedimento, può essere oggi certamente rivolto quantomeno agli amministratori).

Ancora, vi è chi ritiene che addirittura «*la stessa scelta del sistema di amministrazione e controllo da adottare, di competenza dell'assemblea, ha notevoli ripercussioni sull'adeguatezza degli assetti, la cui responsabilità esclusiva è degli amministratori*»<sup>20</sup>.

Queste opinioni, insieme con le considerazioni svolte nel paragrafo precedente, inducono, dunque, a ritenere le scelte di vertice nella società a pieno titolo comprese nel concetto di assetto organizzativo. Questa affermazione ha conseguenze non di poco conto sulla distribuzione stessa dei ruoli e delle responsabilità all'interno della società, nelle quali, come noto, il legislatore assegna la competenza esclusiva in materia di assetti agli amministratori<sup>21</sup>.

Con riferimento alle scelte organizzative che sono da includersi nel concetto di "assetti organizzativi di vertice", si possono, dunque, distinguere due piani: da un lato, vi sono quelle di competenza degli amministratori che, pacificamente, ai sensi delle norme codicistiche, sono tenuti a "curare" i profili concernenti il funzionamento del consiglio ed, in particolare, il sistema delle deleghe e ne sono, peraltro, pienamente responsabili<sup>22</sup>; dall'altro lato, vi sono materie che sono da ricomprendersi nell'assetto organizzativo della società ma sono, per legge, demandate ai soci. Su questo secondo profilo il discorso diviene più delicato ed incerto: occorre, infatti, domandarsi se anche in questo caso esistano limiti all'espressione dell'autonomia contrattuale (e, nella specie,

<sup>18</sup> N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 407.

<sup>19</sup> Come noto, l'entrata in vigore dell'intero articolato (salvo alcune norme isolate già vigenti dal 16 marzo 2019), inizialmente prevista per il 15 agosto 2020, è stata rinviata, in ragione della situazione emergenziale, una prima volta al 1° settembre 2021, ad opera dell'art. 5, D.L. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. Decreto Liquidità) ed una seconda volta al 16 maggio 2022 (ad eccezione delle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, rinviate al 31 dicembre 2023) ad opera dell'art. 1, D.L. 24 agosto 2021, n. 118.

<sup>20</sup> A. LOLLI, M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 6 ss. Così anche P. BASTIA, E. RICCIARDELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi*, cit., 368.

<sup>21</sup> Secondo il noto adagio per cui gli organi delegati *curano* la creazione degli assetti, il *plenum* dell'organo di gestione li *valuta* e l'organo di controllo *vigila*. Per riferimenti dottrinali, si rimanda alle note 1 e 7.

<sup>22</sup> Di là da tutti i dati già forniti, pare opportuno segnalare anche una recente pronuncia della Corte di Cassazione in tema di revoca della delega all'amministratore e di giusta causa della stessa, che ben si inserisce nel dibattito e conferma a pieno titolo la tesi secondo la quale anche il sistema delle deleghe va incluso nell'alveo degli assetti organizzativi e deve, dunque, necessariamente rispettare il canone dell'adeguatezza: nella specie, il Giudice ha ritenuto sussistente una giusta causa di revoca dell'amministratore delegato nel momento in cui, per circostanze sopravvenute (una differente attività svolta dalla società), egli non possieda più le competenze necessarie a rivestire tale carica. La sostituzione del delegato, alla luce della pronuncia, appare, dunque, giustificata dal necessario adeguamento dell'assetto alle nuove esigenze dell'impresa e, quindi, in quest'ottica, è da considerarsi non solo legittima, ma anche in qualche misura doverosa. Il riferimento è a Cass. 25 febbraio 2020, n. 4954, in *Giur. comm.*, 2021, II, 98 ss., con nota di O. CAGNASSO, *La revoca dell'amministratore delegato*; in *Giur. it.*, 2020, 2162 con nota di A. BERTOLOTTI, *Revoca di delega ex art. 2381, 2 comma, e giusta causa, con qualche interrogativo*.



statutaria) dei soci in ragione del necessario adattamento della struttura organizzativa al canone dell'adeguatezza e, di conseguenza, chi sia responsabile nel caso di scelte palesemente inadeguate – in particolare nelle società in cui l'assemblea è organo totalmente "irresponsabile" e, si ribadisce, scelte e conseguenti responsabilità in materia di assetti sono riservate in via esclusiva agli amministratori. Alla discussione di questi profili maggiormente problematici saranno dedicate le pagine seguenti.

4. *Gli assetti organizzativi "curati" dai soci.* – Il problema degli "assetti di vertice" di competenza dell'assemblea pare investire, come si è anticipato nei precedenti paragrafi, principalmente due ambiti: da un lato, la scelta del sistema di organizzazione e controllo più adatto alla natura e alle dimensioni della società; dall'altro, l'alternativa posta dall'art. 2477 c.c. per le s.r.l. tra la nomina dell'organo sindacale o del revisore legale, per arrivare financo alla possibilità che, in certi contesti, tale nomina sia facoltativa. Di là dai vincoli esterni che in ambo i casi sono imposti dalla legge a seconda del tipo sociale di cui si tratta, non sembra sussistere alcuna regola di condotta che possa essere imposta ai soci e renda le loro scelte più o meno "adeguate" ad un particolare contesto.

4.1. *I sistemi alternativi di amministrazione e controllo.* – La Riforma organica del diritto societario del 2003 ha provveduto ad inserire nell'impianto del codice civile, nella parte dedicata alla s.p.a., la disciplina di due modelli di amministrazione e controllo alternativi a quello tradizionale, ossia il sistema dualistico ed il sistema monistico<sup>23</sup>: il trapianto di tali modelli ricavati da esperienze straniere derivava, in generale, da una volontà di ampliare le opzioni offerte agli operatori e, più nello specifico, dalle spinte provenienti in special modo dagli ordinamenti anglosassoni verso uno spostamento dei compiti di controllo sulla gestione all'interno della stessa organizzazione amministrativa. Tale tendenza "centrifuga" si basa sulla convinzione che detti controlli possano essere più efficacemente svolti da soggetti sì indipendenti dall'organo controllato, ma che, facendone parte, hanno altresì possibilità di reperire maggiori informazioni sul suo stesso funzionamento ed operato.

Il sistema del controllo interno diviene così architrave e parametro di riferimento per la verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi: esso investe, infatti, numerosissimi profili, da quello del monitoraggio del rischio in senso ampio (c.d. *risk management*) a quello della verifica sul rispetto delle norme di legge (c.d. *compliance*)<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Sul tema, cfr. P. ABBADESSA, *Il sistema dualistico in Italia: l'evoluzione del modello*, in P. ABBADESSA-F. CESARINI (a cura di), *Sistema dualistico e governance bancaria*, Torino, 2009, 1 ss.; V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, di N. ABRIANI, V. CARIELLO, Torino, 2012; A. VERONELLI, *L'organo amministrativo nel sistema monistico: amministratori indipendenti e funzioni di controllo*, Milano, 2006; G. RIOLFO, *Il sistema monistico nelle società di capitali e cooperative*, Padova, 2010; G.A. RESCIO, *Il mutamento del sistema organizzativo nella s.p.a.*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Studi in onore di A. Piras, Torino, 2010, 213 ss.; N. ABRIANI, *Variazione del sistema di amministrazione e controllo e nomina dei primi componenti degli organi sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 695; C. BELLAVITE PELLEGRINI, E. SIRONI, L. PELLEGRINI, *Costo degli organi societari e scelta dei sistemi di governance alternativi: l'evidenza empirica in Italia*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 41 ss.

<sup>24</sup> Cfr. M. IRREIRA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 72 ss.; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 51 ss.

Se non vi è alcun dubbio sul fatto che la sua strutturazione sia riservata alla competenza esclusiva degli amministratori, qualora si adotti un sistema tradizionale, così non accade per la scelta a monte relativa al sistema di amministrazione e controllo da adottare, che è attribuita inderogabilmente all'assemblea straordinaria, non essendo nemmeno compresa tra le competenze delegabili *ex art.* 2365, c. 2, c.c. Tuttavia, tale scelta risulta essere potenzialmente parimenti cruciale nel garantire efficacia, tempestività e pervasività al controllo interno. Per proporre l'esempio più immediato, infatti, è diffusa opinione che la connaturata e positiva compenetrazione fra organo amministrativo e di controllo assicurata dal sistema monistico potrebbe, con i dovuti aggiustamenti, divenire un assetto organizzativo adeguato, specie per le società quotate<sup>25</sup>. Allo stesso modo, la convinzione che la scelta del sistema di amministrazione e controllo sia determinante per assicurare l'efficienza e la correttezza della gestione e l'efficacia dei controlli si rinviene anche in alcuni settori della normazione secondaria, come ad esempio nel già citato art. 6 delle Disposizioni di vigilanza per intermediari finanziari, contenute nella circolare n. 288 del 3 aprile 2015 della Banca d'Italia.

A dispetto della rilevanza del tema, la sua traduzione pratica non ha avuto grande fortuna: non solo l'impiego di entrambi i sistemi alternativi è stato nei fatti assai limitato, ma addirittura si è osservato, anche in seguito ad una loro prima adozione, un ritorno al modello tradizionale<sup>26</sup>. Le cause di tale insuccesso sono senza dubbio molteplici e non certo legate all'inidoneità intrinseca di detti modelli per l'efficiente gestione di talune società; esse vanno, piuttosto, ricercate, nella scarsa informazione relativa al loro funzionamento e, ancor prima, alla tecnica normativa adottata dal legislatore, che ha dedicato a questi sistemi uno sparuto gruppo di norme, rinviando, per quanto non espressamente previsto, alla disciplina del sistema tradizionale<sup>27</sup>.

La lacuna informativa denunciata, insieme con l'elevata conoscenza delle caratteristiche della singola società necessarie a compiere una scelta ponderata sul punto, rendono altamente inverosimile che, anche qualora i soci decidano di porsi il problema, abbiano sufficienti informazioni per deliberare adottando l'opzione più adeguata. E certamente, di là dalla competenza, nessun obbligo né regola di comportamento sul punto è imposta all'assemblea<sup>28</sup>.

In questo contesto, dunque, occorre domandarsi se i soggetti titolari *ex lege* dell'obbligo di cura e controllo degli assetti organizzativi, ossia amministratori e sindaci, abbiano qualche potere o dovere in merito.

<sup>25</sup> Così M. IRRERA, *Assetti organizzativi e sistema monistico*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 531 ss. L'Autore si chiede proprio se sia possibile considerare «il sistema monistico quale "assetto organizzativo adeguato"».

<sup>26</sup> Sul punto v. S. ALVARO, D. D'ERAMO, G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Quaderno giuridico CONSOB* n. 7/2015, 20 ss.

<sup>27</sup> P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma*, in *NDS*, n. 11, 2014, 11; V. CARIELLO, *La disciplina "per derivazione" del sistema di amministrazione e controllo dualistico (disposizioni di richiamo e di rinvio nel nuovo diritto delle società per azioni non quotate)*, in *Riv. soc.*, 2005, 48 ss.

<sup>28</sup> È opportuno, tuttavia, segnalare che un autorevole Autore ritiene che, se è vero che la competenza per l'attuazione del principio di adeguata organizzazione sembra ricadere soprattutto sugli amministratori, è parimenti innegabile che «l'adeguatezza riguarda, in primo luogo, l'organizzazione in senso stretto, che è definita negli statuti ed è dunque materia di competenza assembleare. Anche sotto questo profilo il principio dev'essere rispettato». Si spinge, pertanto, sino ad affermare che «[p]otrebbero dunque darsi delibere assembleari contrastanti con il principio, e perciò invalide». Così M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa*, cit., 117.

Per quanto concerne gli amministratori, rimane sicuramente preclusa, come osservato poc'anzi, la possibilità di vedersi attribuire una decisione relativa alla scelta del sistema di amministrazione e controllo, poiché si tratta di competenza non delegabile ai sensi dell'art. 2365, c. 2, c.c.: al netto delle possibili valutazioni sul merito di questa scelta legislativa<sup>29</sup>, la lettera della legge pare ad oggi insuperabile. Unico *escamotage* si potrebbe rinvenire nella parte che prevede, al medesimo comma, la possibilità di demandare agli amministratori, tramite apposita clausola statutaria, le scelte necessarie per gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative. Si tratta, tuttavia, di una interpretazione forse artefatta: da un lato, la fattispecie pare riferirsi solo a situazioni di aperto conflitto tra clausole statutarie e norme imperative, sul quale non sussistano significativi margini di discrezionalità sulla necessità di un adeguamento statutario<sup>30</sup>; dall'altro, in assenza di previsione statutaria, agli amministratori sarebbe comunque preclusa ogni azione.

La carenza di "azione diretta" non toglie che, essendo gli amministratori responsabili in via esclusiva dell'adeguatezza degli assetti, essi siano tenuti a valutare le scelte dei soci in punto di sistemi di amministrazione e controllo, non potendo pedissequamente attenersi al deliberato assembleare, e debbano conseguentemente comunicare senza indugio all'assemblea l'eventuale inidoneità di scelte statutarie che impediscano la predisposizione ed il mantenimento di assetti adeguati<sup>31</sup>. Più difficile, perlomeno in questo contesto, pare pensare ad un più pervasivo potere di non dare esecuzione ad una delibera assembleare inadeguata: il cambio di sistema di amministrazione e controllo, infatti, si esaurisce potenzialmente all'atto della delibera stessa<sup>32</sup>, non richiedendo alcuna attività esecutiva ulteriore degli amministratori. Parimenti, invece, essendo i sindaci investiti di un potere di controllo relativo agli assetti organizzativi, si deve ritenere che, qualora rinvenivano rilevanti omissioni in merito, siano legittimati a convocare l'assemblea per segnalare dette omissioni quali "fatti censurabili di rilevante gravità" ex art. 2406, c. 2, c.c.<sup>33</sup>. Ne deriva, quindi, che pur in assenza di regole di natura positiva, dirette quindi ad imporre obblighi all'agire assembleare, si riviene comunque nel sistema un limite, per così dire esterno ed indiretto, ai poteri dell'assemblea in materia di organizzazione di vertice.

Le iniziative (e le inerzie) dagli amministratori (e dei sindaci) potranno sempre es-

---

<sup>29</sup> Le altre attribuzioni delegabili, quali ad esempio la decisione su aumenti di capitale, fusioni (nei casi previsti dagli artt. 2505 e 2505 *bis*), istituzione o soppressione di sedi secondarie o trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale, sono sicuramente scelte che coinvolgono aspetti di natura organizzativa indirettamente collegati anche all'ambito strettamente gestionale.

<sup>30</sup> B. PETRAZZINI, *Sub art. 2365 c.c.*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 489.

<sup>31</sup> A. LOLLI, M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 6 ss. Precisi obblighi di segnalazione riguardo all'adeguatezza del sistema di amministrazione e controllo si rinvencono, per esempio, nel Codice di autodisciplina belga, per cui v. *supra*.

<sup>32</sup> Gli adempimenti esecutivi spettano, in questo caso, di nuovo all'assemblea, seppur in sede ordinaria all'atto della nomina dei nuovi organi. Sul punto si vedano le massime notarili H.C.1, *Scelta del sistema di amministrazione*, Commissione società del Consiglio notarile del Triveneto e n. 17, *Varianti organizzative e modifiche dei sistemi di governo societario*, Commissione società del Consiglio notarile di Milano. Sulla possibilità di nomina contestuale dei nuovi organi si vedano altresì N. ABRIANI, *Variatione del sistema di amministrazione e controllo*, cit., 695; A. BUSANI, *Variatione del sistema di amministrazione e controllo e nomina dei primi componenti degli organi sociali*, in [http://www.notaio-busani.it/handlers/downloader.aspx?file=%5Cdoc\\_pubblici%5CDIRITTO+COMMERCIALE%5CSOCIETA'%5CMASSIME+E+PROTOCOLLI%5CMassime+Firenze%5C05+-+Variatione+del+sistema+di+governance.pdf](http://www.notaio-busani.it/handlers/downloader.aspx?file=%5Cdoc_pubblici%5CDIRITTO+COMMERCIALE%5CSOCIETA'%5CMASSIME+E+PROTOCOLLI%5CMassime+Firenze%5C05+-+Variatione+del+sistema+di+governance.pdf).

<sup>33</sup> M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 86.

sere vagliate, *ex post*, in un giudizio di responsabilità. Volutamente tralasciate le generali questioni della sanzionabilità in via autonoma dell'obbligo di predisporre gli assetti e dell'effettiva difficoltà di ipotizzare un danno alla società direttamente causato dalla loro carenza<sup>34</sup> o dell'applicabilità alla fattispecie della *business judgement rule*<sup>35</sup>, basti, per quanto qui ci occupa, concludere che l'eventuale responsabilità degli amministratori potrà essere vagliata anche con riguardo alla loro iniziativa o inerzia a fronte di scelte assembleari palesemente e gravemente inadeguate, che strumentalmente hanno favorito o impedito il rispetto del più generale obbligo di corretta amministrazione.

4.2. *L'organo sindacale*. – Il secondo fondamentale snodo che completa l'esame sugli assetti organizzativi di vertice è quello relativo alla presenza di un organo di controllo nella s.r.l.<sup>36</sup>.

Come noto – e già rilevato –, la legislazione vigente prevede, all'art. 2477, c. 1, c.c., la mera facoltà, riservata ai soci di s.r.l., di nominare un organo di controllo, nella forma del sindaco unico o di un collegio sindacale, oppure un revisore legale dei conti; al successivo comma 2, detta facoltà è tramutata in obbligo qualora la società sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato oppure controlli una società obbligata alla revisione legale dei conti o ancora superi alcune soglie dimensionali<sup>37</sup>. È poi previsto che, anche quando scatta l'obbligatorietà, l'alternativa tra nomina di un organo di controllo (uni o pluripersonale) o di un revisore legale dei conti permane.

Questa scelta legislativa appare senz'altro coerente se si pone mente all'originario modello codicistico della s.r.l., che era stata pensata come piccola società chiusa a compagine ristretta e per la quale la presenza necessaria dell'organo di controllo pareva sovrabbondante e foriera di inutili costi, specie in presenza dei pervasivi poteri di consultazione garantiti ai soci non amministratori dall'art. 2476 c.c.<sup>38</sup>, nel caso di un'ini-

<sup>34</sup> M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 85 ss.

<sup>35</sup> Senza pretesa di completezza, si vedano P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi*, cit. 76; O. CAGNASSO, *Diritto societario e mercati finanziari*, in *NDS*, 2018, 852 ss.; M. IRRERA, *La business judgement rule e gli assetti adeguati*, in *Società & contratti, bilancio & revisione*, 2020, 6 ss.; M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa*, cit., 113; R. FORMISANI, *op. cit.*; C. AMATUCCI, *op. cit.*; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; Trib. Roma 8 aprile 2020, in *www.ilsocietario.it*, con nota di F. PICCIONE, *L'applicabilità della Business Judgement Rule alle scelte organizzative degli amministratori*.

<sup>36</sup> Sulla mutevole evoluzione del sistema dei controlli nella s.r.l., v. N. ABRIANI, *I controlli*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, II, Milano, 2020, 1985 ss.; P. BENAZZO, *I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 23 ss.

<sup>37</sup> La definizione della misura di dette soglie ha attraversato un *iter* assai travagliato. Essa, infatti, anche molto di recente, ha subito una prima modifica ad opera dell'art. 379, D.Lgs. n. 14/2019 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), che prevedeva lo scattare dell'obbligo al superamento, per due esercizi consecutivi, di almeno uno dei seguenti parametri: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 2 milioni di euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 2 milioni di euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10 unità. Dette soglie sono state reinnalzate con la L. n. 55/2019 (legge di conversione del c.d. Decreto sblocca cantieri) e prevedono ora: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 4 milioni di euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 20 unità. Occorre tener presente altresì che, se l'obbligo scatta al superamento di anche solo uno di detti limiti, il suo venir meno richiede, ai sensi del c. 3 dell'art. 2477 c.c., che la società non superi, per tre esercizi consecutivi, alcuno dei predetti limiti.

<sup>38</sup> Sul punto cfr. spec. M. CERA, *I controlli nelle società di capitali "chiuse" fra modelli legali ed evoluzione della realtà*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 354 ss.; G. ZANARONE, *I controlli nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*:

ziativa imprenditoriale di maggiori dimensioni (che abbia, insomma, i requisiti di cui al comma 2 dell'art. 2477 c.c.), invece, torna ad assumere importanza la sussistenza di un controllo più strutturato da parte di un organo a ciò appositamente deputato<sup>39</sup>. Già in questa seconda ipotesi, la previsione codicistica rivela un certo grado di inadeguatezza poiché, come precisato, permane l'alternativa in base alla quale i soci potrebbero anche optare per la nomina del solo revisore legale dei conti, escludendo così qualsiasi possibilità di un più esteso controllo sulla gestione<sup>40</sup>. Ove, poi, si giunge a un paradosso è confrontandosi con le “nuove” s.r.l. che, anche in ragione della disciplina del *crowdfunding*, hanno facoltà di offrire le proprie partecipazioni al pubblico<sup>41</sup>.

In presenza di un s.r.l. “aperta”, che dunque offra le proprie quote al pubblico, la (legittima) assenza di un organo di controllo potrebbe avere serie ricadute sulla possibilità stessa di predisporre un adeguato assetto organizzativo, soprattutto se si considera, specularmente, che i poteri di controllo individuale del singolo socio ex art. 2476 c.c. mal paiono conciliarsi con un crescente numero di aderenti alla compagine sociale<sup>42</sup>. In questo contesto, non vi è chi non si avveda del fatto che «*il nuovo scenario normativo impone, segnatamente nelle S.r.l. di maggiori dimensioni, di verificare se la semplice presenza di un revisore esterno sia effettivamente compatibile rispetto al generale dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale*»; il medesimo Autore afferma, poi, che, nell'eventualità in cui si provveda esclusivamente alla nomina del revisore legale, si potrà valutare «*l'adozione del sistema di amministrazione e controllo monistico, assegnando agli amministratori indipendenti che andranno a comporre il comitato per il controllo della gestione il ruolo di terminali delle segnalazioni e di interlocuzione dialettica che il Codice della crisi pone a carico dell'organo di controllo*»<sup>43</sup>. Come appare evidente, allora, non solo i temi della scelta del sistema di amministrazione e, all'interno di esso, della regolamentazione dell'organo di controllo sono tra loro legati a doppio filo nella più generale cornice dell'adeguatezza degli assetti, ma,

---

due sistemi a confronti, in P. ABBADESSA (a cura di), *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Torino, 2015, 117 ss.

<sup>39</sup> Cfr. O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *NLCC*, 2020, 1231.

<sup>40</sup> Per una discussione sull'alternatività (e fungibilità?) di organo sindacale e revisore contabile nella s.r.l., v. E. PEDERZINI, *I controlli. Sindaco e revisore tra imperatività e facoltatività*, in E. PEDERZINI-R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2018, 339 e spec. 355; O. CAGNASSO, *I controlli nella s.r.l.*, in *Giur. it.*, 2013, 2438 ss.; I. CAPELLI, *La (non facile) scelta tra la nomina dell'organo di controllo e la nomina del revisore nelle s.r.l. “maggiori”*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, n. 7, 1 ss.; N. ABRIANI, *I controlli*, in *Le società a responsabilità limitata*, cit., 2003 ss.

<sup>41</sup> Sul punto cfr., *ex multis*, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2020, 87 ss.; ID., *La s.r.l. “aperta”*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI, Bologna, 2020, 227 ss.; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *NDS*, n. 6, 2018, n. 6, 915 ss.; M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Torino, 2020, 19 ss.; S. CERRATO, *La parabola di start-up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, *ibid.*, 39 ss.

<sup>42</sup> Così O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1223 ss.; in ogni caso, sulla inadeguatezza dei poteri di controllo individuale del socio a supplire in toto alla presenza di un controllo professionale ed indipendente sulla gestione, quale quello che sarebbe garantito da un organo sindacale, v. N. ABRIANI, *I controlli*, in *Le società a responsabilità limitata*, cit., 2040 ss.

<sup>43</sup> N. ABRIANI, A. ROSSI, *op. cit.*, 407.

anche in questo caso, il problema risiede nel fatto che l'onere (e non l'obbligo) di "riadattamento organizzativo" resta sostanzialmente demandato all'autonomia privata<sup>44</sup>.

4.3. *I poteri degli amministratori.* – Quale potere residua in capo agli amministratori, che anche nella s.r.l. restano, ai sensi dell'art. 2475 c.c.<sup>45</sup>, gli unici responsabili dell'istituzione degli assetti di cui all'art. 2086, c. 2, c.c., in caso di scelte inadeguate dell'assemblea dei soci?

Un primo strumento potrebbe essere fornito dal sesto comma dell'art. 2477 c.c., che prevede che, in caso di inerzia od omissioni dei soci rispetto a quanto previsto dal comma 2, sarà il tribunale a nominare l'organo divenuto necessario, su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o su segnalazione del conservatore del registro delle imprese. Non pare esservi dubbio, anzitutto, sul fatto che gli amministratori potrebbero, in ragione dell'obbligo di predisposizione di una struttura organizzativa adeguata, essere inclusi tra quei "soggetti interessati" che possono ricorrere al Tribunale; né pare vi siano ragioni contrarie a che, se nulla è previsto nello statuto, gli amministratori *possano indicare, nella richiesta, l'organo nominando che loro appaia più idoneo alla natura e dimensioni dell'impresa.*

Se è vero, poi, che questa disposizione è pensata per garantire il rispetto di una norma imperativa, ossia quella di nominare l'organo sindacale (o il revisore?) quando questo diviene necessario, si potrebbe forse ipotizzare, con una lettura che va oltre la lettera, nello sforzo di adattamento della disciplina della s.r.l. alla possibile apertura al mercato, un'estensione analogica al caso di specie: così, in presenza di offerta di titoli al pubblico degli investitori, gli amministratori potrebbero chiedere direttamente al tribunale, anche in caso di inutile sollecito rivolto all'assemblea, di nominare un organo di controllo proprio a tutela della folla dei sottoscrittori? Tale conclusione si porrebbe, del resto, nel solco delle opinioni di coloro che ritengono che, in caso di s.r.l. aperta, un rinvio chirurgico alla disciplina delle s.p.a. potrebbe essere utile a conferire coerenza al sistema<sup>46</sup>.

In assenza di questa facoltà, dovrebbe rimanere sussistente un obbligo degli amministratori, coerente al generale dovere di correttezza, di segnalare senza indugio ai soci scelte organizzative palesemente inadeguate o gravi lacune; la tempestività della segnalazione potrebbe fornire un elemento di valutazione in caso di sottoposizione degli amministratori ad un giudizio di responsabilità.

Resta il fatto che, in assenza di qualsivoglia potere sostitutivo in ipotesi di mancata nomina dell'organo di controllo da parte dei soci (sui quali, si ribadisce, non grava alcun onere), la possibilità di evitare danni gravi ed irreparabili alla società diverrebbe remota e a pagarne il prezzo sarebbero non tanto gli amministratori, che potrebbero non esserne ritenuti responsabili in caso di comportamento diligente, ma il pubblico dei soggetti, investitori o meri creditori, che con la società hanno contrattato.

<sup>44</sup> Il che, peraltro, comporta elevatissimi costi di transazione. Così S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 885.

<sup>45</sup> Si rammenta che la disposizione, già riscritta dal Codice della Crisi, è stata ulteriormente novellata ad opera del Decreto correttivo (D.Lgs. n. 147/2020) proprio per chiarire che la riserva di competenza esclusiva in capo agli amministratori non investe l'intera funzione gestoria, ma solo quella più strettamente organizzativa di istituzione degli assetti. Sul punto v. M. IRRERA, *L'intestazione dell'obbligo degli assetti organizzativi nel decreto correttivo al Codice della crisi ovvero della respiscenza last minute del legislatore*, in *www.dirittobancario.it*, 2 novembre 2020; ID., *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *NDS*, n. 2, 2020, 115 ss.

<sup>46</sup> Cfr. ancora O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1224.

# L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE E I FLUSSI INFORMATIVI ALL'INTERNO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

di Bianca Maria Scarabelli

SOMMARIO: 1. L'intelligenza artificiale e la *CorpTech*. – 2. L'intelligenza artificiale come assetto. – 3. Potenzialità applicative a supporto degli amministratori delegati e del presidente. – 4. (*Segue*): potenzialità applicative a supporto degli amministratori privi di deleghe. – 5. L'intelligenza artificiale come oggetto di informativa. – 6. Rilievi critici.

1. *L'intelligenza artificiale e la CorpTech*. – Lo sviluppo sempre più rapido delle nuove tecnologie e dell'intelligenza artificiale inevitabilmente pongono e porranno con maggiore intensità in futuro interrogativi di ordine pratico circa la loro utilizzabilità da parte delle società e relativi quesiti giuridici in particolare in tema di *corporate governance*<sup>1</sup>. Al momento, esistono e sono in corso di sviluppo numerose tecnologie (tra cui l'intelligenza artificiale è solo uno degli esempi), che possono essere applicate all'attività di impresa in generale e ai lavori del consiglio di amministrazione: si pensi, in relazione alle prime, a tutti gli strumenti di informatizzazione del processo produttivo o della catena distributiva o ancora agli strumenti per controllare la soddisfazione dei clienti. In relazione alle seconde invece, si possono citare gli strumenti per fissare i compensi dei dirigenti e degli amministratori, per identificare i candidati per le posizioni apicali, per regolare le relazioni con gli investitori, incrementando la trasparenza degli assetti proprietari e dei cambiamenti nel controllo, per semplificare la redazione dei libri sociali e dei registri contabili aziendali, per gestire il voto assembleare e il funzionamento interno del consiglio di amministrazione, nonché i sistemi per la gestione del rischio<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per tutti si vedano: ARMOUR, EIDENMUELLER, *Self-Driving Corporations?*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 475/2019, in *Harvard Business Law Review*, 25 agosto 2019, 10 ss.; 457/2019, 17 ss.; ARMOUR, ENRIQUES, EZRACHI, VELLA, *Putting Technology to Good Use for Society: The Role of Corporate*, in *Competition and Tax Law*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 427/2018; Oxford Legal Studies Research Paper No. 15/2019; ENRIQUES, ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, vol. 72, 5 ss. e 11 ss.; HAMDANI, HASHAI, KANDEL, YAFEH, *Technological progress and the future of the corporation*, in *Journal of the British Academy*, 2018, vol. 6, 215 ss.; RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, Milano, 2020.

<sup>2</sup> Si vedano in generale gli A. citati nella precedente nota, nonché in merito in particolare alla funzione di *compliance*, PETHERAM NTI ASARE, *From open data to artificial intelligence: the next frontier in anti-corruption*, in *Oxford Insights*, luglio 2018, disponibile sul sito [www.oxfordinsights.com](http://www.oxfordinsights.com). In relazione alla selezione degli amministratori: EREL, STERN, TAN, WEISBACH, *Selecting Directors Using Machine Learning*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 34, 2021, 3226 ss. In merito alla gestione del voto: OCSE, *The Policy Environment for Blockchain Innovation and Adoption, 2019 OECD Global Blockchain Policy Forum Summary Report*, 2019, 19, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

L'impatto delle nuove tecnologie nella *corporate governance* e in particolare nell'ambito dei lavori del consiglio di amministrazione è così dirompente da aver indotto la dottrina a coniare il termine «*CorpTech*» proprio per indicare l'insieme degli strumenti tecnologici dei quali il consiglio di amministrazione può dotare la società<sup>3</sup>. Di significativa rilevanza nell'ambito della *CorpTech* è il ruolo che l'intelligenza artificiale svolge nel sistema dei flussi informativi all'interno dell'organo gestorio<sup>4</sup>.

Prima di analizzare l'impatto dell'intelligenza artificiale sul sistema dei flussi informativi, occorre soffermarsi brevemente sulla definizione di questa particolare tecnologia. L'intelligenza artificiale (*Artificial Intelligence*) è un algoritmo che, grazie all'analisi di una grande quantità di dati, può svolgere delle *tasks* o compiti che presupporrebbero l'intelligenza umana se fossero realizzati da parte dell'uomo<sup>5</sup>. La caratteristica principale dell'intelligenza artificiale è la capacità della tecnologia di estrarre informazioni da grandi quantità di dati e di utilizzarle per svolgere delle *tasks* (la cosiddetta funzione di *data digesting*). Il dato è quindi la materia prima dell'*Artificial Intelligence* ma anche il prodotto della stessa: la tecnologia procede infatti da un insieme di dati ad elaborarne di nuovi, suggerendo al decisore umano una soluzione ad un pro-

<sup>3</sup> L'espressione *CorpTech* è stata coniata da ENRIQUES, ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 55 ss., spec. 62 ss. Si vedano anche ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *NDS*, 2020, 261 ss.; ABRIANI, SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1370; ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, *passim*; MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, 1, 2019, 249.

<sup>4</sup> In tema di flussi, *ex multis*: BARACHINI, *Sub. art. 2381*, in ABBADESSA, PORTALE (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 92 ss.; DE NICOLA, *Art. 2381*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 119; MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012; MONTALENTI, *Sub art. 2381*, in COTTINO *et al.* (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 664 ss.; ID., *Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario*, in RESCIGNO, SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 59 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 435 ss.; MORANDI, *Sub artt. 2380 bis-2381 c.c.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 650 ss.; MOSCO, *Sub art. 2381*, in NICCOLINI, STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, 599; REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in CAMPOBASSO M., CARIELLO, DI CATALDO, GUERRERA, SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Torino, 2014, 1121; RIOLFO, *Aspetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, in IRRERA (diretto da), *Aspetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, cit., 88; SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur. comm.* 2008, II, 377; SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 581; VASSALLI, *Sub art. 2381*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Roma, 2011, 39; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione endoconsiliare degli amministratori di s.p.a.*, in *Soc.*, 2005, 12, 1465; ID., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005; 9 ss. In giurisprudenza particolarmente significativa è Cass., 31 agosto 2016, n. 17441, in *Giur. it.*, 2017, 386 ss.

<sup>5</sup> MINSK, *Semantic Information Processing Paperback*, Cambridge, MIT press, 1969. Si vedano anche BRAMER, *Artificial Intelligence: An International Perspective*, Berlin-Heidelberg, 2009, *passim*; DAVENPORT *et al.*, *Artificial intelligence: the insights you need from Harvard Business Review*, Boston MA, 2019, *passim*; LONGO, SCORZA, *Intelligenza artificiale. L'impatto sulle nostre vite, diritti, libertà*, Firenze, 2020, *passim*; RUSSEL, NORVIG, *Artificial Intelligence: A Modern Approach*, Londra, 2010, 1 ss.; SANTOSUOSSO, *Intelligenza artificiale e diritto: Perché le tecnologie di IA sono una grande opportunità per il diritto*, Firenze, 2020, *passim*.



blema o una strategia, oppure ancora verificando una sua assunzione<sup>6</sup>. Questa caratteristica dell'intelligenza artificiale costituisce anche il suo principale limite, sul quale si tornerà nel prosieguo, ovvero la *data dependancy*, la dipendenza del sistema informatico e del suo risultato dalla completezza, qualità, quantità, varietà e dall'eventuale *bias* dei dati inizialmente forniti alla stessa<sup>7</sup>. La dipendenza dal dato è di particolare importanza quando l'intelligenza artificiale si interfaccia con la disciplina dei flussi. Questo in quanto il sistema dei flussi stesso, di per sé, è fondato sulla raccolta e sulla circolazione di dati e informazioni, i quali sono a loro volta anche alla base dei *software* di intelligenza artificiale, che li utilizzano per elaborare ulteriori dati e soluzioni.

Di norma, inoltre, le intelligenze artificiali sono dotate di sistemi di *machine learning*, ovvero meccanismi di programmazione induttiva o approcci statistici, che permettono al *software* di apprendere dalle proprie esperienze e trovare soluzioni a problemi inediti, ovvero non codificati dal programmatore, tramite dati già acquisiti e analizzati<sup>8</sup>.

Altro tratto caratterizzante l'*Artificial Intelligence* è la capacità di analizzare «il proprio ambiente [...] compiendo azioni, con un certo grado di autonomia, per raggiungere specifici obiettivi»<sup>9</sup>. Il livello di autonomia dell'*Artificial Intelligence*, che a sua volta dipende dal suo stato di avanzamento, rispetto all'uomo – operatore o *developer* che sia – e la conseguente capacità di prendere decisioni del sistema variano significativamente a seconda dei *software* e pongono quesiti giuridici di diversa natura. In dottrina, sono stati individuati sostanzialmente tre stadi evolutivi dell'*Artificial Intelligence*: tecnologie il cui operato è totalmente controllato dall'esterno, “*autonomie deboli*” e “*autonome forti*”<sup>10</sup>: le prime si limitano a eseguire le istruzioni impartite in modo continuativo dal programmatore, mentre per le seconde, il programmatore fornisce solo i dati e l'input iniziali, dettando le regole di condotta generali delle *Artificial Intelligence*, le quali operano poi autonomamente. Da ultimo, le “*autonomie forti*” sono quelle capaci di autoprogrammarsi, al cui apice vi sono le “*autonomie totali*”, ovvero algoritmi di *self-learning* capaci di apprendere dalla propria esperienza in maniera incontrollata e imprevedibile. Altri Autori<sup>11</sup> distinguono le intelligenze artificiali in base

<sup>6</sup> Così l'art. 3 della *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (Legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, del 21 aprile 2021, COM(2021) 206 che ha definito l'*Artificial Intelligence* come un *software* in grado di «generare output quali contenuti, previsioni, raccomandazioni o decisioni che influenzano gli ambienti con cui interagiscono».

<sup>7</sup> Così FRIEDMAN, NISSEBAUM, *Bias in Computer Systems*, in *ACM Transactions on Info. Systems*, 1996, vol. 14, 330.

<sup>8</sup> Per tutti: ALPAYDIN, *Machine learning: the new AI*, Cambridge MA, 2016.

<sup>9</sup> Così, la Commissione Europea, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on Artificial Intelligence for Europe*, del 25 aprile 2018 n. 237, reperibile sul sito *ec.europa.eu*.

<sup>10</sup> Le definizioni dei livelli di autonomia sono di TADDEI, ELMI, ROMANO, *Il robot tra ius condendum e ius conditum*, in *Diritto e informatica*, 2016, 124 ss. Si vedano anche FRATTARI, *Robotica e responsabilità da algoritmo. Il processo di produzione dell'intelligenza artificiale*, in *Contratto e impresa*, 1, 2020, 468 (nonché la dottrina ivi citata); HUBBARD, *Allocating the risk of physical injury from “sophisticated robots”: efficiency, fairness and innovation*, in PAGALLO (a cura di), *The Law of Robotics: crimes, contracts, and Tort Law*, New York, 2015, 25 ss.

<sup>11</sup> RAO, *AI everywhere/nowhere part 3 – AI is AAAI (Assisted-Augmented-Autonomous Intelligence)*, 20 maggio 2016, disponibile sul sito *www.usblogs.pwc.com*; RUI, *From Artificial Intelligence to Augmented*

alla loro funzione rispetto al processo decisionale, la quale a sua volta dipende dal medesimo grado di autonomia de *software*: vi sono, in primo luogo, le “*Assisted AP*” che hanno una funzione strumentale rispetto all’uomo; in contiguità con le prime, vi sono le “*Augmented AP*” o “*Advisory AP*” che sono in grado di integrare i meccanismi decisionali, partecipando attivamente alla fase decisionale tramite suggerimenti e verifiche delle soluzioni proposte. Da ultimo, vi sono le tipologie più avanzate (“*Autonomous AP*”) in grado di sostituire le persone fisiche nelle loro decisioni. Se le forme meno avanzate<sup>12</sup> sono già state adottate in vari casi nel contesto dei lavori del consiglio di amministrazione, le tipologie più autonome non hanno ancora trovato applicazione, in quanto lo stato attuale dell’intelligenza artificiale non ha ancora raggiunto un livello pari a quella umana (denominata “*Artificial General Intelligence*”). Sono tuttavia queste ultime a porre i quesiti più rilevanti in merito alla loro utilizzabilità e ai relativi profili di responsabilità. Infatti, il grado di autonomia del *software* e la sua capacità di elaborare dati a prescindere dall’intervento umano hanno un significativo impatto sul sistema dei flussi: se da un lato, un sistema autonomo funziona senza necessità di *input* da parte dell’uomo, garantendo un pronto rispetto delle scadenze e l’elaborazione di un flusso di dati continuo, dall’altro, il mancato intervento del controllore umano (a valle o a monte dell’analisi) renderebbe di fatto molto difficile verificare quali informazioni e con quali modalità vengono convogliate e rielaborate. Per esempio, qualora il consiglio di amministrazione si dotasse di uno strumento per elaborare dati circa gli investimenti in *portfolio* e il loro rendimento e l’intelligenza artificiale restituisse un suggerimento circa il disinvestimento, senza che siano conoscibili le motivazioni a giustificazione dell’*output*, il sistema dei flussi ne sarebbe influenzato negativamente, dal momento che l’informazione fornita non sarebbe stata elaborata dal consiglio nell’esercizio delle sue funzioni ma dall’intelligenza senza la supervisione dell’uomo. Minori problemi solleva invece l’utilizzo delle tipologie meno avanzate di intelligenza artifi-

---

*Intelligence*, in *IEEE MultiMedia*, gennaio 2017, vol. 24, 4 ss.; WALCH, *Is there a Difference between Assisted Intelligence vs. Augmented Intelligence?*, in *Forbes*, 12 gennaio 2020, disponibile sul sito [www.forbes.com](http://www.forbes.com). Con specifico riferimento al diritto societario si veda, GRAMITTO, *The Technology and Archeology of Corporate Law*, in *Cornell Legal Studies Research Paper No. 18-40*, 16 agosto 2018, 35 ss.; KAMALNATH, *The Perennial Quest for Board Independence – Artificial Intelligence to the Rescue?*, in *Albany Law Review*, 26 marzo 2019, 13 ss.; MOSCO, *RoboBoard*, cit., 247; PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review*, 2019(3), UCL Working Paper Series, Corporate Management in the Age of AI (No. 3/2019); Faculty of Laws University College London Law Research Paper No. 3/2019, 965 ss.

<sup>12</sup> Il riferimento è alla società TIETO OYJ che nel 2016 ha introdotto un’applicazione chiamata “*Alicia T*” (in dottrina, MOSCO, *RoboBoard*, cit., 247; PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, cit., 965 ss.) e a Salesforce Inc. che dal 2018 utilizza un’assistente virtuale chiamata “*Einstein Guidance*”, la quale è in grado di verificare in tempo reale le informazioni che sono fornite dalle persone fisiche, nonché di effettuare previsioni (così BORT, *How Salesforce CEO Marc Benioff uses artificial intelligence to end internal politics at meetings*, in *The Business Insider*, 19 maggio 2017; GRAMITTO, *The Technology and Archeology of Corporate Law*, cit., 34 ss., KAMALNATH, *The Perennial Quest for Board Independence*, cit., 9). Inoltre, si veda la società di Hong Kong Deep Knowledge Ventures, che nel 2014, affiancava ai membri del consiglio di amministrazione un algoritmo dotato di meccanismi di *machine learning* denominato Vital (*Validating Investment Tool for Advancing Life Sciences*), in grado di valutare il merito degli investimenti grazie ad un sistema di *due diligence* automatizzato e di processazione in tempo reale di dati (così ARMOUR, EIDENMUELLER, *Self-Driving Corporations?*, cit., 3 ss.; KAMALNATH, *The Perennial Quest for Board Independence*, cit., 2; MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, in BARFIEL, PAGALLO (a cura di), *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, Northampton MA, 649 ss.).

ziale, rendendola uno strumento di potenziale utilità per il sistema dei flussi: infatti, le nuove tecnologie permettono di elaborare dati molto velocemente e di rendere l'informativa *tailor made* a seconda delle conoscenze degli amministratori, anche a prescindere da un costante intervento da parte dell'uomo con un significativo risparmio in termini di tempo e di impiego di risorse dedicate.

2. *L'intelligenza artificiale come assetto*. – L'intelligenza artificiale ricompre un duplice ruolo nel sistema dei flussi: in primo luogo, come meglio dettagliato *infra*, la tecnologia, una volta inserita nel sistema dei flussi, diviene "oggetto" essa stessa dell'informativa al consiglio. Dall'altro lato, la tecnologia, essendo in grado di analizzare velocemente dati e fornire informazioni e riscontri agli amministratori, permette una verifica delle informazioni e una maggiore ponderazione delle decisioni: tramite i suoi suggerimenti, l'*Artificial Intelligence* costituisce quindi uno strumento di informativa. Inoltre, la capacità dei *software* di fornire informazioni "*tailor made*" e quindi specifiche e adatte alle competenze del singolo amministratore ricalca il dettato della norma dell'art. 2392 c.c., che fa riferimento alle singole capacità e conoscenze dell'amministratore.

Il sistema informatico pertanto, quale parte di quello informativo, costituisce un assetto<sup>13</sup>. In particolare, questo assetto "tecnologico", essendo una delle procedure dirette a garantire il corretto e ordinato svolgimento di una delle fasi dell'attività aziendale<sup>14</sup> (ovvero il processo informativo e decisionale), sarà qualificato come un assetto amministrativo<sup>15</sup>.

In termini generali, infatti, il sistema dei flussi – così come la sua informatizzazione – si colloca all'interno degli assetti: in primo luogo, l'ottenimento da parte degli amministratori senza deleghe di informazioni permette loro di esercitare il dovere di valutazione dell'adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili della società<sup>16</sup>, come previsto dagli artt. 2086 c.c. e 2381 c.c. Allo stesso tempo, il sistema dei

<sup>13</sup> MOSCO, *Roboboard*, cit., 254. Per il rapporto tra assetti e intelligenza artificiale si veda ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 140 ss.

Invece, in tema di assetti, anche alla luce delle modifiche apportate dal nuovo Codice della Crisi: AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *Il caso*, 15 ottobre 2019; BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi di diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 2-3, 300 ss.; CALANDRA BUONAUURA, *Amministratori e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, 1, 5 ss.; CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Soc.*, 2019, 7, 799 ss.; DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale*, in *Riv. soc.*, 2017, 2-3, 311 ss.; GINEVRA, PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 5, 1210; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, *passim*; ID. (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, *passim*; MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 6, 2018, 951 ss.; SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 2-3, 259.

<sup>14</sup> Per questa definizione di assetto organizzativo si veda IRRERA, SPIOTTA, CAVANNA, *Gli obblighi e i doveri*, in IRRERA (a cura di), *Diritto del governo delle imprese*, 2020, 246.

<sup>15</sup> ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 140 ss.

<sup>16</sup> RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, cit., 88, il quale sottolinea come «tale agire informato si incardina ed esplica nella predisposizione di assetti adeguati; pertanto, come tutta l'attività di gestione, viene proceduralizzato». In tema di legame tra flussi informativi

flussi stesso rappresenta un assetto con la conseguenza che un inefficiente sistema dei flussi informativi è sintomo di un inadeguato assetto<sup>17</sup>. Da ultimo, il corretto adempimento dell'obbligo di agire in modo informato in capo ai singoli amministratori è agevolato quando anche i restanti assetti societari risultano adeguati ed efficienti<sup>18</sup>.

L'intelligenza artificiale, nei termini di cui si dirà *infra*, si inserisce nel sistema dei flussi adjuvando i suoi protagonisti, ovvero amministratori delegati, presidente e organi deleganti, a svolgere efficientemente la propria funzione. Il sistema tecnologico dovrà quindi, quale assetto "tecnologico", essere adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, a mente dell'art. 2086 c.c. e dell'art. 2381 c.c. Qualora questo "assetto tecnologico" risulti adeguato, esso sarà una garanzia della qualità delle informazioni fornite e dell'efficienza dei flussi informativi stessi. In tal caso, l'istituzione e l'adeguatezza dell'"assetto tecnologico" per la canalizzazione e la gestione dei flussi informativi possono essere utilizzate dagli amministratori privi di deleghe come prova della loro diligenza nel contesto di un'eventuale azione di responsabilità: infatti, essi potranno agevolmente dimostrare di essersi diligentemente informati tramite la tecnologia, salvi i casi di una sua palese inadeguatezza.

3. *Potenzialità applicative a supporto degli amministratori delegati e del presidente.* – In termini operativi, i *software* possono supportare le attività dei membri del consiglio in merito ai flussi in due diverse direzioni: da un lato, possono coadiuvare i vari soggetti coinvolti nella raccolta e nella canalizzazione delle informazioni, ovvero gli amministratori delegati e il presidente; dall'altro, possono essere strumento di supporto per i destinatari delle informazioni, ovvero gli amministratori non delegati. Come noto, infatti, in relazione al consiglio di amministrazione<sup>19</sup>, il sistema è sostanzialmente tri-

---

ed assetti: MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 42 ss.; MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 15.

<sup>17</sup> MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 34 ss. nota come «il sistema dei flussi informativi [...] occupa [...] un ruolo centrale nel realizzare gli obiettivi connaturati alla configurazione degli assetti organizzativi e amministrativi adeguati. La definizione di un efficiente ed efficace regime dei flussi informativi è quindi parte integrante di quel dovere di predisporre assetti adeguati che incombe [...] sull'organo amministrativo». Nello stesso senso IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 2, 359, nota 4, secondo il quale «la creazione e la «manutenzione» di assetti adeguati presuppone che gli stessi contengano la disciplina dei flussi informativi endosocietari», nonché «l'informativa endosocietaria – rispetto agli assetti – ha la funzione di lubrificante degli ingranaggi costituiti dagli organi sociali e dalle funzioni aziendali» (370). Sul duplice legame tra assetti e flussi, si veda anche RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, cit., 109 secondo il quale «da un lato, le informazioni dati e notizie circolano all'interno degli assetti e quando questi ultimi sono adeguati il flusso informativo deve reputarsi idoneo ed efficace. D'altra parte, l'adempimento diligente del dovere di agire informato potrà dirsi realizzato (o quanto meno reso agevole) proprio dall'esistenza di assetti organizzativi amministrativi e contabili adeguati».

<sup>18</sup> In questo senso sempre RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, cit., 116.

<sup>19</sup> Il presente elaborato prende in considerazione solamente il ruolo dei membri del consiglio. Per le funzioni del collegio sindacale in relazione ai flussi si vedano: CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, Roma, aprile 2015, n. Q.5, *Commento*; ID., *Principi di comportamento del collegio sindacale di società non quotate*, Roma, settembre 2015, n. 3 ss.; CATERINO, *Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate*, Bari, 2012, 24 ss.; STRAMPELLI, *I flussi informativi nelle società quotate: poteri e doveri del collegio sindacale*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, 1, 79 ss.; MOSCO, *COGNO-*

partito<sup>20</sup>: il dovere di informare, ovvero il “dovere transitivo di informazione”, grava sugli amministratori delegati, quello di informarsi, ovvero il “dovere riflessivo d’informazione”, è onere di ciascun amministratore e, infine, il compito di far informare, ovvero il “dovere d’interazione informativa”, è in capo al presidente del consiglio di amministrazione il quale ha funzione di coordinamento dei flussi<sup>21</sup>.

Con riferimento alla prima tipologia di dovere, esso grava su ciascuno degli organi delegati verso i restanti membri del collegio e ha ad oggetto un’informazione periodica circa le materie delegate e anche in merito al generale andamento della gestione, alla sua prevedibile evoluzione e alle operazioni di maggior rilievo (ex art. 2381, 5° co., c.c.), nonché su ogni altro elemento che permetta al *plenum* di valutare l’adeguatezza degli assetti (istituiti ex artt. 2086 c.c. e 2381 c.c.), esaminare i piani strategici e valutare il generale andamento della gestione (ex art. 2381, 3° co., c.c.). Tale informativa è necessaria affinché il consiglio di amministrazione come *plenum* eserciti, da un lato, la funzione di alta amministrazione<sup>22</sup>, ovvero di definizione degli indirizzi strategici e degli obiettivi aziendali, dall’altro, quella di controllo<sup>23</sup>, restando invece assegnata all’organo delegato la gestione ordinaria del *day-by-day*, ossia la conduzione dell’operatività aziendale volta a realizzare proprio gli indirizzi forniti dal *plenum*<sup>24</sup>. Infatti, sia il compito di definizione degli obiettivi sia l’esercizio della funzione di controllo sull’operato dei delegati presuppongono – e devono svolgersi sulla base di – un flusso informativo assicurato dai delegati<sup>25</sup>. L’istituzionalizzazione di un processo di flussi informativi adeguato riduce le asimmetrie informative, legate all’attenuazione della

---

SCO, *ergo sum*. *L’informazione e la nuova identità del collegio sindacale*, in ALESSI, ABRIANI, MORERA (a cura di), *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, Milano, 2007, 312; MONTALENTI, *Collegio sindacale, flussi informativi e governo societario. Novità e prospettive*, in *NDS*, 2015, 17 ss.

<sup>20</sup> Per tutti ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione*, cit., 97 ss.

<sup>21</sup> ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 39. Nello stesso senso anche MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 79 ss.

<sup>22</sup> Così RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, cit., 93.

<sup>23</sup> È stato notato come il dovere di agire informato costituisce «il ruolo di necessario collegamento tra i due momenti [...] della gestione diretta dell’impresa e della fase, preventiva e successiva, del controllo gestorio» (MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 56). Nello stesso senso anche ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori*, cit., 272, secondo il quale l’informazione costituisce «il trait d’union tra gestione e controllo, tra i due poli, cioè, in cui si riassume il concetto di amministrazione dell’impresa».

<sup>24</sup> La dottrina che si è occupata del tema è assai vasta: per tutti, TOMBARI, *Riflessioni sulle “funzioni” degli amministratori “non esecutivi” e sull’“amministrazione” nella S.p.A. quotata*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 2, 323; ALVARO, D’ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in *Quaderno giuridico Consob* n. 7, 2015, 31; GUIZZI, *Riflessioni intorno all’art. 2380-bis c.c.*, in CAMPOBASSO, CARIELLO, DI CATALDO, GUERRERA, SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Abbadessa*, Torino, 2014, II, 1057 ss.; MONTALENTI, *La responsabilità degli amministratori nell’impresa globalizzata*, cit., 441 ss. In giurisprudenza v., ad esempio, Trib. Milano, 17 dicembre 2012, in *giurisprudenzadelleimpresae.it*, a parere del quale «la realtà concreta della composizione dei consigli di amministrazione [...] vede amministratori dedicati a tempo pieno alla gestione sociale, ed altri che invece intervengono per le scelte generali strategiche e di alta amministrazione».

<sup>25</sup> ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 72 ss.; nonché ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in ABBADESSA, PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, II, 499 ss.; ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 380 nota 81; CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2020, 136 ss.

collegialità successiva e conseguente al conferimento di deleghe gestorie<sup>26</sup>.

In relazione a questo profilo, i *software* di intelligenza artificiale possono garantire un costante monitoraggio dei dati che vengono scambiati, nonché un loro tempestivo reperimento ed elaborazione. I programmi di raccolta e studio dei dati permettono di inviare un'informazione in tempo reale a tutti gli interessati e di garantire un aggiornamento costante dei dati che sono stati forniti, instaurando un flusso di informazioni continuo<sup>27</sup> – e non solo più periodico – monodirezionale che parte dagli organi delegati verso quelli deleganti.

Similmente, i *software* possono adiuvarne il presidente del consiglio di amministrazione nello svolgimento del suo compito di far informare, nella sua qualità di garante dell'adeguatezza dell'informazione e dell'adeguatezza dei flussi. In primo luogo, il presidente si accerta che sia stata fornita informativa sui punti iscritti all'ordine del giorno delle riunioni consiliari, fissando gli stessi proprio in base alle informazioni che sono a lui fornite in fase preconsiliare<sup>28</sup>, fungendo da organizzatore dell'attività del consiglio e di raccordo tra membri esecutivi e membri non esecutivi. Inoltre, egli è promotore della raccolta della documentazione per l'informativa consiliare, del coordinamento e dell'organizzazione dei flussi<sup>29</sup>, della trasmissione delle informazioni ricevute dalle varie funzioni societarie a favore di tutti i membri del consiglio. Il presidente ha dunque una funzione di *trait d'union* delle informazioni provenienti dai membri del consiglio, nonché da catalizzatore della raccolta di eventuali istanze o richieste dei membri non delegati circa ulteriori informazioni da assumere in fase preconsiliare. Il ruolo del presidente è di primario rilievo soprattutto per le società quotate, per le quali il Codice di Corporate Governance 2020, nella Raccomandazione 12 dell'art. 3, onera il presidente di curarsi che «l'informativa pre-consiliare e le informazioni complementari fornite durante le riunioni siano idonee a consentire agli amministratori di agire in modo informato nello svolgimento del loro ruolo»<sup>30</sup>.

I *software* di intelligenza artificiale per supportare le attività del presidente, in primo luogo, possono fungere da contenitore e canale per le informazioni provenienti dalle varie funzioni aziendali, organizzandole e filtrandole per rilevanza e argomento, prima del loro invio ai restanti membri del consiglio. Inoltre il *software* potrà formulare una proposta di ordine del giorno sulla base degli argomenti che sono stati oggetto di flussi in un dato periodo; nonché, verificare prima del consiglio che siano state fornite

<sup>26</sup> ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione endoconsiliare degli amministratori di s.p.a.*, cit., 1465 ss.; ID., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 48.

<sup>27</sup> ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 149 ss.

<sup>28</sup> RIOLFO, *Aspetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, cit., 130.

<sup>29</sup> MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 171 ss. In dottrina, sui poteri del presidente, si vedano *ex multis*: BONELLI, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 225 ss.; SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in ABBADESSA, PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, II, Torino 2006, 454 ss.

<sup>30</sup> Inoltre, l'art. 1 Raccomandazione 3 del Codice di Corp. Gov. stabilisce che «il presidente assicura che l'organo di amministrazione sia [...] informato [...] sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti». A commento del nuovo testo del Codice di Corporate Governance, *ex multis*, CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 84; MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1, 268; VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 4, 439.

informazioni adeguate per ciascun punto all'ordine del giorno, segnalando al presidente eventuali carenze informative. Allo stesso modo, un *software* può funzionare da collettore delle richieste di approfondimento e precisazione che provengono dai membri del consiglio, facilitando così il ruolo di coordinamento del presidente.

4. (Segue): *potenzialità applicative a supporto degli amministratori privi di deleghe*. – L'intelligenza artificiale può trovare applicazione, oltre che come strumento di supporto per la gestione dei flussi da parte degli amministratori operativi, anche in relazione al dovere riflessivo di informarsi, cui gli amministratori sono tenuti *ex art.* 2381, co. 6, c.c. Grava infatti uno specifico obbligo in capo agli amministratori di agire "in modo informato"<sup>31</sup>, cui si affianca il correlativo potere in capo al singolo amministratore di «chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società»<sup>32</sup>. L'onere di informarsi e il correlativo potere di chiedere informazioni gravano sugli amministratori non delegati (e sugli amministratori delegati in riferimento alle materie a loro non delegate): tale potere diviene un dovere in presenza di alcune circostanze, con conseguenti profili di responsabilità in caso di violazione. Secondo taluni interpreti, il dovere ha natura continuativa: pertanto, l'amministratore sarebbe tenuto costantemente a chiedere informazioni aggiuntive e a verificarne contenuto e qualità<sup>33</sup>. Per altri, il dovere è circostanziato: il delegante può quindi in generale far affidamento sulle informazioni ricevute, essendo tenuto ad avvalersi dei poteri di informativa attribuiti dalla legge solo in presenza di criticità nella quantità e qualità delle informazioni ricevute (ovvero in caso di informazioni carenti, non tempestive, parziali o addirittura incoerenti)<sup>34</sup>. La ricostruzione trova il proprio fondamento nella volontà del legislatore della riforma del 2003 di differenziare il nuo-

<sup>31</sup> In dottrina è stato sostenuto che il dovere di agire in maniera informata rientra nel più generale dovere di diligenza: così ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2a ed., Padova, 2006, 166; MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 44.

<sup>32</sup> Sulla portata del potere che si esplica verso i delegati e solo nell'ambito del consiglio, si vedano per tutti: ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 385 ss.; MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, cit., 59 ss.; DE NICOLA, *Art. 2381*, cit., 562; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 333. Di diverso avviso, BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008, 154 ss.

<sup>33</sup> ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega*, cit., 497; MARULLI, *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 111; MORANDI, *Sub Art. 2381 c.c.*, cit., 679 s.; CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Soc.*, 2003, 802; MOSCO, *Sub Art. 2381*, cit., 601.

<sup>34</sup> AIELLO, *Gli amministratori di società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, XVI, 6, Torino, 2013, 132; MONTALENTI, *Art. 2381*, cit., 683; ID., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, cit., 54 s.; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 251; SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, cit., 387; STELLA RICHTER JR., *L'informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. Soc.*, 2017, 2, 331 ss.; VASSALLI, *Sub art. 2381*, cit., 39 ss.; ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010, 111. Si veda anche TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, cit., 335 ss., ove l'A. nota che in virtù del «principio di "affidamento" degli amministratori non esecutivi sull'informazione e sulla documentazione ricevuta [...] gli amministratori non esecutivi possono (e devono) fare affidamento non solo sulla correttezza, ma anche sulla esaustività delle informazioni e della documentazione ricevute, laddove gli assetti organizzativi siano stati valutati come adeguati e non sussistano segnali di allarme».

vo dovere di agire in modo informato dal previgente dovere di vigilanza, contestualmente abrogato<sup>35</sup>. La valutazione delle informazioni fornite in consiglio deve essere condotta secondo un duplice criterio: in una prospettiva continuativa, ovvero tenendo in considerazione e confrontando le informazioni fornite nel corso di tutta la gestione, nonché secondo il criterio della «*diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle [...] specifiche competenze*» di ciascuno degli amministratori, come dettato dall'art. 2392 c.c.<sup>36</sup>.

Con riferimento a questo diverso flusso bidirezionale, instaurato su istanza dei deleganti con i delegati<sup>37</sup>, le nuove tecnologie possono svolgere il ruolo chiave di ausilio per gli amministratori privi di deleghe nella lettura e comprensione delle informazioni fornite e nella selezione di quelle più rilevanti su cui focalizzare la propria attenzione. Infatti, con particolare riferimento alle società quotate<sup>38</sup>, uno dei principali problemi del sistema dei flussi attuale è la sovra-informazione, con la difficoltà per gli amministratori di reperire le informazioni chiave per la gestione societaria: per questa ragione, il Codice di Corporate Governance prescrive per queste società che il sistema dei flussi debba «*massimizzare l'efficienza del sistema stesso, ridurre le duplicazioni di attività e garantire un efficace svolgimento dei compiti propri dell'organo di controllo*» (art. 6, Principio XX). A parziale soluzione di questa criticità, l'intelligenza artificiale può elaborare *executive summaries* e *report* contenenti le indicazioni principali, selezionando, tra la moltitudine di elementi, quelli più significativi. Tale selezione può anche essere *tailor made*, ovvero essere diversificata a seconda dell'amministratore destinato a riceverla: per esempio, qualora un amministratore sia esperto di diritto, il *software* segnalerà soprattutto a quest'ultimo eventuali criticità legali dell'argomento oggetto di discussione, come la mancanza di un'autorizzazione per procedere all'immissione di un prodotto sul mercato.

Da ultimo, non si può tuttavia non considerare come l'informativa debba avvenire necessariamente nel contesto consiliare, a cui si affianca solamente in via ancillare l'informativa fornita per iscritto, quale strumento di supporto che, tuttavia, non si può sostituire al dialogo dei consiglieri in sede di discussione<sup>39</sup>. Pertanto, il ruolo dello strumento informatico è al momento necessariamente limitato al mero supporto, non

<sup>35</sup> Per un commento della disciplina *ante* riforma, si vedano, per tutti, CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato Colombo-Portale*, 4, Torino, 1991, 243; CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in *Trattato Colombo-Portale*, 4, Torino, 1991, 107, nonché per confronto con la disciplina attuale, BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 3.

<sup>36</sup> ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 288.

<sup>37</sup> IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 241.

<sup>38</sup> Come noto, la disciplina dei flussi è particolarmente rafforzata nelle società quotate non solo endoconsiliare ma anche verso l'organo di controllo. A commento della disciplina dell'art. 150 T.U.F. si vedano MAGNANI, *Art. 150*, in MARCHETTI, BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, t. 2, Milano, 1999, 1728; CAVALLI, *Art. 150*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza*, t. 2, Torino, 2002, 1248; TONELLI, *Art. 150*, in FRATINI, GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, t. 2, Assago, 2012, 2017.

<sup>39</sup> ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, cit., 217 ss.; MORANDI, *Sub art. 2381 c.c.*, cit., 665. Si veda anche TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, cit., 327 ove l'A. ribadisce che gli amministratori non esecutivi «*non possono avere un "dialogo" con la struttura aziendale, al di fuori del c.d.a.; [...] [ed] esplicano la propria funzione nell'hortus clausus del consiglio*».



potendo l'informativa – per quanto strutturata e tempestiva – dell'intelligenza artificiale sostituire il confronto orale tra amministratori.

5. *L'intelligenza artificiale come oggetto di informativa.* – I sistemi di intelligenza artificiale costituiscono, oltre che un assetto, anche oggetto di necessaria informativa al consiglio di amministrazione, come ogni altro strumento utilizzato dal consiglio ai fini di convogliare le informazioni societarie. Pertanto della loro adozione, implementazione e modalità utilizzo deve essere dato adeguatamente conto dagli organi a ciò delegati alla restante parte degli amministratori.

Quale strumento di *CorpTech*, l'assetto tecnologico sarà scelto e sviluppato in concreto dagli amministratori con deleghe (o dal relativo comitato), rientrando la predisposizione degli adeguati strumenti di *governance* dei flussi in generale – e delle nuove tecnologie nello specifico – nel dovere degli amministratori delegati di curare che gli assetti della società siano adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Ciò non potrà che comportare l'ingresso nei consigli di personalità con competenze informatiche o amministratori “*tech-savvy*”<sup>40</sup>. A questi amministratori, in quanto dotati di specifiche competenze, dovrebbe spettare un potere decisionale autonomo in merito alla scelte attinenti alla tecnologica, con la conseguenza che lo statuto dovrebbe prevedere, in conformità con la massima del notariato milanese (n. 195 del 17 novembre 2020, rubricata *Voto “determinante” e deliberazioni unanimi nel consiglio di amministrazione*), «una clausola statutaria che subordini l'assunzione di una decisione sull'uso di sistemi di IA all'approvazione non solo delle maggioranze richieste da legge o statuto, ma ancor più al voto favorevole (o non contrario) degli amministratori *tech-savvy* (oppure del comitato *tech*, ove costituito, oppure ancora del comitato cui questi compiti sono espressamente attribuiti), che la clausola stessa avrà cura di individuare in virtù della carica ricoperta o delle competenze specifiche degli stessi»<sup>41</sup>. Spetterà invece al *plenum* del consiglio la valutazione dell'adeguatezza dello strumento informatico prescelto<sup>42</sup>, oltre che a monte della sua necessità *in toto*: gli amministratori in consiglio potranno sindacare sia la scelta in concreto del sistema tecnologico – potendo preferire un sistema operativo diverso o ritenendo carente la motivazione alla base della scelta

---

<sup>40</sup> GRAHAM, *The Digital Boardroom: Industrial Boards Are Looking for More Tech-Savvy Directors*, 18 settembre 2018, reperibile sul sito [www.forbes.com](http://www.forbes.com); WEILL, APEL, WOERNER, BANNER, *It Pays to Have a Digitally Savvy Board Having board members with experience in digital business is the new financial performance differentiator*, in *MIT Sloan Management Review*, 12 marzo 2019, reperibile sul sito [www.sloanreview.mit.edu](http://www.sloanreview.mit.edu); nonché MONTAGNANI, PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 138.

<sup>41</sup> MONTAGNANI, PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, cit., 138. Sul tema si vedano anche ENRIQUES, ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., 45; ABRIANI, SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione*, cit., 1361; ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 204 ss.; VALENTINE, STEWART, *Director Competencies for Effective Enterprise Technology Governance, Proceedings of the 24th Australasian Conference on Information Systems (ACIS 2013)*, Melbourne, reperibile sul sito [www.eprints.qut.edu](http://www.eprints.qut.edu), 5; MOSCO, *Roboboard*, cit., 254 ss.; MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom*, cit., 649 ss.

<sup>42</sup> MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della “nuova” grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *Riv. soc.*, 4, 2019, 1015 ss.

operata – oppure potranno non concordare con le modalità di gestione del programma, ritenendo i dati forniti non sufficienti o adatti allo scopo.

Il citato processo di adozione e implementazione e le modalità di utilizzo del sistema informatico saranno oggetto di *disclosure* e comunicazione al consiglio come *plenum*<sup>43</sup> proprio al fine di permettere una sua valutazione circa l'adeguatezza delle tecnologie adottate. I profili oggetto di informativa sono molteplici: in primo luogo, occorrerà indicare l'esistenza e la tipologia delle applicazioni tecnologiche e lo stadio di sviluppo dell'*Artificial Intelligence*, qualora questa sia sviluppata internamente dalla società, ovvero qualora sia esterna, la sua provenienza (per esempio, indicando la società sviluppatrice, le caratteristiche del programma utilizzato e i suoi eventuali costi). In secondo luogo, l'informativa dovrà riguardare le motivazioni che supportano la sua adozione e le giustificazioni attinenti alla scelta di un sistema piuttosto che ad un altro, anche con riferimento alle diverse necessità della società. Inoltre, dovranno essere chiarite le modalità e la logica con cui gli strumenti operano e la gamma di dati che sono forniti alla tecnologia, oltre che alla tipologia di *output* prodotti. È stato infatti notato come diviene vera e propria «informazione 'societaria' l'intera catena di trattamento automatizzato di dati come composta i) dagli input inizialmente inseriti nella tecnologia processante; ii) dalle informazioni riguardanti le modalità con cui gli input vengono processati (i.e. le informazioni tecniche relative a come la tecnologia è strutturata); iii) dalle informazioni generate da tali tecnologie, nella forma, ad es., di correlazioni e predizioni che da ultimo orientano l'organizzazione societaria e/o le strategie e l'attività di impresa»<sup>44</sup>.

6. *Rilievi critici.* – Seppur offra molteplici opportunità, l'utilizzo dello strumento informatico, soprattutto in una prima fase di carenza di applicazione pratica, risulta potenzialmente pericoloso: infatti, l'utilizzo dello strumento informatico è, in riferimento al sistema dei flussi, problematico sotto vari profili tra cui, *in primis*, la verifica delle informazioni che vengono convogliate ed eventualmente rielaborate dall'*Artificial Intelligence*, sia in termini di quantità che di qualità del dato, nonché delle potenziali *bias* che possono influenzare l'*output* del *software*. Inoltre, l'intero processo decisionale dell'*Artificial Intelligence* rischia, soprattutto per i *software* più avanzati, di essere poco trasparente e non garantire un controllo da parte del decisore umano, con correlativi problemi di *accountability*.

Più in particolare, al di là di una fisiologica mancanza di regole applicative e di precedenti giurisprudenziali, l'*Artificial Intelligence* di per sé presenta il citato problema della *data dependancy* dal momento che i suoi risultati dipendono dalla tipologia, qualità, quantità e sufficienza dei dati forniti. Inoltre, ove i dati fossero soggetti a qualche forma di *bias*, anche il risultato fornito ne sarebbe influenzato. Pertanto, gli amministratori delegati (in fase di predisposizione del sistema) e non delegati (in fase di controllo) saranno tenuti ad una valutazione e ponderazione, oltre che dello strumento scelto, anche dei dati fornitigli. Ciò risulta molto difficile in termini concreti e operativi, dal momento che i dati sono molteplici e di non agevole lettura. Inoltre, un controllo

<sup>43</sup> MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni. Analisi e prospettive*, Milano, 2021, 48 ss.

<sup>44</sup> ABRIANI, SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione*, cit., 1338.

sul dato risulta molto oneroso e non addirittura impossibile per quelle *Artificial Intelligence* che siano dotate di sistemi di *machine learning* avanzati, ovvero *unsupervised* (o *self-learning* o *deep-learning*)<sup>45</sup>: in questi casi infatti, è l'*Artificial Intelligence* stessa che collaziona dati da varie fonti ed in via autonoma, senza che i criteri di raccolta siano stati precedentemente predeterminati, con ciò impedendo una verifica del formarsi dell'informazione prodotta dal *software*. I meccanismi di selezione dei dati in modo autonomo e della loro analisi da parte del programma non sono infatti sempre trasparenti e intellegibili per l'uomo: è stato, in tal senso, efficacemente utilizzato il paragone tra l'*Artificial Intelligence* e una scatola (*box*), nella quale sono inseriti come *input* i dati e il cui *output* è costituito da un risultato cui il *software* arriva tramite un algoritmo<sup>46</sup>. Qualora l'algoritmo sia trasparente, ovvero sia possibile ricostruire i dati che sono stati inseriti e il meccanismo che ha portato l'*Artificial Intelligence* alla decisione, la scatola sarà "bianca" o "trasparente": ciò sarà possibile solo per le tecnologie più semplici (come le "autonomie deboli" o "*Assisted AI*") dove il programmatore abbia determinato e sia in grado di controllare i meccanismi di funzionamento dei *software*. Si avrà una situazione intermedia di scatola "grigia" qualora il risultato ottenuto dal *software* non sia controllabile e predeterminabile dal programmatore in anticipo, ma sia possibile predirlo o comprenderlo *ex post* (per le cosiddette "*Augmented AI*"). Da ultimo, le *Artificial Intelligence* più avanzate, soprattutto quelle caratterizzate da *unsupervised machine learning*, costituiranno scatole "nere"<sup>47</sup>: in tali casi, i risultati e i meccanismi decisionali delle *Artificial Intelligence* sono del tutto inspiegabili per l'uomo. A questa criticità si aggiunge il fatto che, qualora il meccanismo di funzionamento del *software* non sia spiegabile, sarà più difficile individuare eventuali *bias*<sup>48</sup> che influenzerebbero l'*output* del sistema.

A questo livello per così dire "naturale" di opacità, ovvero legato alle caratteristiche stesse della tecnologia, si aggiunge quello garantito dal sistema e dalle leggi a tutela dei diritti di proprietà intellettuale: le imprese che sviluppano algoritmi – sia per darli in licenza sia per utilizzarli al proprio interno – li proteggono come *know-how* tramite la disciplina del segreto industriale e delle informazioni commerciali riservate, ai sensi della direttiva 2016/943 – recepita in Italia con il d.lgs. 11 maggio 2018, n. 63<sup>49</sup>. Come noto, la normativa impedisce l'acquisizione, l'uso o la divulgazione non autorizzata dei segreti commerciali fino a che essi siano tali, abbiano valore commerciale e il titolare prenda provvedimenti per mantenerli inaccessibili<sup>50</sup>.

<sup>45</sup> Per tutti, si vedano SIL, ROY, BHUSHAN, MAZUMDAR, *Artificial Intelligence and Machine Learning based Legal Application: The State-of-the-Art and Future Research Trends*, International Conference on Computing, Communication, and Intelligent Systems, Greater Noida (India), 2019, 57 ss.

<sup>46</sup> MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale*, cit., 14 ss.

<sup>47</sup> L'espressione *black box* è utilizzata da PASQUALE, *The Black Box Society*, Cambridge MA, 2015. È stato osservato come l'opacità sia una caratteristica intrinseca di questi sistemi: così DE LAAT, *Algorithmic Decision-Making Based on Machine Learning from Big Data: Can Transparency Restore Accountability?*, in *Phil. & Tech.*, 2018, vol. 31, 525 ss., spec. a 526.

<sup>48</sup> FRIEDMAN, NISSEBAUM, *Bias in Computer Systems*, cit., 330 ss., spec. a 331; nonché MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale*, cit., 20 ss.

<sup>49</sup> MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni. Analisi e prospettive*, cit., 20.

<sup>50</sup> Direttiva (UE) 2016/943 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 sulla protezione del *know-how* riservato e delle informazioni commerciali riservate (segreti commerciali) contro l'acqui-

Pertanto, uno dei problemi principali per l'utilizzo delle nuove tecnologie è costituito proprio dalla mancanza di trasparenza e opacità del *software*<sup>51</sup>, della sua controllabilità e verifica anche da parte degli amministratori o di terzi (come per esempio un'autorità)<sup>52</sup>. Ciò ha come conseguenza che sia preferibile l'utilizzo di strumenti meno sofisticati ma più "controllabili" e quindi di scatole trasparenti o eventualmente grigie<sup>53</sup>.

Con specifico riguardo al sistema dei flussi, la necessità di trasparenza dell'intelligenza artificiale è rafforzata dal momento che i flussi informativi, a loro volta, per funzionare correttamente devono essere completamente trasparenti<sup>54</sup>: affinché le informazioni disponibili confluiscono dai delegati verso i deleganti, il sistema deve essere chiaro quanto a oggetto e modalità di trasmissione dei dati. Solo in questo modo, infatti, la scelta effettuata dai deleganti nell'esercizio della loro funzione di alta amministrazione e di controllo sarà efficace.

Il tema in commento si lega con quello dell'*accountability* del sistema e di chi lo utilizza e con i relativi profili conseguenti di responsabilità nel caso in cui le informazioni fornite dal *software* si dimostrino *ex post* errate<sup>55</sup>. La trasparenza dell'assetto informatico è necessaria al fine di permettere agli amministratori di prendere decisioni ponderate e di motivarle adeguatamente: infatti, la motivazione di una decisione non potrebbe limitarsi a far riferimento all'*output* prodotto dal *software* sulla base dei dati forniti, ma dovrebbe poter chiaramente ricostruire il percorso del sistema che conduce al risultato suggerito dall'*Artificial Intelligence* e fatto proprio dall'uomo<sup>56</sup>. In assenza, infatti, di una comprensione profonda delle ragioni che supportano il dato fornito dall'*Artificial Intelligence*, le decisioni degli amministratori si limiterebbero ad una mera adesione dell'*output* della tecnologia, con una potenziale lesione dell'indipendenza di giudizio degli amministratori<sup>57</sup>.

---

sizione, l'utilizzo e la divulgazione illeciti, in G.U.U.E. 2016 (L 157), spec. sub art. 4. In dottrina a commento: MAGGIOLINO, *EU Trade Secrets Law and Algorithmic Transparency*, in *AIDA*, 2018, 199 ss.

<sup>51</sup> Per tutti, BATHAE, *The Artificial Intelligence Black Box and the Failure of Intent And Causation*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2018, vol. 31, 2018, 889 ss.

<sup>52</sup> Ciò è stato sottolineato anche dalla COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (Legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, del 21 aprile 2021, COM(2021).

<sup>53</sup> Per esempio il *model governance framework* per l'intelligenza artificiale di Singapore ha sottolineato come le decisioni prese tramite l'ausilio dell'*Artificial Intelligence* debbano essere esplicabili, trasparenti e *fair* (AA. VV., *Singapore releases model governance framework on AI*, in *Economic Development Board*, Singapore, 31 gennaio 2019).

<sup>54</sup> MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria*, cit., 1017 ss.

<sup>55</sup> Il tema esula dalla presente trattazione: per tutti si vedano COMANDÉ, *Intelligenza artificiale e responsabilità tra «liability» e «accountability»*. *Il carattere trasformativo dell'IA e il problema della responsabilità*, in *AGE*, 2019, 1, 173 ss.; NISSENBAUM, *Accountability in a Computerized Society*, in *Science and Engineering Ethics*, 1996, vol. 2, 25 ss., spec. 26, e CITRON, *Technological Due Process*, in *Washington University Law Review*, 2007, vol. 85, 1249 ss., spec. 1253.

<sup>56</sup> MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale*, cit., 48 ss.; nello stesso senso anche MOSCO, *Roboboard*, cit., 255. Rimane necessario, come è stato osservato (TESTOLIN, PICCOLINI, SUWEIS, *Deep learning systems as complex networks*, in *ArXiv*, 2018, 1809.10941, 1 ss.) che l'intelligenza artificiale fornisca una spiegazione delle ragioni per le quali indica una specifica risposta o previsione.

<sup>57</sup> GRAMITTO, *The Technology and Archeology of Corporate Law*, cit., 37 ss.; PUGH, *Why Not Appoint an Algorithm to Your Corporate Board?*, 2019 reperibile sul sito <https://slate.com>. Sui conseguenti profili di responsabilità per gli amministratori che non comprendano il funzionamento degli strumenti tecnologici ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., 211 ss.

La trasparenza è necessaria anche in relazione ai profili di responsabilità: qualora una decisione sia stata presa sulla base di informazioni e dati forniti dal *software* che però sono agevolmente comprensibili ed esplicabili dal decisore umano quanto alla loro razionalità e motivazione, gli amministratori saranno chiamati in responsabilità per fatto proprio. Alternativamente si porrebbe un vuoto di tutela: se, da un lato, l'amministratore che non ha compreso il meccanismo decisionale dell'*Artificial Intelligence* non può essere ritenuto responsabile per colpa, al momento, in assenza di personalità giuridica<sup>58</sup>, nemmeno l'*Artificial Intelligence* potrebbe essere chiamata in responsabilità diretta per il danno causato. Conseguentemente, si dovrebbe ricorrere ad una forma di responsabilità oggettiva su tutto il consiglio ovvero sullo sviluppatore del *software*, oltre che imputare la responsabilità sull'amministratore delegato al corretto funzionamento del sistema informatico, qualora ci fossero profili di responsabilità a lui attribuibili.

Da ultimo, tra gli aspetti critici dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale, vi è quello relativo alla protezione e alla sicurezza del dato, come sottolineato in sede europea<sup>59</sup>. Infatti, il sistema dei flussi è predisposto per "trasmettere" e trattare informazioni di vario tipo ivi incluse quelle riservate e confidenziali, quelle *price sensitive*, privilegiate, coperte da segreto o ancora quelle sensibili di dipendenti o terzi. Una diffusione incontrollata e non voluta di tali dati, ovvero ancora un furto degli stessi, comporterebbe la responsabilità, oltre che del produttore dell'algoritmo, anche di chi lo ha utilizzato, ove il danno sia a lui imputabile per qualche ragione<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> A tal proposito si può citare la Risoluzione del Parlamento Europeo *Civil law rules on robotics: 2015/2103(INL)* la quale ha prospettato la creazione di una "e-personhood", ovvero uno status giuridico specifico per i robot, «so that at least the most sophisticated autonomous robots could be established as having the status of electronic persons responsible for making good any damage they may cause» (Punto 59 lettera f). Si vedano, *inter alia*, COMANDÈ, *Intelligenza artificiale e responsabilità*, cit., 177; SOLUM, *Legal Personhood for Artificial Intelligences*, in *North Carolina Law Review*, 1992, 70, 1231 ss.; SBARBARO, *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica: prime note sul recente dibattito in tema di autonomous entity*, in *NDS*, 7, 2020, 885 ss..

<sup>59</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale*, cit.

<sup>60</sup> FEDI, RIVA, *Big Data: analisi e proposte*, in *NDS*, 5, 2020, 606 ss.; CERULLO, *La protezione dei dati personali nel "cloud": dati e rischi dal punto di vista dell'azienda*, in *Cyberspazio e Diritto*, 2018, 369 ss.; PELLECCIA, *Profilazione e decisioni automatizzate al tempo della black box society: qualità dei dati e leggibilità dell'algoritmo nella cornice della responsible research and innovation*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1209 ss.; nonché MESSINETTI, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contr. e impr.*, 2019, 861 ss.

# LA LISTA PRESENTATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLE SOCIETÀ A PROPRIETÀ CONCENTRATA

di *Andrea Perrone e Pierpaolo M. Sanfilippo\**

SOMMARIO: 1. La lista presentata dal consiglio di amministrazione. – 2. Regole di *corporate governance* e prassi di mercato. – 3. La lista del consiglio in presenza di un socio di controllo. – 4. Assetti organizzativi e regole di trasparenza. – 5. Il ruolo del presidente. – 6. Il problema del collegamento tra liste. – 7. La lista del consiglio “seconda classificata” e l’approvazione della lista in sede consiliare. – 8. Gli interessi degli amministratori.

1. *La lista presentata dal consiglio di amministrazione.* – Assai comune nel contesto internazionale<sup>1</sup>, la presentazione di una lista per la nomina dell’organo gestorio da parte degli amministratori è una prassi con crescente diffusione anche in Italia. Specificamente consentita per le società privatizzate (art. 4, co. 1, d.l. 31 maggio 1994, n. 332) e riconosciuta, più di recente, dal codice di autodisciplina (Codice di Corporate Governance, 2020, Raccomandazione n. 19, lett. *d*), la facoltà per gli amministratori uscenti di presentare una lista è ampiamente prevista negli statuti delle società quotate<sup>2</sup>, pur essendo stata esercitata solo in un più limitato numero di casi, tutti caratterizzati «dall’assenza di assetti proprietari concentrati ed elevato flottante»<sup>3</sup>.

L’attribuzione ai gestori uscenti del potere di identificare le candidature per il nuovo consiglio di amministrazione è tradizionalmente giustificata come modalità efficiente per gestire le asimmetrie informative e i costi di coordinamento che caratterizzano la selezione del *board*<sup>4</sup>. L’argomento vale, all’evidenza, per le società a proprietà diffusa: poiché, in tal caso, la dispersione dell’azionariato amplifica i problemi di coordinamento tra i soci, un ruolo suppletivo degli amministratori rispetto agli azionisti risulta del tutto

---

\* Gli autori ringraziano Mario Anolli, Ettore Croci, Michele Mozzarelli e Mario Stella Richter *jr* per le preziose osservazioni a una versione precedente. Eventuali errori rimangono nostri. Per le sue caratteristiche strutturali, il saggio costituisce l’esito di un lavoro comune. Ai soli fini istituzionali, possono essere attribuiti ad Andrea Perrone i nn. 1, 2, 3 e 6, e a Pierpaolo M. Sanfilippo i nn. 4, 5, 7 e 8.

<sup>1</sup> Per tutti, J. ARMOUR *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford, 2017, 53.

<sup>2</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 11; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1403; in termini più analitici, S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluidico”: prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 728 s. testo e note 46-48.

<sup>3</sup> CONSOB, *Richiamo di attenzione – La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio*, 21 Gennaio 2022, n. 1.2., nt. 8.

<sup>4</sup> J. ARMOUR *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, cit., 53; OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, 2015, 21 s.; CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 1.2.

sensato<sup>5</sup>. La giustificazione necessita, invece, di un approfondimento quando le società presentano una proprietà concentrata e specifiche regole tutelano i soci di minoranza. In tali ipotesi, infatti, la presenza di un socio di controllo può semplificare il processo per identificare le candidature e, pertanto, rendere meno rilevante l'intervento degli amministratori; mentre, per altro verso, la presentazione di una lista da parte del *board* uscente può entrare in conflitto con le regole che, assicurando la competizione tra liste, tutelano il potere delle minoranze azionarie di esprimere uno o più amministratori.

Come confermato dal caso che ha originato il recente «richiamo di attenzione» predisposto dalla Consob<sup>6</sup>, è, quindi, ragionevole discutere della lista presentata dal *board* con specifico riguardo alle società a proprietà concentrata, intendendo con tale espressione tanto le società con uno o più soci di controllo quanto quelle in cui sussiste una pluralità di azionisti “forti”. Nella speranza che il contributo di riflessione possa essere gradito all’Onorato, sensibile osservatore della realtà economica e maestro riconosciuto negli studi di *corporate governance*.

2. *Regole di corporate governance e prassi di mercato.* – Oltre che per la capacità di permettere un’efficiente selezione dei candidati in presenza di un azionariato diffuso, la lista presentata dall’organo gestorio uscente può trovare giustificazione in ragioni che prescindono dalla configurazione degli assetti proprietari e sono, quindi, destinate a rilevare anche in presenza di azionisti “forti”.

Sotto un primo profilo, l’indicazione dei candidati da parte del *board* risulta coerente con l’approccio manageriale alla composizione del consiglio di amministrazione e la più marcata separazione tra soci e amministratori che tende a connotare la *corporate governance* delle società quotate e, ancor più, le società soggette a vigilanza<sup>7</sup>. Nel modello disegnato dal codice di autodisciplina, il processo di nomina degli amministratori è «funzionale a realizzare la composizione ottimale dell’organo amministrativo», in conformità ai principi di adeguata competenza e professionalità (Codice di Corporate Governance, 2020, Principio n. XIII)<sup>8</sup>. Come tale, la selezione dei candidati al *board* si colloca a valle di un’attività di autovalutazione e di definizione della composizione ottimale dell’organo gestorio esplicitamente attribuita alla competenza degli amministra-

<sup>5</sup> Con specifico riferimento ai soggetti operanti in settori soggetti a vigilanza, A. SACCO GINEVRI, *Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate*, in *Liber amicorum Guido Alpa* a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2019, 294; più in generale, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1403; CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 1.2; M. STELLA RICHTER JR, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un’anomalia?*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2017, 181 ss.

<sup>6</sup> L. SERAFINI, *Generali, Consob avvia una consultazione soft sulla lista del cda*, in *IlSole24Ore*, 2 dicembre 2021.

<sup>7</sup> Sul punto, per tutti, V. CALANDRA BUONAURA, *L’amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Tratt. dir. comm.*, fondato da V. BUONOCORE, Torino, 2019, 30 s.; G. MEO, *L’amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, \*\*  *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 1813 ss.

<sup>8</sup> Il modello è da tempo adottato in materia di attività bancaria e servizi di investimento: v., rispettivamente, art. 91 Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) e art. 9 Direttiva 2014/65/UE (MiFID II); più nel dettaglio, ESMA-EBA *Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders*, July 2021 e D.M. 23 novembre 2020, n. 169; sul punto non mancano, tuttavia, opinioni contrarie: per es., A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 64 ss.

tori (Codice di Corporate Governance, 2020, Raccomandazione nn. 19, 21 e 22)<sup>9</sup>. In questa prospettiva, la presentazione della lista da parte del consiglio costituisce il naturale completamento di un processo che vede come protagonisti gli amministratori<sup>10</sup>, secondo un'impostazione ulteriormente rafforzata dalle recenti istanze di maggiore attenzione agli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci e sintetizzate dal codice di autodisciplina con il sintagma «successo sostenibile» (Codice di Corporate Governance, 2020, Principio n. I)<sup>11</sup>.

In una diversa prospettiva, la lista del consiglio si configura come una prassi di mercato particolarmente familiare agli investitori istituzionali<sup>12</sup> e ai consulenti materia di voto (*proxy advisor*). Nel confronto con le liste presentate dai soci, l'identificazione dei candidati da parte del *board* può risultare più capace di attrarre capitali e, pertanto, aumentare il valore della società. Anche per gli assetti organizzativi delle società rilevano, infatti, gli effetti di rete (*network externalities*) che valgono per i prodotti: come il valore di un prodotto cresce con l'aumentare dei suoi utenti, così il valore di una società cresce in presenza di un assetto organizzativo che facilita il finanziamento da parte degli investitori istituzionali<sup>13</sup>.

3. *La lista del consiglio in presenza di un socio di controllo.* – L'indicazione delle candidature da parte degli amministratori uscenti può comportare ulteriori effetti positivi, qualora i soci “forti”, rinunciando a presentare una propria lista, contribuiscano alla formazione della lista del consiglio, nel contesto dell'interazione tra amministratori e soci: interazione favorita dal codice di autodisciplina (Codice di Corporate Governance, 2020, Principio n. IV e Raccomandazione n. 3) e, nel caso specifico, fisiologicamente diretta a «coagulare il più ampio consenso» intorno alla lista<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> Nello stesso senso, OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 48 s.; in materia di attività bancaria e servizi di investimento, ESMA-EBA, *Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body*, cit., nn. 29 e 30; BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di Vigilanza*, 2021, Parte Prima, Titolo IV, Capitolo IV, Sezione IV).

<sup>10</sup> M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1403 s.; 2020; nel senso che, con riguardo alle banche, la lista presentata dal consiglio «diviene uno strumento ancora più necessario per dare concreto seguito alle raccomandazioni dell'autorità di vigilanza e, comunque, per far quadrare l'ormai complessissimo sistema di requisiti personali degli esponenti», M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, cit., 10.

<sup>11</sup> Sul punto, in generale, P. MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO, II, 2, Torino, 2021, 661 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, *ibidem*, 907 ss. e in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*. Rapporto Assonime (Note e Studi 6/2021), in *Riv. soc.*, 2021, 418 ss.; con particolare riguardo all'autodisciplina, A. CETRA, P. CUOMO, “*Responsabilità sociale*” e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo codice di corporate governance, *ibidem*, 165 ss.; P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e “assetti adeguati” dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, di prossima pubblicazione negli *Studi in onore di Sabino Fortunato*.

<sup>12</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 47.

<sup>13</sup> L. BEBCHUCK, *The Case for increasing Shareholder Power*, in 118 *Harv L. Rev.* (2005), 890; M. KLAUSNER, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 *Va. L. Rev.*, (1995), 772 s.; in generale, M. LEMLEY, D. MCGOWAN, *Legal Implications of Network Economic Effects*, in 86 *Cal. L. Rev.* (1998), 479 ss.

<sup>14</sup> G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in



Nel confronto con la lista presentata dal socio di controllo nell'esercizio di una sua libera prerogativa, la *nomination* esercitata dagli amministratori nel rispetto dei propri doveri funzionali si dimostra, anzitutto, come più capace di prevenire la possibilità che siano sottoposti al voto assembleare candidati graditi al socio proponente, ma non adeguati alla gestione professionale della società. Proprio perché la predisposizione di una lista da parte del consiglio risulta vincolata dagli esiti del processo di autovalutazione e dall'identificazione della composizione ottimale dell'organo gestorio<sup>15</sup>, il rischio di candidati "graditi, ma non idonei" risulta potenzialmente più contenuto.

Per altro verso, la capacità della lista del consiglio di attrarre il voto degli investitori istituzionali può consentire la formazione di una lista sostenuta, nel contempo, dai soci "forti" e dagli investitori istituzionali. Tale esito appare preferibile rispetto al modello, pur diffuso, in cui il voto degli investitori istituzionali si è concentrato su liste di minoranza promosse dall'associazione di categoria dei gestori del risparmio<sup>16</sup>. In quest'ultimo caso, infatti, gli amministratori potrebbero essere selezionati secondo criteri esclusivamente interni a tale associazione, con il conseguente rischio di una possibile auto-referenzialità, a sua volta potenzialmente foriera di reciproca estraneità tra i diversi componenti del consiglio di amministrazione.

La partecipazione dei soci alla formazione della lista del consiglio permette, infine, di mitigare il rischio di favoritismo (*cronyism*), strutturalmente insito nella possibilità per gli amministratori uscenti di indicare i nuovi amministratori e particolarmente marcato in un contesto nel quale risulta empiricamente dimostrata la rilevanza delle connessioni sociali<sup>17</sup>. A parità di qualifiche professionali dei candidati, la partecipazione alla formazione della lista consente, infatti, agli azionisti di esprimere le proprie preferenze, così da arginare, se del caso, scelte degli amministratori uscenti dettate da *cronyism*.

4. *Assetti organizzativi e regole di trasparenza.* – A questa stregua, una lista del consiglio formata con la partecipazione degli azionisti "forti" presenta un sistema di *checks and balances* tra soci e amministratori potenzialmente destinato a funzionare in modo efficiente.

Il modello risulta, nel contempo, coerente con il sistema. Se non sussistono ragioni dogmatiche e di diritto positivo per escludere la legittimità di una clausola statutaria che consenta al consiglio di amministrazione di presentare una propria lista<sup>18</sup>, una plu-

---

*Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 395; per la compatibilità di tale interazione con il sistema azionario, v. già P. SCHLESINGER, *I poteri extra-assembleari dell'azionista di controllo*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 445 ss.; più di recente, C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 37 ss., spec. nt. 28.

<sup>15</sup> *Supra*, n. 2.

<sup>16</sup> M.L. PASSADOR, *A quindici anni dall'introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1187, n. 89; M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 403.

<sup>17</sup> J. CAI, T. NGUYEN, R. WALKLING, *Director Appointments – It is Who You Know* (October 11, 2020), in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); L. RENNEBOOG, Y. ZHAO, *Director networks, turnover, and appointments*, in 26 *Eur. Financial Manag.* (2020), 44 ss.

<sup>18</sup> Dopo alcune iniziali contrarietà (S. ROSSI, *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in L. DE ANGELIS, N. RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finan-*

ralità di ragioni giustifica la partecipazione al processo da parte degli azionisti. Da un lato, infatti, l'identificazione dei candidati per il consiglio di amministrazione attiene all'organizzazione della società, come tale inderogabilmente riservata alla competenza dei soci<sup>19</sup> quale conseguenza del rischio assunto con l'investimento nella società. Per altro verso, è il dovere degli amministratori di assicurare assetti organizzativi adeguati a rendere necessaria un'interlocuzione tra amministratori e azionisti. Poiché il canone di adeguatezza comprende anche la composizione ottimale dell'organo consiliare e la sua coerenza con gli obiettivi perseguiti dai soci<sup>20</sup>, la consultazione degli amministratori con gli azionisti di maggior rilievo si configura come atto dovuto, secondo un vincolo ulteriormente precisabile nel senso della necessità un'istruttoria adeguata (per esempio, mediante il coinvolgimento di tutti i soci legittimati alla presentazione di una lista). Né tale agire gestorio potrebbe dirsi attratto all'area dell'insindacabilità giudiziale: anche a prescindere dalla soluzione che si voglia offrire alla nota questione sull'applicabilità della *business judgement rule* alla scelta di un determinato assetto organizzativo<sup>21</sup>, una compiuta interlocuzione con i soci pare imprescindibile per una formazione della lista rispettosa del principio di adeguatezza, con la conseguenza che un processo di consultazione carente potrà consentire l'attivazione dei rimedi giurisdizionali, se del caso anche cautelari.

Il carattere aperto della società quotata richiede, tuttavia, la trasparenza del processo, in conformità alle regole generali sulla partecipazione degli emittenti al mercato dei capitali (art. 91, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58: d'ora in poi, "TUF"), che il codice di autodisciplina precisa disponendo una «formazione e presentazione trasparente» della lista predisposta dal *board* uscente (Codice di Corporate Governance, 2020, Principio n. XIII e Raccomandazione n. 19). In questo contesto, l'interlocuzione tra soci e amministratori è destinata a essere formalizzata in un «processo trasparente e documentato, con sintetica verbalizzazione degli incontri con gli azionisti, che tenga anche conto

---

ziario, Torino, 2008, 51), l'orientamento dottrinale in tal senso è oggi largamente prevalente: M. STELLA RICHTER JR, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali*, cit., 47; P.M. SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nella società per azioni. Nuovi profili problematici*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, I, Bari, 2011, 736 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 402 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1407; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CDA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, Ottobre 2021, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 3; di recente, tuttavia, in senso contrario, G. BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 763 ss., su cui, *infra*, nota 46

Rimane aperta la questione se, in mancanza di una previsione statutaria, il consiglio di amministrazione sia comunque legittimato a presentare una propria lista. Alla stregua del procedimento per la nomina degli amministratori nelle società quotate e, in particolare, delle regole sulla legittimazione alla presentazione delle liste, la questione sembra, tuttavia, doversi risolvere in senso negativo: sul punto, N. CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 403 s.

<sup>19</sup> Per tutti, V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 13 ss.

<sup>20</sup> Con generale riferimento agli assetti di *corporate governance*, M. STELLA RICHTER JR, *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto organizzativo nelle società azionarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, I, 495 ss.

<sup>21</sup> Per la riconduzione dell'obbligo di assicurare assetti organizzativi adeguati al generale dovere di diligenza e, quindi, per la censurabilità della sua violazione soltanto sotto il profilo della razionalità e correttezza del processo decisionale, per tutti V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 288 ss.; nel senso, invece, della piena sindacabilità nel merito, per tutti, P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 839 s.

dell'eventuale politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti adottata in adesione» al codice di autodisciplina<sup>22</sup>.

5. *Il ruolo del presidente.* – In conformità ai principi generali e come confermato dal codice di autodisciplina<sup>23</sup>, la conduzione dell'interlocazione degli amministratori con i soci di maggiore rilievo rientra nei poteri di coordinamento propri del presidente del consiglio.

Non sembra, di contro, conforme al sistema ipotizzare regole diverse quando il presidente sia privo dei requisiti di indipendenza, per esempio prospettando che, in tal caso, la conduzione del processo sia condivisa dal presidente con uno o più amministratori indipendenti<sup>24</sup>. Estraneo all'impostazione del codice di autodisciplina<sup>25</sup>, un simile "affiancamento" collide, infatti, con la funzione di impulso e coordinamento dell'attività consiliare attribuita al presidente dall'art. 2381, co. 1, c.c.: per sua natura necessariamente monocratica e, pertanto, capace di invalidare una previsione che, intestando congiuntamente la competenza del presidente a più amministratori, ne ostacoli l'esercizio fluido e autonomo, in contrasto col principio di adeguatezza organizzativa<sup>26</sup>. Né varrebbe, in contrario, invocare l'essenziale funzione di garanzia che connota il ruolo del presidente. Tale funzione si attua, infatti, con riguardo ai flussi informativi preconsiliari<sup>27</sup> e non importa, pertanto, la necessità di configurare il presidente come soggetto *super partes* rispetto ai diversi centri di interesse che possano caratterizzare l'impresa

---

<sup>22</sup> CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 2.3., lett. b).

<sup>23</sup> Nel senso che compete al presidente proporre al consiglio di amministrazione «una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti» e assicurare che «l'organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti», Codice di Corporate Governance, 2020, Raccomandazione n. 13.

<sup>24</sup> CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 2.3., lett. b).

<sup>25</sup> Il codice di autodisciplina tipizza la sinergica collaborazione "organica" tra presidente e *lead independent director*, quale «punto di riferimento e coordinamento delle istanze e dei contributi degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti» (Codice di Corporate Governance, 2020, Raccomandazione, n. 14), non per lo svolgimento di funzioni proprie del presidente, ma nella diversa prospettiva di garantire un'adeguata e tempestiva acquisizione dei flussi informativi preconsiliari [sul punto, P.M. SANFILIPPO, G. SPADARO, *Il presidente del consiglio di amministrazione e il lead independent director*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 415 ss.; per indicazioni di diritto comparato, V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e Codice di Autodisciplina*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, I, 646 ss., nt. 20].

<sup>26</sup> Escludono la validità di clausole statutarie che consentano l'esercizio concorrente dei compiti propri del presidente da parte di altri componenti del consiglio, P.M. SANFILIPPO, G. SPADARO, *Il presidente del consiglio di amministrazione e il lead independent director*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., ove ulteriori indicazioni; nel senso della possibilità di attribuire alla maggioranza degli amministratori una legittimazione "concorrente" a quella del presidente, argomentando dal potere del consiglio di dare direttive ed avocare a sé operazioni in materie delegate, B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 19 ss., spec. 23. Né va escluso che un "affiancamento" al presidente possa ingenerare conflitti tra componenti dello stesso organo forieri di stalli operativi difficili da superare: sul problema, in termini generali, V. CARIELLO, *I conflitti "interorganici" e "intraorganici" nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, II, Torino, 2016, 819 ss.

<sup>27</sup> Per tutti P. MONTALENTI, *sub art. 2381*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO, Bologna, 2004, 679.

azionaria<sup>28</sup>. Come dimostrato dalla possibilità che il presidente sia coinvolto in funzioni esecutive<sup>29</sup> e con l'eccezione delle società bancarie<sup>30</sup>, la garanzia dovuta dal presidente riguarda il corretto funzionamento del consiglio, ma non richiede la sua estraneità a una predeterminata linea di indirizzo gestorio.

In questa prospettiva e in conformità alla disciplina codicistica, la sola circostanza che il presidente sia latore di un interesse non incide sulla competenza, ma soltanto sulla modalità di esercizio del potere, in particolare nel contesto della collegialità consiliare<sup>31</sup>. Tale è, infatti, il punto di equilibrio identificato dall'ordinamento per bilanciare il rischio di distorsioni – come quello implicitamente postulato dall'ipotesi di “affiancamento” – con l'istanza di un efficiente funzionamento dell'organo amministrativo, per definizione allora indisponibile<sup>32</sup>. Nel caso di specie troveranno, pertanto, applicazione le regole generali di *disclosure ex art. 2391 c.c.*<sup>33</sup>, integrate dalle regole speciali che, come appena ricordato, declinano il principio di trasparenza nella partecipazione al mercato dei capitali. Ipotizzabile è, altresì, l'applicazione analogica della regola che impone al delegato interessato di investire il collegio: con il dovere, allora, del presidente di sottoporre previamente al consiglio i criteri, discrezionali, con cui intende assolvere al compito di coordinare il processo per la consultazione della compagine azionaria.

6. *Il problema del collegamento tra liste.* – Nelle società a proprietà concentrata, gli aspetti problematici della lista presentata dal consiglio si riferiscono, in larga parte, alla disciplina per la tutela delle minoranze e, più in particolare, alla possibile alterazione della competizione tra liste. Una lista del consiglio collegata a una lista presentata dal

<sup>28</sup> Per una lettura del ruolo del presidente come figura connotata da una posizione di tendenziale «terzietà rispetto alla gestione in senso proprio», v., invece, G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da CAMPOBASSO, CARIELLO, DI CATALDO, GUERRERA, SCIARRONE ALIBRANDI, II, Torino, 2014, 1059 ss. (la citazione è a p. 1060).

<sup>29</sup> Secondo il Codice di Corporate Governance, 2020, il presidente rientra nel novero degli «amministratori esecutivi» quando «gli siano attribuite deleghe nella gestione o nell'elaborazione delle strategie aziendali»; sull'evoluzione dell'autodisciplina sul punto, e sui non omogenei orientamenti nei sistemi comparati, M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, 2021, 147 ss., 171 ss.

<sup>30</sup> Per tutti, L. ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 1308 ss., spec. 1321 ss.; M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 90 ss.

<sup>31</sup> Sulla funzione “compositoria” della collegialità consiliare, tra gli altri, P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, II, Torino, 2006, 444 ss.; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 305 ss.; più di recente, con diversità di accenti, U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 32 ss., 94 ss.; e C. ANGELICI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 14 ss.

<sup>32</sup> In termini generali, sul controllo di meritevolezza dello statuto, quale indagine sull'interesse obiettivamente perseguito da una clausola che giustifichi in concreto il “sacrificio” di altro interesse rilevante secondo l'ordinamento, P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 162 ss., 176 ss.

<sup>33</sup> Nel senso che l'«operazione», presupposto applicativo della disciplina *ex art. 2391 c.c.*, includa «ogni fatto giuridicamente rilevante che si ripercuota nella sfera della società, tra cui anche le operazioni di carattere amministrativo-contabile», CONSOB, *Esiti della consultazione – Richiamo di attenzione – La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio*, in *www.consob.it*, 30.

socio di controllo finirebbe, infatti, per frustrare la possibilità per le minoranze di partecipare alla nomina degli amministratori esattamente come nel caso di un collegamento fra liste presentate da soci<sup>34</sup>.

La disciplina vigente è formulata in modo sufficientemente generale da rendere irrilevante la lista collegata anche quando questa sia presentata dal consiglio di amministrazione. Facendo riferimento al rapporto di collegamento tra «la lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti» e i soci che «hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti», l'art. 147-ter, co. 3, TUF lascia, infatti, impregiudicata la possibilità che l'una o l'altra lista sia stata presentata dagli amministratori uscenti. Nondimeno, è l'effettiva operatività della regola legale a risultare problematica. Le specifiche ipotesi di collegamento identificate dalla disciplina secondaria (art. 144-quinquies Regolamento Consob, 14 maggio 1999, n. 11971: d'ora in poi, "Regolamento Emittenti"; Comunicazione Consob n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009) sono, infatti, riferite alla diversa fattispecie del collegamento tra soci. Di qui la necessità di «un'analisi fattuale, caso per caso», diretta a «valutare se le liste del consiglio e del socio appaiono come imputabili, anche solo presuntivamente, a un'unica volontà», in conformità alla *ratio* sottesa alle disposizioni sul collegamento tra soci<sup>35</sup>. Tale approccio impedisce, tuttavia, di identificare in modo univoco la sussistenza del collegamento e, in tal modo, espone a un significativo rischio di un contenzioso, ulteriormente amplificato qualora l'accordo sotteso al collegamento potesse contribuire a configurare un concerto e, quindi, a far scattare la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria<sup>36</sup>.

In una prospettiva di maggiore certezza, una soluzione di immediata praticabilità potrebbe passare per una valorizzazione del comitato nomine previsto dal codice di autodisciplina<sup>37</sup>. Lo statuto, il regolamento consiliare o un provvedimento normativo potrebbero, in particolare, prevedere che i membri indipendenti del comitato nomine attestino l'assenza di un rapporto di collegamento tra la lista del consiglio e le altre liste presentate dai soci<sup>38</sup>. Comparabile con l'autodichiarazione dei soci prevista dalla disciplina secondaria con riferimento al collegamento tra liste presentate dai soci (144-sexies, co. 4, lett. b, Regolamento Emittenti), tale soluzione appare più adeguata dell'approccio che estende l'autodichiarazione dei soci anche alla lista presentata dagli amministratori uscenti<sup>39</sup>: risulta radicata nei doveri funzionali degli amministratori, rispetta la correlazione tra potere e responsabilità, valorizza le dinamiche reputazionali proprie del mercato dei capitali, senza impedire, nel contempo, una eventuale verifica *ex post* in sede contenziosa. In punto di disciplina, l'attestazione dei membri indipen-

<sup>34</sup> M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1404.

<sup>35</sup> M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1415; S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista*, cit., 726 ss.

<sup>36</sup> Per la discussione di tale possibilità, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1415, nt. 27 e 1417; S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista*, cit., 733.

<sup>37</sup> In generale, nel senso che «il Comitato Nominato è chiamato a svolgere un ruolo centrale nel caso in cui lo statuto preveda la possibilità di presentare una lista da parte del consiglio uscente», P. MARCHETTI *et al.*, *Uno sguardo alla governance delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2018, 265.

<sup>38</sup> Analogamente, ipotizzando l'approvazione della lista del consiglio da parte del comitato nomine, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1416.

<sup>39</sup> CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 2.3., lett. g).

denti del comitato nomine potrebbe essere soggetta a un regime comparabile a quello del parere previsto per le operazioni con parti correlate, in particolare con riguardo a motivazione, pubblicità e adeguatezza del processo a consentire il rilascio di un'attestazione pienamente informata (art. 7, co. 1, Regolamento Consob, 12 marzo 2010). Pur non essendo un atto di un organo della società, l'attestazione potrebbe, nondimeno, formare oggetto di impugnazione e censura in sede cautelare; in particolare, potrebbero rilevare la violazione della legge (per es., in presenza di rilevanti indizi di collegamento), la mancanza dei requisiti di indipendenza o – mutuando le categorie dell'illegittimità dell'atto amministrativo<sup>40</sup> – l'eccesso di potere (per es., nel caso di contrarietà non giustificata con precedenti decisioni del comitato). Rimarrebbe ferma, in ogni caso, la responsabilità degli amministratori che hanno rilasciato l'attestazione.

7. *La lista del consiglio “seconda classificata” e l’approvazione della lista in sede consiliare.* – Un approccio orientato ad assicurare la trasparenza nella formazione della lista del consiglio e, successivamente, la competizione tra liste appare preferibile rispetto ai rimedi più draconiani prospettati in talune prese di posizione dottrinali e in un recente disegno di legge.

A giudizio di alcuni studiosi, la lista presentata dal consiglio di amministrazione non potrebbe mai configurarsi come lista da cui trarre gli amministratori di minoranza. La lista del consiglio nascerebbe, infatti, «con una vocazione maggioritaria»; pertanto, qualora non raccogliesse il consenso della maggioranza dei soci, non potrebbe essere considerata lista di minoranza, dovendo «semplicemente cedere il passo alla lista terza classificata, reale espressione di una minoranza di soci e non di un consiglio di amministrazione uscente “sbugiardato” dai soci»<sup>41</sup>.

In assenza di una specifica previsione statutaria in tal senso<sup>42</sup>, una simile impostazione, che equipara *iuris et de iure* a una lista collegata la lista del consiglio non votata dalla maggioranza dei soci, non è, tuttavia, condivisibile. In deroga al diritto comune, il diritto delle società quotate assicura la possibilità di trarre uno o più amministratori dalla lista di minoranza più votata (art. 147-ter, co. 3, TUF) al fine di garantire una più adeguata gestione dell'*agency problem* tra maggioranza e minoranza<sup>43</sup>. Non esiste, tut-

<sup>40</sup> In generale, sul punto, M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in L. TORCHIA (a cura di), *Attraversare i confini del diritto*. Giornata di studio dedicata a Sabino Cassese, Bologna, 2016, 215 ss.; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*. Artt. 2363-2379 ter, Milano, 2016, XLIV ss., 277 e nt. 38, 359 ss.

<sup>41</sup> M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CDA*, cit., 3; per la medesima conclusione, N. CIOTCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., 2018, 408. L'esclusione della lista presentata dal consiglio di amministrazione dal riparto degli amministratori qualora «non abbia ottenuto il maggior numero di voti» è esplicitamente prevista nel d.d.l. n. 2433 presentato d'iniziativa dei senatori D'Alfonso e altri, in data 27 ottobre 2021, su cui, criticamente, anche M. STELLA RICHTER JR, *Tendenza e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, di prossima pubblicazione negli *Studi* dedicati all'Onorato, a p. 12 del dattiloscritto, consultato per la cortesia dell'Autore.

<sup>42</sup> Per un esempio, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1411; S. CACCHI PESANI, *Il voto di lista*, cit., 728, nt. 44.

<sup>43</sup> J. ARMOUR *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, cit., 80; C. MALBERTI, E. SIRONI, *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: An Empirical Analysis*. Bocconi Legal Studies Research Paper No. 18, 2007, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 1 s.

tavia, una minoranza diversa da quella che emerge in sede di voto assembleare<sup>44</sup>. Una volta che si concordi sulla legittimità di una lista presentata dal consiglio di amministrazione e in assenza in concreto di un collegamento tra liste, non c'è, pertanto, motivo per non riconoscere come lista di minoranza quella che emerge come tale in assemblea<sup>45</sup>.

Ragionare diversamente sconterebbe la precomprensione per la quale il consiglio di amministrazione sarebbe, per definizione, allineato al socio di controllo, sì da doversi considerare la relativa lista ontologicamente collegata a quella dell'azionista di maggioranza<sup>46</sup>. Il che, oltre a poter non essere vero nel singolo caso concreto, sarebbe identico a ritenere che tutte le regole di *governance* destinate a operare in prevenzione sono, in fondo, irrilevanti. Il dovere per gli amministratori di perseguire l'interesse della società, assicurando corretta amministrazione e assetti organizzativi adeguati<sup>47</sup>; i relativi doveri di vigilanza dell'organo di controllo<sup>48</sup>; l'autovalutazione del consiglio di amministrazione circa la propria ottimale composizione e il ruolo del comitato nomine nella formazione della lista del consiglio raccomandati dal codice di autodisciplina<sup>49</sup>; e i penetranti poteri di vigilanza attribuiti dal TUF alla Consob<sup>50</sup>, apparirebbero, in definitiva, quasi inutili orpelli a fronte di una "naturale" subordinazione dell'organo di amministrazione ai *desiderata* del gruppo di controllo<sup>51</sup>.

<sup>44</sup> Nello stesso senso M. STELLA RICHTER JR, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina*, cit., 185: «non esistono liste "di maggioranza" o "di minoranza" così qualificabili *ex ante*»; piuttosto, «le liste, come tutte le proposte di voto, non nascono di maggioranza o di minoranza, ma *diventano* di maggioranza o di minoranza solo dopo che si è votato».

<sup>45</sup> In senso analogo, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1411.

<sup>46</sup> Sembra scontare tale precomprensione la tesi secondo cui il consiglio di amministrazione, pur in presenza di una clausola che gliene dia legittimazione, potrebbe presentare una propria lista solo «qualora verificati, con ragionevole probabilità e in coerenza con il suo dovere di perseguire l'interesse sociale, che i soci, nel caso concreto, non intendano o comunque non siano nelle condizioni di presentare una lista lunga» (così G. BALLERINI, *La lista del consiglio*, cit., 768 ss.). Al riguardo, sembra, tuttavia, doversi ribadire che la lista del consiglio, diversamente da quella presentata dai soci, è lo strumento più adeguato «per far quadrare l'ormai complesso sistema dei requisiti degli esponenti aziendali» (così STELLA RICHTER jr, in *Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?*, a cura di A. Perrone e G. Strampelli, in *Rivista ODC*, 2022, 652; sul punto, *supra*, n. 2), potendosi, ulteriormente, osservare come la lista del consiglio, proprio per esigenza di trasparenza e di stimolo alla presentazione di ulteriori liste, debba essere presentata con congruo anticipo rispetto al termine per il deposito delle liste dei soci (CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., n. 2.3., lett f).

<sup>47</sup> *Supra*, n. 4. Diversamente, G. BALLERINI, *La lista del consiglio*, cit., 765 s. 773, assumendo che la competenza degli amministratori in punto di "istituzione" degli assetti adeguati non potrebbe spingersi sino all'individuazione delle candidature, che sarebbe come tale estranea al dovere di adeguatezza e lasciata ai soci proprio perché legittimati a presentare le liste. La tesi sembra, tuttavia, tralasciare che, in un approccio manageriale alla composizione del *board*, compete al consiglio di amministrazione farsi carico non solo della composizione ottimale, ma anche della selezione a valle di candidature adeguate al ruolo (per es., rispetto alla capacità di perseguire una gestione sostenibile): sul punto, M. STELLA RICHTER jr, in *Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?*, cit., 652; P.M. SANFILIPPO, in *op. ult. cit.*, 650.

<sup>48</sup> Per una particolare sottolineatura di tale dato normativo P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi*, cit., 839.

<sup>49</sup> *Supra* nn. 3 e 5.

<sup>50</sup> Per tutti, M. VENTORUZZO, S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, cit., 2089 ss.

<sup>51</sup> Naturalmente, un contributo di chiarezza potrebbe provenire dallo statuto, non mancando nella prassi previsioni che lasciano alle minoranze una più ampia possibilità di essere rappresentate in consiglio, traendo alcuni seggi di minoranza anche dalla lista "terza classificata", oppure introducendo un sistema per quozienti che individui gli eletti in coloro che abbiano ricevuto il quoziente più elevato (tra il numero d'ordine di collocazione nella lista di afferenza e la cifra di voti ricevuti dalla lista stessa): sul punto, M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente*, cit., 1412.

Non condivisibile risulta, infine, l'ulteriore opinione che subordina la legittimità della lista presentata dagli amministratori uscenti al voto favorevole di una «larga e nutrita maggioranza» del consiglio di amministrazione, così da «compensare» il potere dell'organo gestorio di interferire «con la prerogativa principale dei soci ovvero la nomina degli amministratori»<sup>52</sup>. Posto che il modello legale non contempla *quorum* qualificati per le deliberazioni consiliari, la tesi sembrerebbe ipotizzare una specifica previsione statutaria, capace, nella sostanza, di assegnare un potere di veto ad alcuni amministratori. Ponendosi in aperto contrasto con il principio maggioritario che nelle società per azioni governa il funzionamento del consiglio di amministrazione, una simile clausola potrebbe essere ritenuta ammissibile solo in casi eccezionali, in concreto idonei a giustificare la meritevolezza di un simile potere di veto. Rispetto a un atto di organizzazione, come è la formazione di una lista, sono, tuttavia, da escludere modificazioni sostanziali dell'attività ovvero sbilanciamenti radicali della struttura finanziaria. Pertanto, le istanze di efficienza e fluidità del funzionamento dell'organo amministrativo, sottese al complessivo disegno dell'organizzazione delle società azionarie, sembrano precludere agli statuti l'introduzione di un potere di veto in questa materia<sup>53</sup>.

8. *Gli interessi degli amministratori.* – Un'ultima considerazione va dedicata a un aspetto di maggiore dettaglio.

Con riguardo all'ipotesi di amministratori che abbiano dichiarato la disponibilità a ricandidarsi, l'assenza di un obbligo di astensione nella disciplina dettata dall'art. 2391 c.c. lascia impregiudicata la possibilità che l'amministratore si astenga per ragioni di opportunità. In tal caso, verosimilmente più probabile nel caso di società a proprietà concentrata che in presenza di un azionariato diffuso, non è chiaro se il consigliere astenuto debba essere computato nel *quorum* deliberativo. Le diverse soluzioni della questione hanno implicazioni rilevanti. Qualora, infatti, si ritenga che al consigliere interessato non sia precluso l'esercizio del voto, l'astenuto dovrebbe essere computato nel *quorum* deliberativo, e l'astensione varrà sostanzialmente come voto contrario, così rendendo assai meno agevole l'adozione di delibere da parte del consiglio di amministrazione in presenza di componenti interessati. In questa situazione, per evitare l'eventuale mancata approvazione della delibera, i consiglieri interessati dovrebbero abbandonare la seduta, con l'ulteriore rischio di far venir meno il numero legale.

In proposito, è noto che, a norma dell'art. 2388, co. 2, c.c., il *quorum* deliberativo consiliare va computato sulla «maggioranza assoluta dei presenti». Il testo della disposizione lascia, quindi, il dubbio se vada confermata la soluzione tradizionale, accolta

<sup>52</sup> M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CDA*, cit., 4.

<sup>53</sup> In una prospettiva di carattere generale, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *Gli amministratori di società per azioni. Artt. 2380-2396*, Milano (in preparazione), sub art. 2388, n. 3; per la tesi dell'ammissibilità del *quorum* deliberativo unanime limitatamente ad operazioni di carattere eccezionale, esclusa comunque per delibere «obbligatorie» o «vitali», V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 167 s., ove altri riferimenti. La prassi statutaria, in particolare, conferma che l'adozione della delibera sulla lista del consiglio va lasciata ai *quorum* legali (sul punto, S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista*, cit., 729, nt. 47), salvo, in pochi casi, richiedere che la delibera venga presa a «maggioranza degli amministratori in carica» (per la dubbia liceità della clausola, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *ibidem*, n. 3).



dalla giurisprudenza di legittimità precedente alla riforma del 2003, nel senso della non computabilità nel *quorum* deliberativo del consigliere in conflitto di interessi<sup>54</sup>: riferendo la base di computo ai presenti e non già ai votanti, la disposizione vigente potrebbe, infatti, giustificare l'opposta tesi secondo cui anche il consigliere astenuto dovrebbe essere computato nel *quorum* deliberativo, in conformità all'impostazione della riforma che, non precludendo al consigliere interessato l'esercizio del voto, avrebbe colmato una lacuna della previgente disciplina e, così facendo, capovolto il precedente insegnamento giurisprudenziale<sup>55</sup>.

A prescindere da quale tesi debba considerarsi come la maggiormente fondata, al fine di evitare stalli consiliari o contenziosi<sup>56</sup>, per le società quotate potrebbe, pertanto, essere ragionevole l'inserimento in statuto di una clausola che definisca a quale regola sottoporre l'eventuale astensione (per esempio, del seguente tenore: "il consigliere astenuto per conflitto di interessi non è computato ai fini del calcolo della maggioranza richiesta per l'approvazione della deliberazione").

Sembra da escludere, invece, l'introduzione di una clausola, pur conosciuta nella prassi, che imponga ai consiglieri interessati di allontanarsi dalla riunione. Verrebbero, infatti, meno, in tal caso, le esigenze di trasparenza e di responsabilizzazione dei comportamenti sottese alla disciplina degli interessi degli amministratori ex art. 2391 c.c.<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Per esempio, Cass., 15 ottobre 1991, n. 10864, in *Società*, 1991, 1642; Cass., 21 agosto 1991, nn. 8976 e 8977, in *Giur. it.*, 1992, I, 1, 79.

<sup>55</sup> In tal senso F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 116 e nt. 151; M. FRANZONI, *Società per azioni*, III. *Dell'amministrazione e del controllo*, I. *Disposizioni generali. Degli amministratori*. Art. 2380-2396, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna, 2008, 302.

<sup>56</sup> Al fine di evitare tali rischi, insistono per l'applicazione analogica della corrispondente disposizione dettata in materia assembleare (art. 2368, co. 3, c.c.), tra gli altri, L. NAZZICONE, *Società per azioni. Amministrazione e controlli*, in *Commentario Lo Cascio*, sub art. 2381, Milano, 2010, 83 ss.; G. STRAMPELLI, sub art. 2388, in *Le società per azioni* diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, 2016, 1293; dubbiosi, però, N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2010, 641.

<sup>57</sup> Propendono per l'illiceità della clausola, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., sub art. 2388, n. 3.

# IL CONTROLLO SENZA REVOCA DEGLI AMMINISTRATORI

di *Laura Schiuma*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il controllo senza revoca degli amministratori. – 3. Il rinnovo parziale con voto di lista? – 4. Qualche considerazione conclusiva e qualche *caveat* in punto metodo.

1. *Premessa.* – Come è noto la previsione in sede statutaria della clausola *simul stabunt, simul cadent* è strumentale al rafforzamento delle finalità di tutela delle minoranze e degli investitori assolute dall’art. 147-ter TUF – di garantire *la possibilità* che nel consiglio possa sedere almeno un componente espresso dalla minoranza –, nella misura nella quale, precludendo i meccanismi della cooptazione e della sostituzione parziale degli amministratori di cui ai primi due commi dell’art. 2386 c.c., ne impone il rinnovo integrale con il voto di lista<sup>1</sup>. Un “rinnovo integrale” considerato, evidentemente, a tal punto pregnante e meritevole di tutela nel nostro ordinamento da assurgere ormai a “ragione giustificatrice” della clausola *tout court*, a prescindere da ogni altra considerazione.

Un tale esito interpretativo sembrerebbe divenuto ineluttabile oggi<sup>2</sup>, da quando, con la riforma organica del 2003, la clausola *simul stabunt, simul cadent* – della cui legittimità si discuteva in vero nel vigore del diritto previgente<sup>3</sup> – è stata specificamente regolata dalla legge, stante il nuovo quarto comma dell’art. 2386 c.c. che consente l’introduzione di clausole statutarie in virtù delle quali si prevede che “*a seguito della cessazione di taluni amministratori cessi l’intero consiglio*”<sup>4</sup>.

Ma è proprio su questo *deficit* di discussione che s’intende proporre in questa sede un supplemento di riflessione.

---

<sup>1</sup> Si veda la nota ordinanza del Trib. Milano in data 23 aprile 2018, Sez. Impresa B – Dott.ssa Riva Cruignola – R.G. n. 18561-1/2018 e 18561-3/2018 (c.d. caso Telecom), in *RDS*, 2018, 587 ss., ove si rispecchia l’orientamento interpretativo prevalente nel dibattito sull’argomento. In arg. v. anche F. BRIZZI, *La clausola statutaria simul stabunt, simul cadent tra utilizzo abusivo e conflitto interorganico (a margine del caso Telecom)*, in *Corr. Giurid.*, 2018, 1561 ss.

<sup>2</sup> Si veda per esempio N. DE LUCA, *Usa distorto della clausola simul stabunt, simul cadent*, in *Soc.*, 2020, 289 ss., ove si legge che “Oltre alla legittimità della clausola *simul stabunt, simul cadent*, certa a partire dalla riforma del 2003, acclarata ne è anche la meritevolezza della funzione pratica”.

<sup>3</sup> Per l’*invalidità* della clausola v. in giurisprudenza Corte d’App. di Venezia, 19 novembre 1955 (per la violazione dell’art. 2383, comma 3, c.c.), che ha confermato Trib. Vicenza, 6 luglio 1955 (per la violazione dell’art. 2386, comma 2, c.c.); per la *validità*, App. Trieste, 31 ottobre 1958, in *Foro it.*, 1959, I, 274; in dottrina, v. per l’*invalidità*, G. FRÉ, *La clausola “simul stabunt, simul cadent” nella nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Studi in memoria di Angelo Sfratta, Le società per azioni alla metà del secolo XX*, I, Padova, 1961, 265 ss.; per la *validità*, A. DALMARTELLO, *Validità o invalidità della clausola «simul stabunt, simul cadent» nella nomina degli amministratori di società per azioni* (nota a App. Venezia, 19 novembre 1955 e Trib. Vicenza, 6 luglio 1955), in *Dir. fallim.*, 1956, II, 153 ss.

<sup>4</sup> Nel qual caso “l’assemblea per la nomina del nuovo consiglio è convocata d’urgenza dagli amministratori rimasti in carica; lo statuto può tuttavia prevedere l’applicazione in tal caso di quanto disposto nel successivo comma”.

Talora – a chi osservava che la clausola avrebbe violato l'art. 2383, comma 3, c.c. – la giurisprudenza più risalente rispondeva che la revoca sarebbe stata rimpiazzata da una nomina proveniente pur sempre “*dall'assemblea*” – il che avrebbe risolto *sostanzialmente* il problema<sup>5</sup> – e, per di più, da un'assemblea chiamata a procedere ad una nomina non già *parziale*, bensì *totale*, e cioè al rinnovo dell'intero consiglio.

Ma il punto è: siamo sicuri che questa risposta di carattere per così dire “sostanzialistico” possa essere riprodotta pure oggi? Davvero la prospettiva della presenza del meccanismo del voto di lista in ipotesi di nomina dell'intero consiglio può valere *di per sé* a giustificare delle alterazioni del “rigido”<sup>6</sup> riparto corporativo delle funzioni e delle competenze nella società per azioni? Potrebbe, in altri termini, dirsi compatibile con l'organizzazione corporativa della società per azioni – vuoi secondo il modello tradizionale, vuoi secondo il modello monistico – un riparto di funzioni e competenze nel quale sia *di fatto* fatta scomparire la “*revoca*” degli amministratori dal novero delle competenze tipiche dell'assemblea ordinaria per essere, *di fatto*, sempre e comunque attribuita alla decisione degli stessi colleghi amministratori?

Ed invocare la *preferibilità* di una votazione da svolgersi col voto di lista – e poi di un voto di lista concepito come appannaggio esclusivo del rinnovo integrale – giova davvero a correttamente impostare la soluzione del problema “organizzativo” suddetto? O non giova piuttosto a distogliere l'attenzione, se non ad «abbagliare» la visuale di chi è chiamato a valutare l'impatto della clausola sull'organizzazione corporativa della società per azioni? Non è forse come se dicessimo ad un bambino: preferisci che adesso *ti tolga questo giocattolo per poi sostituirlo con uno diverso*; oppure che d'ora in poi *per qualsiasi ragione, li sostituiremo sempre e comunque tutti con dei giocattoli nuovi, scelti dalla lista dei tuoi giochi preferiti, dove puoi includere anche quelli che hai già, se ti piacciono ancora*? Ora: avrebbe forse senso dubitare su che cosa sceglierebbe il bambino?

Ma così, in verità, non si fa altro che spostare l'attenzione dalla (vera) questione rilevante: le maggioranze assembleari necessarie e sufficienti per nominare gli amministratori lo sono anche per revocarli?

Ed ove si appurasse che non lo siano (o non lo siano più), che cosa cambierebbe nel momento in cui la clausola *simul stabunt simul cadent* venisse a provocare la sostitu-

<sup>5</sup> Pur ammettendo che la clausola potesse costituire una “remora di fatto” all'esercizio del potere di revoca da parte dell'assemblea in vista della conseguenza certamente gravosa che si verrebbe a provocare (la cessazione dell'intero consiglio di amministrazione), la giurisprudenza affermava, infatti, che “non può negarsi che l'assemblea rimanga pur sempre libera di nominare nuovamente tutti gli amministratori precedenti, escluso quello che avrebbe voluto revocare: la pienezza dei poteri dei soci rimane *sostanzialmente immutata*”; così Trib. Roma, 5 giugno 1967, in *Riv. not.*, 1955, II, 675 [corsi aggiunti]. In questo ordine di idee v. anche G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 4, Torino, 1991, 91, il quale, pur considerando “formalistico” l'argomento secondo il quale “di decadenza e non di revoca” si trattasse (soprattutto quando a determinare la cessazione dell'intero consiglio fossero “le dimissioni della maggioranza del consiglio”), si accontentava di quella “salvaguardia delle competenze assembleari” che sta nel mero fatto che “la ricostituzione dell'intero consiglio venuto meno (...) spetta pur sempre all'assemblea alla quale nessuna clausola può impedire di confermare gli amministratori cessati”; B. INZITARI, *L'estinzione del rapporto di amministrazione per effetto della clausola simul stabunt simul cadent*, in *Contr e impr.* 1990, 851.

<sup>6</sup> Rigido in quanto espressione di quella “*specializzazione degli uffici*” nella quale – assieme alla “*prefigurazione*” degli uffici rispetto alle persone dei preposti, al “*reclutamento ciclico*” dei preposti ed al “*metodo collegiale*” in caso di pluralità dei preposti agli uffici – possono fissarsi le regole salienti dell'organizzazione corporativa, v. SCIUTO-SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato a Colombo-Portale*, Torino, 2004, I, I, 51.

zione della sequenza tipica *nomina-revoca-nomina* con la sequenza fattuale *nomina-nomina*? Forse che chi controlla la società preferisce non doversi confrontare con il problema di verificare se disponga davvero dei voti *anche per revocare*?

2. *Il controllo senza revoca degli amministratori.* – E veniamo, allora, al nocciolo della questione: l'individuazione di *chi dispone* del controllo di fatto nelle società quotate e del ruolo che giuoca a tal fine la clausola *simul stabunt simul cadent*: se, cioè, tale clausola possa dirsi *sempre e comunque compatibile* con l'art. 2359 c.c. o, quanto meno, se *incompatibili* possano considerarsi *talune sue possibili conformazioni*<sup>7</sup>.

Come è noto, ragioni di relatività della fattispecie (art. 2359 c.c.) alla disciplina (artt. 2359-*bis* e seguenti c.c.) impongono che il controllo ai sensi del codice civile spetti all'azionista (*Grossaktionär*) che "dispone" della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (controllo di diritto) o comunque di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (controllo di fatto): voti, quindi, la disponibilità dei quali attribuisce al controllante la *certezza automaticamente* (controllo di diritto) o solo previo accertamento *caso per caso* ma sempre *in astratto o matematicamente* (controllo di fatto) – e cioè attraverso un'operazione di calcolo o "per quantificazione"<sup>8</sup> – di riuscire ad approvare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria, e quindi a nominare e revocare gli amministratori, approvarne l'operato con l'approvazione del bilancio, ecc. Gli attribuisce cioè *il potere* di tenerli "sotto scacco", stante appunto la disponibilità (appartenenza) dei voti in quanto attribuiti dalle azioni (art. 2351, comma 1, c.c.)<sup>9</sup> per approvare qualsivoglia deliberazione nell'assemblea ordinaria a rendere individuabile il socio di controllo<sup>10</sup>.

Ma *quid iuris* nella società per azioni quotata da quando è stato istituito il voto di lista, quale modalità imposta dalla legge anche per l'elezione degli amministratori<sup>11</sup>?

<sup>7</sup> Per le conformazioni più ricorrenti nella casistica, si rinvia a A. MAURIZI, *La clausola "simul stabunt simul cadent"*, in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, 147 ss., ivi 157 ss.

<sup>8</sup> Il che presenta il duplice vantaggio della *certezza*, derivante dell'essere la definizione operativa, in quanto fondata su un'operazione di calcolo, e della *riduzione della discrezionalità* dell'operazione, derivante dall'essere la misurazione *quantitativa*; v. G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, 1980, 217 ss.

Ciò dipende dal fatto che la disciplina civilistica del controllo presuppone, per potersi applicare, non solo la disponibilità dei voti derivanti dalle partecipazioni sociali, ma anche ben determinate logiche di funzionamento dell'organizzazione cui si partecipa attraverso le partecipazioni (azioni o quote), che poi non sono altro che le logiche plutocratiche, per quanto possano dirsi ridimensionate nel diritto vigente. In arg. sia consentito rinviare a L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in RDS, 2019, 317 ss.

<sup>9</sup> E sempre tenendo conto, ove vi siano eventuali modulazioni statutarie del voto, anche di queste: di quanti voti, cioè, sono attribuiti *da ciascuna azione* (art. 2351, commi 2 e 4, c.c.), come anche degli eventuali tetti o scaglionamenti (art. 2351, comma 3, c.c.).

<sup>10</sup> Ed è probabilmente per questo che in passato la dottrina riteneva *indifferente* che l'assemblea fosse convocata per sostituire la maggioranza degli amministratori o tutti gli amministratori (v. per tutti G. FERRI, *In tema di clausola "simul stabunt simul cadent" e di intervento all'assemblea di seconda convocazione*, in Riv. dir. comm., 1987, II, 537 ss.).

<sup>11</sup> Nel diritto previgente clausole statutarie atte a garantire che un membro effettivo fosse eletto dalla minoranza erano imposte dalla legge *soltanto per la nomina del collegio sindacale* (art. 148, comma 2, TUF), stante l'intento del legislatore del TUF del 1998 di evitare che nelle società quotate amministratori e controllori fossero espressione della stessa base sociale (la maggioranza), come nelle società di diritto comune. Ed è solo con la l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. riforma del risparmio) che, non solo è stato espres-

Siamo sicuri che – in presenza del voto di lista – chi nomina la maggioranza degli amministratori (o comunque la totalità *meno uno o più*, da nominarsi da parte della minoranza, a seconda di quanti posti siano riservati alla minoranza dallo statuto) sia poi in grado anche di *revocarli*, ove deluso dal loro operato? E ciò pure qualora gli amministratori risultassero graditi al mercato? E siamo sicuri che – all’opposto – sia anche in grado di difendere gli amministratori che ha nominato, *impedendone la revoca*, ove questi fossero invece sgraditi al mercato?

Insomma, chi nomina la maggioranza degli amministratori “controlla” per ciò stesso – e per ciò solo – la società<sup>12</sup>?

La risposta non può, evidentemente allora, non tenere conto dei seguenti rilievi:

(i) che nelle società quotate la nomina della maggioranza degli amministratori è diventata funzione – prima ancora che della grandezza della partecipazione sociale (di maggioranza o di minoranza che sia) – della *dimensione delle liste dei candidati* presentate dai vari soci, stante la pratica delle c.d. liste corte (*short slate*), consistenti nel proporre un numero di candidati inferiore a quello dei posti da ricoprire. Ed infatti l’emersione sulla scena di assetti proprietari caratterizzati dalla presenza sempre più significativa di investitori professionali e istituzionali, soprattutto stranieri, con partecipazioni sempre più importanti e sempre più orientati ad avvalersi dei poteri di *voice* – complice l’introduzione del *record date* (v. elaborazioni Consob su dati pubblicati nelle *Relazioni Annuali* e nel *Report sulla Corporate Governance* dal 2011 in poi) – pone in luce un fenomeno nuovo: la *sinergia tra il voto di lista e i nuovi assetti proprietari*, assetti che vedono il *flottante non più disperso e assenteista, bensì presente e organizzato*, il che determina di *fatto* (ma per ragioni di diritto: voto di lista e *record date*) che chi nomina la maggioranza degli amministratori *non riesca più anche* a revocarli, la revoca essendo in realtà appannaggio del mercato, se non addirittura di quella sola parte dell’azionariato che, pur convogliando voti corrispondenti alla maggioranza delle partecipazioni, non può nominare la maggioranza degli amministratori, e ciò non già per la insufficiente quantità delle azioni con le quali orientare i voti in assemblea, bensì per ragioni tecniche: a causa cioè delle c.d. liste corte o incomplete, cui gli investitori professionali e istituzionali si devono/vogliono rigorosamente attenere per evitare di controllare<sup>13</sup>;

---

samente introdotto nel TUF il voto di lista per la nomina del collegio sindacale (e del consiglio di sorveglianza), demandando alla Consob di stabilire con regolamento le “modalità per l’elezione, con voto di lista, di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti” (art. 148 del TUF), ma soprattutto è stato inserito l’art. 147-ter TUF, che ha imposto il voto di lista *anche per la nomina degli amministratori*. Il che ha per certi versi *vanificato quella differenziazione della base sociale* chiamata a nominare amministratori e controllori, voluta dal TUF per le s.p.a. quotate e non smentita dalla riforma organica del diritto societario del 2003.

<sup>12</sup> Secondo la Consob (comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017) la risposta positiva sarebbe da argomentare dalla circostanza che la *stabilità* del “controllo di fatto” è nel fatto che gli amministratori, una volta nominati, durano in carica per un triennio. Ma non vi è chi non veda che nell’arco di quel triennio gli amministratori difficilmente si cureranno di assecondare gli umori del soggetto che li ha nominati, ove il nominante *pro-futuro* non possa ancora tenerli “sotto scacco”, minacciando loro, credibilmente, la revoca.

<sup>13</sup> La normativa sulle SGR impone infatti di non controllare; ma la regola sembra doversi intendere nel senso che tali investitori debbano tenersi al di sotto delle soglie di controllo per una istanza prudenziale di diversificazione del rischio, e non già superarle per poi ovviare attraverso il ricorso alle liste corte. Per effetto delle norme prudenziali da osservare nella gestione di fondi, infatti, “Una SGR non può detenere, attraverso l’insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al: – 10 per cento se la società è

(ii) che questa *scissione tra nomina e revoca*, che si determina inevitabilmente a seguito della combinazione delle nuove norme di rango legale (voto di lista e *record date*) con quelle in tema di controllo della società, produce in realtà una situazione di incontrollabilità della società, almeno ove si attribuisca alla parola “controllo” il significato ricavabile dall’art. 2359 e ss. c.c. e quindi funzionale ad applicare la disciplina del controllo del codice civile: un significato indifferente al potere che non derivi dalla grandezza della partecipazione sociale<sup>14</sup> e derivi invece dal plausibile accordo o *parallelismo* di comportamenti *tra chi nomina* la maggioranza degli amministratori, ma non li può revocare, e *chi non li revoca* (pur avendo il potere di farlo, come anche il potere di disinvestire). Di qui, se l’uno nomina e gli altri (il mercato? il flottante organizzato?) revocano – o meglio non revocano (e neppure disinvestono però) – ciò significa o che non avrebbero i numeri per farlo (ma allora non avrebbero bisogno di presentare le liste corte) oppure che apprezzano l’operato degli amministratori (o comunque sperano di migliorarlo con l’attivismo o temono che la revoca possa penalizzare il mercato delle partecipazioni);

---

*quotata; – 20 per cento se la società non è quotata. In ogni caso una SGR non può, tramite i fondi aperti o patrimoni di SICAV che gestisce, esercitare – anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto – il controllo o l’influenza notevole sulla società emittente.*” (v. Tit. V, Capitolo III, sez. II, § 6.1 del regolamento Banca d’Italia (RGC) sulla gestione collettiva del risparmio del 2015 che dà attuazione all’art. 56 della direttiva UCITS). Per effetto di tali norme prudenziali si impongono quindi “speciali tetti partecipativi alle SGR che gestiscono *mutual funds*” (in arg. v. ora C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 248), prima ancora che accorgimenti volti ad evitare di assumere la qualifica di controllanti, sul presupposto che le partecipazioni dei fondi o comunque degli investitori istituzionali sono pensate per essere tipicamente riferite ad azionisti di minoranza. Pertanto, proprio per evitare che tale categoria di investitori possa offrire un servizio eccessivamente rischioso, e come tale inadeguato alle esigenze della categoria di clienti a cui si rivolgono, gli si impone di svolgere un servizio di natura eminentemente finanziaria, rappresentato dalla gestione professionale di un portafoglio diversificato, onde non confondere l’attività di investimento con quella di controllo (come da tempo suggerito dalla stessa dottrina statunitense, v. in particolare M.J. ROE, *A political theory of American corporate finance*, in *Columbia Law Review*, 1991, 10 ss., 19, 33; v. anche A. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in *Cardozo Law Review*, 2002, 1422 ss.). Con il che non si tratta soltanto di investire gli istituzionali di forme di attivismo che si sostanziano in ruoli di monitoraggio anziché di governo, ma anche di contrastare immobilizzazioni *ultra limen* da parte degli investitori istituzionali (“*portfolio rules guide the uneasy relationship between financial institution and industrial companies: financial institution can shuttle capitale in and out of industrial companies, but rarely can they exercise controlling influence*”; M.J. ROE, *op. cit.*, 31). Se ne trova puntuale corrispondenza nel nuovo art. 35-*decies*, comma 1, lett. e) TUF (a norma del quale “Le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni... *provvedono, nell’interesse dei partecipanti, all’esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge*”), che impone di esercitare il voto ogni qualvolta l’esercizio risulti funzionale alla valorizzazione del fondo e quindi alla “massimizzazione del valore del portafoglio” (cfr. C. PRESCIANI, *op. cit.*, 253).

<sup>14</sup> Checché ne dica la Consob nella Comunicazione n. 01063441 del 13 settembre 2017, là dove afferma di “*ritenere che (...) a seguito delle citate modifiche dell’art. 2359 c.c. [quelle di cui al d.lgs. n. 127/1991], il controllo non deve più essere considerato come un controllo formale, legato alla proprietà delle azioni, ma un controllo legato all’effettiva gestione della società*”.

Si deve rilevare invece che la modifica del testo dell’art. 2359 c.c. intervenuta nel 1991 ha portato alla sostituzione della locuzione “possesso delle azioni o quote possedute” con la locuzione “*disponibilità dei voti*” – tuttora vigente – il cui significato (fattispecie) è da ricavarsi pur sempre (non dagli enunciati definitivi, bensì) dalla disciplina da applicare, la quale era ed è ancora quella di cui all’art. 2359-*bis* e successivi c.c., nonostante la modifica dell’art. 2359 c.c., e continua tuttora ad essere fondata sulle logiche dominicali dell’appartenenza delle partecipazioni, la cui *ratio* è quella di contrastare le disfunzioni (sul patrimonio e sui processi decisionali) derivanti dai rapporti di partecipazione reciproca tra società di capitali. D’onde semmai, più che le citate (e inconferenti) modifiche dell’art. 2359 c.c., quello che conta, ai fini della integrazione della fattispecie di controllo di cui all’art. 93 TUF, è ricostruire *lo specifico* della disciplina dettata nel (diverso) contesto del TUF, la quale ben potrebbe dare luogo ad una fattispecie diversa (da quella dominicale) ove si dimostrasse che fosse fondata su una *ratio* diversa.

(iii) che per questo, se è vero che “di fronte ad assetti proprietari poco concentrati non ha molto senso pensare *ex ante* a liste di maggioranza o di minoranza”<sup>15</sup> (dove il fenomeno delle c.d. “magggiominoranze”)<sup>16</sup>, è vero anche che non ha molto senso nemmeno pensare alla maggioranza o alla minoranza come precostituite (e nemmeno come figlie del caso, però) e quindi pensare ad un *controllo di fatto necessariamente minoritario e solitario* (art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.) ancorato al solo potere di nomina.

Ed infatti *conditio sine qua non* – perché possa realizzarsi un controllo di fatto in capo a chi, pur non disponendo della maggioranza dei *voti esercitabili*, dispone perlomeno di *voti sufficienti* (in astratto) per esercitare un’influenza dominante nella situazione concreta – è che *il flottante sia assenteista*, donde le soglie di partecipazione e quindi i voti sufficienti per deliberare si abbassano; quando però questa condizione viene meno, come accade nelle società quotate, dove il flottante diventa *presente e organizzato* (ed organizzato vuoi in virtù del coordinamento svolto dagli investitori istituzionali ai fini della presentazione delle liste di candidati in sede di nomina, vuoi di quello svolto dal promotore di una sollecitazione o raccolta di deleghe di voto o di altra plausibile forma di orientamento dei voti in assemblea in sede di revoca<sup>17</sup>), viene meno anche la condizione stessa perché le maggioranze si abbassino, donde si innalza inevitabilmente la soglia di partecipazione necessaria per ottenere il controllo (solitario) di fatto.

Di qui, preso atto che la disciplina del “controllo” del codice civile presuppone, per potersi applicare, che questo potere si realizzi *in capo ad un solo soggetto* (in quanto presuppone che il potere derivi dalla grandezza della partecipazione sociale), accade che, ove il potere dovesse realizzarsi *in capo a più soggetti distinti*, non è che possa dirsi controllante chi decide soltanto la nomina<sup>18</sup> e non anche la revoca (o viceversa), bensì – al più – che il “controllo” possa spettare *congiuntamente a chi nomina e a chi non revoca*, ove abbia i numeri per farlo, *stante il concorso volitivo necessario anche di tali voti* per la stabilità degli amministratori.

Ma, trattandosi – al più – di un controllo congiunto o co-controllo, per quanto economicamente significativo ed influente sul ricambio (*recte*: sulla scelta e sul mancato ricambio) dei gestori, non per questo potrà dirsi giuridicamente rilevante ai fini dell’art. 2359-*bis* c.c. e successivi, neppure ove fondato su patti parasociali<sup>19</sup>; mentre non si

<sup>15</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell’amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2015, II, 47 ss., 54.

<sup>16</sup> Così L. ENRIQUES, *Quando i cda diventano terreno di conquista degli azionisti di minoranza*, in *La Repubblica, Affari e finanza*, 3 ottobre 2106.

<sup>17</sup> Si pensi all’imprevedibile successo, nell’emergenza pandemica, della figura del rappresentante designato ed ai numerosi tentativi da parte delle società di estenderne i poteri ben oltre quelli che gli sono propri (il cui *munus* è di fungere da *postino* delle istruzioni di voto ricevute dagli azionisti rappresentati, salvo espressa autorizzazione a discostarsene, ma sempre sulla base di istruzioni) ed al minore interesse suscitato invece dal voto per corrispondenza.

<sup>18</sup> In questo senso v. invece M. NOTARI, in M. NOTARI, J. BERTONE, *Sub art. 2359*, in *Comm. MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI*, Milano, 2008, 665 ss., a 714 ss., là dove, volendo stabilire “quali siano le deliberazioni da ritenere indispensabili per individuare il controllo” (di fatto), considera in linea di principio sufficiente la disponibilità della maggioranza dei voti “*esclusivamente per la nomina degli amministratori*”, sul presupposto che si tratterebbe di una “influenza dominante di rango debole”, ma comunque dominante (e quindi un controllo di fatto), potendo questi “prevalere nella conduzione della controllata”, avendo il “potere di imporre la propria volontà in senso positivo”.

<sup>19</sup> Per questa lettura v. invece, ma isolatamente, M. LAMANDINI, *Sub artt. 2359-2359 quinques*, in *Comm. NICCOLINI, STAGNO D’ALCONTRES*, I, Napoli, 2004, 403 ss.; e V. CARIELLO, «*Controllo congiun-*

esclude che possa esserlo a fini diversi, come accade per esempio:

(i) per il “controllo” rilevante ai fini dell’esonazione dall’opa obbligatoria di cui all’art. 106, comma 5, TUF o ai fini degli artt. 114/115 TUF, regole che – non a caso – sono all’origine della maggiore ampiezza della fattispecie di controllo da partecipazione ricavabile dagli enunciati dell’art. 93 TUF rispetto a quella del codice civile, pur inglobando l’art. 93 TUF gli enunciati dell’art. 2359, comma 1, n. 1 e 2, c.c.;

(ii) per il “controllo” rilevante ai fini della disciplina del consolidamento secondo gli IAS/IFRS 10 o di quella di cui al Regolamento sulle operazioni con parti correlate<sup>20</sup> (che vede nel controllo il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività), discipline che presuppongono entrambe una nozione *economica* e non giuridica di controllo e vedono le rispettive fattispecie parametriche più sull’esperienza del diritto antitrust, e non su quella del controllo del codice civile; e come accade anche, seppure per ragioni diverse:

(iv) ai fini della disciplina delle società a partecipazione pubblica (TUSPP)<sup>21</sup>, che dà rilevanza allo stesso controllo congiunto, e ciò in coerenza con la *ratio* di fondo del TUSPP – di avere riguardo ai “*principi di efficienza, efficacia ed economicità della pubblica amministrazione, nonché alle esigenze di contenimento della spesa e di salvaguardia delle risorse pubbliche*”<sup>22</sup> sottese alle norme di cui agli artt. 1, 4, 5 e 11 TUSP – principi ed esigenze da applicarsi alle società a controllo pubblico a prescindere dalla grandezza della partecipazione sociale delle PA controllanti.

---

to» e accordi parasociali, Milano, 1997, 130 ss. e soprattutto 144 ss.; e ID., *Dal controllo congiunto all’attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. società*, 2007, 1 ss., spec. 18 ss. Parzialmente diversa la posizione di V. DONATIVI, *I “confini” del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 553 ss., che distingue il «controllo congiunto» dal «controllo solitario da sindacato», considerando solo il secondo rilevante ai fini dell’art. 2359 c.c., e quindi riconducibile all’influenza dominante (578-579), e tiene distinte tali ipotesi dallo stesso «controllo concorrente» o «controllo plurimo disgiunto», non rilevanti invece ai fini dell’art. 2359 c.c., attribuendo un’influenza determinante – non dominante – a due o più soci titolari di un reciproco potere di veto e quindi di interdizione reciproca sull’attività e sulle decisioni della società controllata. Tali distinzioni sono riprese ed ampiamente sviluppate da M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, sul presupposto che non tutti i patti di sindacato diano luogo ad un controllo congiunto (354, nota 89), che il controllo congiunto sia funzionale a discipline diverse da quella civilistica del controllo (406) e che tra le «circostanze suscettibili di potenziare una partecipazione di minoranza», agli stessi fini dell’art. 2359 c.c., vi siano non solo elementi “di fatto” (quali l’assenteismo e il frazionamento del capitale) ma anche elementi “di diritto”, quali i patti parasociali, come i sindacati di voto (M. NOTARI, J. BERTONE, *op. cit.*, spec. 677 ss., cui si rinvia anche per ulteriori riferimenti al dibattito).

E si veda ora anche (non condivisibilmente) la Comunicazione CONSOB n. 01063441 del 13 settembre 2017, là dove non tiene conto della relatività della fattispecie alla disciplina civilistica (di diritto comune) del controllo e, per di più, riconduce ben tre discipline *diverse* ad uno *stesso* presupposto applicativo, là dove afferma che “chi ha nominato la maggioranza dei consiglieri di amministrazione (...) esercita il controllo (...) ai sensi degli artt. 2359, comma 1, n. 2, del codice civile e 93 del TUF, nonché ai sensi del Regolamento Consob OPC.”.

<sup>20</sup> Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, con le modifiche apportate dalla delibera n. 21396 del 10 giugno 2020, All. 1, sub 2.

<sup>21</sup> v. il d.lgs. n. 175/2016, Testo unico delle società delle società a partecipazione pubblica, che all’art. 2, lett. b) fa riferimento a “la situazione descritta nell’articolo 2359 del codice civile” aggiungendo che “Il controllo può sussistere anche quando, in applicazione di norme di legge o statutarie o di patti parasociali, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all’attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo”.

<sup>22</sup> v. F. GUERRERA, *Considerazioni in tema di controllo, controllo congiunto e controllo analogo nella disciplina del TUSP*, in *CNN*, Studio n. 228-2017/I, 3 ss.; e ora anche K. MARTUCCI, *La nozione di controllo pubblico nel Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2022, 117 ss.



Certo, dire che il controllo nelle società quotate possa spettare *congiuntamente*, non esclude che possa anche non: significa, quindi, soltanto *escludere* quegli *automatismi* che non siano di volta in volta giustificati dalla *ratio* della singola disciplina da applicare<sup>23</sup>. Se dunque ai fini della nomina – stanti il voto di lista e le c.d. *short slate* – la maggioranza degli amministratori potrebbe anche essere nominata da chi dispone di modeste soglie di partecipazione (es. 20%), siamo sicuri che, una volta nominati gli amministratori, *il nominante* riuscirebbe anche a decidere l'esito di una deliberazione di revoca, vuoi revocando i preposti che ha nominato, vuoi impedendo che altri (ad es. il mercato organizzato che dovesse coagulare il restante 70-80%) possa revocarli? Oppure si deve riconoscere che ormai, nel diritto azionario vigente, nelle società quotate, in presenza di assetti proprietari non concentrati<sup>24</sup>, le maggioranze necessarie e sufficienti per revocare gli amministratori potrebbero essere raggiunte soltanto dal mercato e non anche da questo o quel *nominante* solitario?

Stando così le cose, appare del tutto evidente come quel «termometro» rappresentato dalla *deliberazione di revoca*, lungi dall'essere derogabile o divenuto obsoleto nelle quotate, sia tuttora *lo* strumento fondamentale e decisivo per stabilire chi davvero controlla (o non controlla) la società, e ciò *proprio a fronte del voto di lista*. Di qui, lasciare che *di fatto*, in virtù della clausola simul stabunt simul cadent, *scompaia* la revoca del novero delle competenze assembleari rischia di essere un modo (preordinato? inconsapevole? insincero?) per sottrarre a quella data (fondamentale) verifica quella data società<sup>25</sup>.

Pertanto, pur nella consapevolezza dell'importanza che gioca il *voto di lista*, quale meccanismo (di formazione delle liste e dell'ordine del giorno; di votazione e di proclamazione dei risultati) che vale a rendere pluralistica la composizione degli organi collegiali della società per azioni – *recte: a garantire le condizioni perché sia resa pluralistica*, ma non è detto che sempre lo sia<sup>26</sup> – appare doveroso domandarsi se davvero invocare quello che vorrei chiamare (parafrasando il c.d. *whitewash*) il *vote-by-slate-*

<sup>23</sup> In tema di rapporti tra coordinamento e concerto, e sul rischio di automatismi in *materia* di OPA, v. le puntuali preoccupazioni di G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. MAUGERI, Milano, 2015, 109, spec. 125 ss.; v. anche ora art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti della Consob che esclude configurino “*di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico: [...] b) gli accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli articoli 147-ter e 148 del Testo unico, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza*”, su cui cfr. C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 ss. Per il dibattito sull'attivismo nel contesto degli Stati Uniti, si v. S.M. BAINBRIDGE, *The new corporate governance in theory and practice*, Oxford, 2008, 203 ss.

<sup>24</sup> O, come efficacemente si dice, a controllo “*fluidico*”; v. S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluidico”: prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 705 ss., alludendo a “*public companies* o società nelle quali i soci strategici (per tali intendendosi quelli che detengono una partecipazione superiore al dieci per cento) non sono più in grado, da soli o congiuntamente ad altri, di predeterminare l'esito dell'assemblea e di disporre stabilmente della maggioranza dei voti”.

<sup>25</sup> Nella giurisprudenza invece la prospettiva è completamente rovesciata, tanto che si legge che “*la richiesta di integrazione dell'Odg dell'assemblea...in quanto comportante ...la revoca di componenti del CDA e la loro contestuale sostituzione in senso parziale rispetto all'intera composizione del CDA, contrasti [sic!] con la disciplina legale e con lo Statuto dell'ente*” (v. *supra* Trib. Milano, 23 aprile 2018).

<sup>26</sup> Visto che la minoranza potrebbe anche non presentare una propria lista oppure la lista potrebbe non essere votata, donde gli amministratori c.d. di minoranza, nonostante il voto di lista, potrebbero anche non entrare affatto nel c.d.a. (ed altrettanto varrebbe per il collegio sindacale, ecc.).

*wash* o, meglio ancora, il voto-di-lista-*wash* possa giustificare sempre e comunque l'insediamento di una clausola simul stabunt simul cadent nel *corpus* dell'organizzazione corporativa della s.p.a., la quale, lungi dal lasciare *sostanzialmente immutata*<sup>27</sup> la pienezza delle prerogative dei soci, dovesse invece sottrarre all'assemblea quel fondamentale «termometro» per accertare il controllo di fatto, misurando la capacità della partecipazione sociale di attribuire la disponibilità di voti sufficienti a deliberare non solo la nomina, *ma anche la revoca* degli amministratori, la condizione per controllare essendo *il potere* di tenere “sotto scacco” gli amministratori, non già *il fatto* di averli nominati.

Non basta, pertanto, avere (avuto) “i voti” in quella data assemblea, occorrendo anche *pro-futuro* avere (ancora) la “disponibilità” degli stessi ed in misura tale da attribuire un'influenza dominante<sup>28</sup>, la quale è *stabile* in quanto è una situazione prognostica<sup>29</sup> che deriva (e non può che derivare, ai fini della disciplina del controllo contenuta nel codice civile) dal possesso (titolarità o altro diritto reale) delle azioni<sup>30</sup>, donde non si risolve nel mero *fatto* della nomina<sup>31</sup>, bensì nel *potere* di tenere “sotto scacco” gli amministratori, minacciando loro, appunto, la revoca come anche (almeno) la non approvazione del bilancio (arg. ex art. 2369, comma 4, c.c.).

Se dunque si condividono le riflessioni che precedono, in ordine all'irrinunciabilità di questo «termometro» per stabilire se c'è controllo della società, ci si deve domandare anche se legittimata dal diritto scritto sia *ogni e qualsiasi* clausola simul stabunt simul cadent per il solo fatto di essere stata prevista (regolata) dall'art. 2386, comma 4, c.c. oppure soltanto quelle sue *declinazioni che non abbiano per oggetto o per effetto*

<sup>27</sup> V. *supra* Trib. Roma, 5 giugno 1967 (nota 5) come anche gli Autori ivi citati.

<sup>28</sup> Che non è un *fatto*, bensì una *situazione* e come tale è proiettata nel futuro non già nel passato.

<sup>29</sup> L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, cit., 44 ss., 51 e *passim*; ID., *Commento all'art. 2359*, cit., 1264 ss., spec. 1267.

<sup>30</sup> Il che esclude, per esempio, che, ai fini degli artt. 2359-*bis* ss. c.c., possa considerarsi controllante chi eserciti i voti per delega oppure attraverso la partecipazione ad un sindacato di voto.

<sup>31</sup> La quale come fatto storico attiene al passato ed è inespressiva *pro futuro* dell'influenza dominante, visto che se il nominante non dispone dei numeri anche per revocare, i nominati si preoccupano piuttosto di assecondare gli umori di chi ha il potere di revocarli, non già quelli chi dopo averli nominati non li può più anche revocare. Estremamente limitata appare pertanto la valenza indicativa delle assemblee tenutesi *nel passato* per accertare *pro futuro* il controllo di fatto della società ai fini della disciplina civilistica del controllo, valendo soltanto a dare indicazioni sulla capacità deliberativa di una concreta società con i suoi specifici assetti proprietari e la sua storia di assenteismo, ma sul presupposto che il problema è di accertare, non già l'effettiva influenza ottenuta in passato, bensì la capacità giuridica di produrla ancora *in astratto e pro futuro in una concreta società*. Il che è tutta e solo una questione dominicale o di appartenenza (in questo senso v. L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, cit., 105 ss.): di appartenenza cioè di azioni in misura tale da approvare le deliberazioni tenendo conto della specifica composizione del capitale (art. 120 TUF), dell'eventuale ammontare delle azioni c.d. sindacate (art. 122 TUF) o di eventuali altre forme di “coordinamento” o “collaborazione” tra azionisti che vi si potrebbero opporre [art. 124-*quinquies* TUF (Politica d'impegno), a norma del quale “gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui (...) *collaborano con altri azionisti*, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno”], elementi i quali sono tutti di dominio pubblico [per quanto alcuni lo siano solo alla luce della specifica disciplina delle società quotate]. Non rileva invece, ai fini della prognosi, la considerazione di elementi imprevedibili e impronosticabili come il fatto che, se anche per dieci anni è stato sufficiente il 10% o il 20% per controllare la società, un'improvvisa partecipazione di soci normalmente assenti come anche un'incetta di deleghe di voto potrebbe elevare la maggioranza necessaria per deliberare: tutto dipende dal fatto di avere a che fare con un flottante disperso e disorganizzato – e come tale presumibilmente assenteista – oppure con un flottante organizzato, coordinato ed impegnato, come accade ormai dall'introduzione del *record date* nelle società quotate.

quello di alterare il (rigido) riparto di funzioni e competenze dell'organizzazione corporativa della società per azioni: come accade quando la cessazione dalla carica che fa scattare la clausola possa essere la decadenza dell'amministratore *per volontà del collega amministratore*<sup>32</sup>, secondo moduli organizzativi, quindi, che sono sconosciuti finanche alla s.a.p.a. (dove il collega – peraltro socio accomandatario – può impedire col suo veto la nomina del collega, ma non la revoca)<sup>33</sup> e che, nell'ambito di una società iscritta come s.p.a., non possono alterare il modello tradizionale, se non optando per un modello “alternativo” dualistico o monistico<sup>34</sup>, *quartum non datur*.

Appare, dunque, da prendere in seria considerazione l'ipotesi ricostruttiva (o demolitiva, se si vuole) secondo la quale vi sono ragioni di ordine sistematico e di ordine tipologico che inducono a ridimensionare il dato letterale, facendoci ritenere bensì legittimata la clausola *simul stabunt simul cadent* nel diritto azionario post-riforma organica, ma nelle sole ipotesi di *cessazioni non volontarie* (morte o sopravvenuta incapacità, interdizione, inabilitazione, incompatibilità con la carica dell'amministratore) e di *cessazione per revoca da parte dell'assemblea* di taluni amministratori, non invece di *decadenza provocata dal collega amministratore*, nella quale si risolvono le dimissioni volontarie<sup>35</sup>.

La cessazione *per revoca* da parte dell'assemblea<sup>36</sup> non comprometterebbe, infatti, quella possibilità di accertare il controllo di fatto in capo a chi nomina, che sarebbe compromessa invece in caso di *decadenza per dimissione del collega*, e consentirebbe pur sempre al consiglio di amministrazione di essere interamente rinnovato, quale effetto dell'operare della clausola<sup>37</sup>.

<sup>32</sup> Non si tratta quindi di negare che la cessazione dalla carica possa ben dipendere anche dalla *decadenza* e che ben possano istituirsi delle *cause statutarie di decadenza*, come correttamente rilevato da A. DALMARTELLO, *op. cit.*, 160; ma solo di negare che la decadenza possa essere statutariamente disposta in relazione ad *eventi che non siano di carattere obiettivo* (rispetto al singolo amministratore che ne viene colpito) bensì volontariamente determinati da chi provoca la decadenza, sottraendo la revoca alla competenza dell'assemblea per attribuirgli sostanzialmente a “taluni” componenti del c.d.a. In breve, si tratta di escludere la validità della clausola *solo quando la decadenza è determinata dalle dimissioni del collega* (come in effetti ammesso anche dal A. DALMARTELLO, *op. cit.*, 159), e non anche per altre cause.

<sup>33</sup> In questo ordine di idee v. anche G. FERRI JR., *Della società in accomandita per azioni*, in *Commentario Schlesinger*, diretto da D. BUSNELLI, Milano, 2020, 114 ss., che non a caso considera “la preclusione di cui all'art. 2369, 4° comma, c.c., incompatibile, ai sensi dell'art. 2454 c.c., e dunque ad essa inapplicabile, al più in relazione alla nomina degli amministratori, non anche in relazione alla loro revoca, né tanto meno all'approvazione del bilancio, alle quali invece troverà applicazione in via diretta”.

<sup>34</sup> Tra l'altro, in caso di opzione per il sistema monistico, le questioni di legittimità della clausola *simul stabunt simul cadent* sarebbero rese ancora più delicate dalla circostanza che la clausola sarebbe ad alto rischio di nullità ove confezionata in modo tale da fare conseguire alla cessazione di taluni la cessazione dell'intero consiglio – e quindi dello stesso Comitato per il controllo della gestione (CCG) – con conseguente scioglimento della società per impossibilità di funzionamento degli organi sociali.

<sup>35</sup> Similmente A. MAURIZI, *La clausola “simul stabunt simul cadent”*, cit., 162-163, per il quale – seppure per ragioni diverse da quelle indicate nel testo, come quella di evitare gli abusi che potrebbero derivare da dimissioni “convenientemente gestite” o “maliziose” – può prevedersi la decadenza automatica dell'intero consiglio quale effetto della cessazione di un singolo amministratore, solo ove l'evento che ne determini il venire meno non consista nelle dimissioni.

<sup>36</sup> Vuoi quella deliberata *ex art. 2364, comma 1, n. 2, c.c.*, vuoi quella d'ufficio, in seguito alla deliberazione di promuovere l'esercizio dell'azione di responsabilità, *ex art. 2393, comma 5, c.c.*

<sup>37</sup> Poca sensibilità sistematica per le ripercussioni organizzative della previsione statutaria della clausola *simul stabunt simul cadent* mostra di avere la giurisprudenza (chiamata in vero a decidere del carattere abusivo o meno delle dimissioni degli amministratori volte provocare un effetto equivalente a quello della revoca del collega), là dove afferma che “*la società, pur avvalendosi del sistema simul stabunt simul cadent*

3. *Il rinnovo parziale con voto di lista?* – D'altra parte, se anche il voto di lista trova certamente la sua più naturale esplicazione in occasione del rinnovo dell'intero consiglio, non per questo, in occasione di un rinnovo *solo parziale*, viene meno – per ciò solo – la possibilità di assicurare quella composizione pluralistica del consiglio che è assicurata invece dal voto di lista.

Siamo sicuri, infatti, che il voto di lista non possa applicarsi anche in assenza di un rinnovo totale, in occasione di una sostituzione soltanto parziale?

E perché mai, in altri termini, se venissero meno un amministratore espresso dalla maggioranza ed uno espresso dalla minoranza, non dovrebbe essere possibile votare e proclamare i nuovi amministratori attingendone uno alla lista<sup>38</sup> di maggioranza ed uno alla lista di minoranza? L'importante non è forse che *si ricorra ad un'unica deliberazione*?<sup>39</sup> E cioè ad un'unica deliberazione avente quale unico oggetto il contemporaneo rinnovo dell'intero consiglio o di quella sua porzione (di *almeno due* componenti) che si tratta di sostituire (per scadenza, revoca, dimissioni, decadenza, ecc.)?

D'altra parte, l'obbligo del voto di lista non preclude l'adozione di una clausola c.d. *staggered board* per la quale il rinnovo del consiglio non avviene tutto insieme all'unica scadenza (triennale) ma parzialmente ogni anno, donde, "fermo restando l'obbligo di presentazione delle liste, il diritto della lista di minoranza a vedere eletto almeno un suo rappresentante *non ricorrerà a ciascun rinnovo parziale* del consiglio, ma a uno solo di tali rinnovi (appositamente determinato)"<sup>40</sup>.

---

*per ottenere il risultato indiretto di estromettere l'attore dal consiglio di amministrazione, non si è sottratta all'onere di motivare la mancata riconferma nell'incarico, nell'evidente consapevolezza che essa dovesse comunque soggiacere alle regole della revoca dell'amministratore ex art. 2383 cc. In questa ipotesi, pertanto, devono trovare applicazione analogica, per ciò che attiene alla struttura, alla forma e agli elementi costitutivi della fattispecie, sia le norme del tipo giuridico impiegato (la revoca), sia le norme che ne regolano il risultato (l'indennizzo in caso di carenza di giusta causa), ravvisabili nell'articolo 2383, comma 3, c.c.". Si ragiona, infatti, come se l'unico problema che pone il rimpiazzo della revoca assembleare con una decadenza provocata da taluni componenti da altro organo fosse soltanto quello della presenza di una qualche motivazione della giusta causa del recesso (seppure accontentandosi della motivazione della mancata riconferma in luogo di quella della [mancata] revoca) o di un qualche indennizzo in caso di sua carenza, e non anche il vulnus alle logiche dell'organizzazione corporativa e del diritto azionario: ma non vi è chi non veda che non solo il rimpiazzo della revoca assembleare significa sostituzione del monitoraggio dei soci sugli amministratori con il monitoraggio dei soli amministratori se stessi, ma significa anche – nelle quotate – che le maggioranze che nominano la maggioranza degli amministratori non sono per nulla espressive di quelle che li possono revocare. Ne discende che il ricorso all'argomento *sostanzialistico* (che cioè seppure non revochi, è pur sempre l'assemblea che nomina) tanto caro alla giurisprudenza – e grazie al quale si ammetteva la validità della clausola nel diritto previgente – non ha più ragion d'essere oggi, alla luce del diritto azionario vigente nelle società quotate; d'onde un tale argomento, lungi dal potersi dare per scontato, necessita semmai di essere abbandonato o quanto meno riconsiderato.*

<sup>38</sup> Da valutare poi, in base alla circostanza che gli assetti proprietari siano rimasti o meno sostanzialmente invariati rispetto alla precedente assemblea, se non sia da attingere direttamente il proclamando dal nominativo successivo dei candidati più votati di ciascuna lista precedentemente presentata e votata; in arg. v. G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza: spunti per una riflessione*, in *Corr. giurid.*, 2007, 301 ss., che ben coglie il problema seppure sembri propendere per la soluzione negativa.

<sup>39</sup> Sulla importanza di salvaguardare "l'unicità della votazione sull'elezione degli amministratori" a fronte di usi per così dire alternativi del voto di lista, v. pure PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.

<sup>40</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *Art. 147-ter*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, tomo II, 4197 (corsivi aggiunti). Sul dibattito statunitense sull'argomento, si vedano in particolare: K.J. MARTIJN CREMERS, LUBOMIR P. LITOV, SIMONE M. SEPE, *Staggered Boards and Firm Value, Revisited, Working Paper*, consultabile all'indirizzo <http://www.ssrn.com/en/>, 2014, 1 ss.; LUCIAN BEBCHUK, *The Myth*

Oltretutto l'imposizione del voto di lista non comporta, quale effetto, la necessaria partecipazione della minoranza agli organi sociali<sup>41</sup>, ma soltanto l'adozione del meccanismo che è volto a garantire che la minoranza sia messa in condizione di prendervi parte; donde, se poi in concreto non vi prendesse parte, la composizione dell'ufficio è e resta pienamente legittima per il solo fatto che si sia ricorsi al voto di lista; il che dovrebbe valere anche ove si ammetta che possa ricorrersi al voto di lista in ipotesi di sostituzione parziale<sup>42</sup>: nel qual caso, se viene meno (solo o anche) l'amministratore di minoranza, allora si farà ricorso al voto di lista (essendo necessario garantire che un

---

*That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Columbia Law Review*, 2013, 1637 ss.; LUCIAN BEBCHUK, SCOTT HIRST, JUNE RHEE, *Towards the Declassification of S&P 500 Boards*, in *Harvard Business Review*, 2013, 157 ss.; ALMA COHEN, CHARLES C.Y. WANG, *How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, 627 ss.; LUCIAN BEBCHUK, ALMA COHEN, CHARLES C.Y. WANG, *Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, in *Working Paper*, consultabile all'indirizzo [www.nber.org](http://www.nber.org), 2011, 1 ss.; LUCIAN BEBCHUK, ALMA COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, in *Journal of Financial Economics*, 2005, 409 ss.; MIRA GANOR, *Why Do Managers Dismantle Staggered Boards?*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2008, 149 ss.; OLUBUNMI FALEYE, *Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 501 ss.; RICHARD H. KOPPEL, LYLE G. GANKSE, CHARLES T. HAAG, *Corporate Governance Out of Focus: The Debate over Classified Boards*, in *Business Lawyer*, 1999, 1023 ss.

<sup>41</sup> In questo senso v. invece G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza: spunti per una riflessione*, cit., 303, che ravvisa un vero e proprio "diritto" delle minoranze di eleggere un proprio amministratore, quale "risultato" che assicurerebbe l'art. 147-ter TUF.

<sup>42</sup> Per un indizio in tal senso v. l'esempio di clausola statutaria riportato da A. LANZA, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1971, 1009, nel quale si fa riferimento al voto di lista applicato addirittura alla cooptazione: "ove debba applicarsi il primo comma dell'art. 2386 c.c. il consiglio di amministrazione coopterà il candidato appartenente alla medesima lista dell'amministratore venuto a mancare, il quale abbia riportato il maggior numero di voti preferenziali dopo i candidati già eletti della medesima lista" (in arg. v. anche S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, in *quaderno Consob* n. 1, 2012, 7, nota 8; A. NEGRI-CLEMENTI, F. FEDERICI, *La "sostituzione" degli amministratori di società quotate cessati in corso di mandato: voto di lista, principio maggioritario*, in *Soc.*, 2011, 194 ss.). Ma attingere a tali liste, ove gli assetti proprietari siano rimasti sostanzialmente invariati, è soluzione che, se vale per la cooptazione, non vi è ragione perché non valga anche in ipotesi di sostituzione parziale da parte della assemblea; ove invece nel frattempo gli assetti proprietari fossero cambiati, non vi è ragione perché non possano presentarsi in assemblea nuove liste di maggioranza e di minoranza anche per la sostituzione parziale, l'unica condizione essendo che ci siano almeno un amministratore di maggioranza ed uno di minoranza da sostituire. La soluzione volta a valorizzare il comma 3 dell'art. 2386 (che fa cadere l'amministratore nominato "in sostituzione" insieme a quelli già in carica) e a consentire dapprima un rinnovo parziale senza voto di lista e poi, allo scadere dell'intero consiglio, il rinnovo integrale col voto di lista (in questo senso v. per es. F. BRIZZI, *op. cit.*), non solo rischia di essere troppo dispendiosa per la società che si vede costretta a convocare l'assemblea due volte in tempi ravvicinati (l'una per la revoca e sostituzione parziale ma senza il voto di lista, l'altra per il rinnovo integrale e con il voto di lista), ma rischia anche e soprattutto di rimuovere proprio quell'evento diretto (la mancanza di "taluni" amministratori) che la clausola stessa assume come decisivo per il prodursi dell'evento riflesso (la cessazione di tutti), rendendo praticamente impossibile il verificarsi dell'evento statutariamente presupposto. La sostituzione parziale col voto di lista è dunque la soluzione più in linea col sistema (in quanto rispettosa non solo del riparto di competenze nell'organizzazione corporativa, ma anche di quelle stesse istanze di composizione pluralistica dell'ufficio che sono garantite dal voto di lista) oltretutto più indolore sul piano pratico e dei costi di funzionamento dell'organizzazione dell'ente (non costringendo la società a tenere a breve una ulteriore assemblea per fare ricorso al voto di lista). D'altra parte, se si concorda sull'ipotesi ricostruttiva che considera valida la clausola simul stabunt simul cadent purché non a fronte di dimissioni volontarie, alla sostituzione parziale con voto di lista si addiverà solo in assenza di una clausola simul stabunt simul cadent valida, che imponga cioè la convocazione dell'assemblea per il rinnovo integrale con voto di lista ogni qual volta la mancanza di taluni sia involontaria (e quindi anche in ipotesi di revoca), la sostituzione parziale col voto di lista eliminando invece quella mancanza che fa scattare la clausola.

amministratore di minoranza possa essere eletto); in caso contrario (se cioè l'amministratore di minoranza è già eletto), sarà sufficiente una normale votazione secondo il principio maggioritario puro, perché gli amministratori da sostituire saranno tutti e soltanto di maggioranza (per quanto accreditati di indipendenza)<sup>43</sup>.

4. *Qualche considerazione conclusiva e qualche caveat* in punto metodo. – La revoca degli amministratori è (e resta) funzione *irrinunciabile* dell'assemblea ordinaria<sup>44</sup>, non solo perché così è tipicamente previsto dal rigido riparto corporativo delle competenze dell'organizzazione della società per azioni nel modello tradizionale di amministrazione e di controllo (art. 2364 c.c.), ma anche perché la revoca funge come si è visto da «termometro» necessario per accertare il controllo di fatto (art. 2359 c.c.)<sup>45</sup>.

La clausola simul stabunt simul cadent (art. 2386, comma 4, c.c.) è (e resta) quindi certamente *legittima* ove l'effetto della cessazione dell'intero consiglio *non sia* conseguenza di dimissioni volontarie (ciò che renderebbe la condizione risolutiva meramente potestativa e come tale non apposta) o, ciò che è lo stesso, *sia* conseguenza di cause di cessazione ispirate “ad una condizione di necessità” (come la morte o il verificarsi di una vera e propria incapacità). Al contrario una clausola statutaria congegnata per espungere la competenza assembleare di revoca dal paniere delle prerogative dell'assemblea ordinaria sarebbe *illegittima*: vuoi perché in contrasto con il contenuto tipologicamente essenziale dell'organizzazione corporativa della s.p.a. secondo il modello tradizionale, l'unica *alternativa* al quale essendo, appunto, l'adozione del sistema monistico o del sistema dualistico (art. 2380 c.c.); vuoi perché impedirebbe di appurare se vi è controllo della società (art. 2359 c.c.).

L'impatto sistematico e tipologico della disciplina speciale delle *società quotate* sulla clausola simul stabunt simul cadent si deve cogliere allora in relazione all'art. 2325-bis c.c. Se infatti le norme del codice civile si applicano alle società quotate “*in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali*”, detto impatto non sarà nel rendere inapplicabili alle società quotate le norme di cui agli artt. 2385 e 2386 c.c. in tema di cessazione e di sostituzione degli amministratori, ivi comprese quelle che consentono la previsione statutaria della clausola simul stabunt simul cadent, atteso che sull'applicabilità delle suddette norme alle società quotate nessuna norma ha “diversamente disposto”. Sarà, invece, nel rendere bensì appli-

<sup>43</sup> Cfr. in arg. N. CIOCCA *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 356 ss., spec. 360; M. NOTARI, M. STELLA RICHTER JR., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Soc.*, 2006, 533 ss.; M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 205 ss., 241; v. anche A. NEGRI-CLEMENTI, F. FEDERICI, *op. cit.*, 194 ss.

<sup>44</sup> In questo senso v. anche N. ABRIANI, P. MONTALENTI, *Il rapporto di amministrazione*, in *Le società per azioni*, in Trattato di diritto commerciale diretto da G. COTTINO, Cedam, Padova, 2010, 597, per i quali, mentre il diritto al risarcimento può essere oggetto di rinuncia preventiva da parte dell'amministratore, “all'opposto, la facoltà di revoca da parte della società è ritenuta inderogabile”, donde “si esclude (...) la legittimità di ogni clausola statutaria volta ad ostacolarne o a renderne più gravoso l'esercizio e si dubita finanche della validità di patti parasociali limitativi” del diritto di votare a favore della revoca.

<sup>45</sup> Che in tanto è *stabile*, in quanto è una situazione prognostica, e lo è perché la “disponibilità dei voti” deriva (e non può che derivare ai fini della disciplina del controllo del codice civile) dal possesso delle azioni e quindi si risolve nel *potere* di tenere “sotto scacco” gli amministratori, minacciando loro, appunto, la revoca, come anche (*almeno*) la non approvazione del bilancio (arg. ex art. 2369, comma 4, c.c.), ma non solo.

cabili dette norme alle società quotate, ma ciò *solo in coerenza con* la disciplina espressamente dettata per tali società.

La libertà statutaria di introdurre la clausola *simul stabunt simul cadent* sussiste, insomma, per tutte le società per azioni, ma pur sempre *entro certi limiti*.

Limiti da ritagliarsi allora, per le società per azioni di diritto comune, *tutti e soltanto* all'interno degli spazi individuati dalle norme del codice civile dettate in tema di riparto corporativo delle competenze (in ciascuno dei tre sistemi di amministrazione e di controllo) e in tema di controllo societario (art. 2359 e ss. c.c., ivi compreso l'art. 2369, comma 4, c.c.). Per le società quotate, da ritagliarsi *anche* alla luce di quanto disposto dalle norme (del codice civile e delle leggi speciali) dettate specificamente per le società quotate, ed in particolare quindi – per quello che più interessa in questa sede – *in coerenza con* le disposizioni sul *record date* e sul voto di lista<sup>46</sup>, che tanto hanno modificato la morfologia del controllo societario degli emittenti<sup>47</sup>.

Certo, *il fatto* della nomina della maggioranza degli amministratori non è indifferente ai fini dell'allocazione del potere nell'organizzazione societaria e nel gruppo. Chi nomina, ma non ha anche il potere di revoca degli amministratori, seppure *non controllati*, riesce comunque – scegliendo la maggioranza degli amministratori della holding – ad ottenere che gli stessi possano “infeudarsi”<sup>48</sup> e, quindi, a porli nella condizione di

<sup>46</sup> Da leggersi in relazione anche alle disposizioni su assetti proprietari, patti parasociali, politica di impegno ecc.

<sup>47</sup> Riduttiva (e fuorviante) appare dunque la visione giurisprudenziale secondo la quale “*la validità della clausola, espressamente riconosciuta dall'art. 2386, comma 4, c.c., incontra il limite del canone di buona fede, con la conseguenza della configurabilità del carattere abusivo o strumentale della vicenda decadenziale ogni qualvolta le dimissioni di quell'amministratore o di quegli amministratori capaci di provocare la decadenza di tutto l'organo di gestione siano dettate unicamente o prevalentemente dallo scopo di eliminazione (...) degli amministratori sgraditi, in assenza di giusta causa, e quindi eludendo l'obbligo di correzione degli emolumenti residui, o più in generale di risarcimento del danno, che spetterebbero loro se cessati dalla carica per revoca*” (Trib. Milano, Sez. spec. Impresa, 14 gennaio 2020 (ud. 07/02/2019, dep. 14/01/2020), n. 247), e riduttiva perché non vede altro limite che quello derivante dal canone di buona fede, declinato, tuttavia, senza alcuna sensibilità per il sistema del diritto azionario e lo specifico tipologico della s.p.a., su cui impatta invece la clausola *simul stabunt simul cadent* (organizzazione corporativa della spa).

Di qui, se è certamente vero che “*la clausola in parola è finalizzata a mantenere costanti, a livello di organo gestorio, gli equilibri interni originariamente voluti e cristallizzati secondo una determinata configurazione nella delibera assembleare di nomina*” (v. per tutti Trib. Milano, 28 luglio 2010, in *Soc.*, 2011, 151) e che dunque ha “*l'effetto di caratterizzare intrinsecamente il rapporto amministratore-società, funzionando da stimolo alla coesione dell'organo gestorio...*” (Trib. Milano, Sez. spec. Impresa, 14 gennaio 2020, (ud. 07/02/2019, dep. 14/01/2020), n. 247), non per questo è sostenibile che ciò si verifichi “*poiché ciascun amministratore è consapevole che le dimissioni di uno/alcuni degli altri determinano la decadenza dell'intero consiglio e, nel contempo, può contribuire a quella decadenza, quando in disaccordo con gli altri*” (Trib. Milano, Sez. spec. Impresa, 14 gennaio 2020, cit.), perché se così fosse, la clausola in parola – in principio legittima – finirebbe piuttosto, col pretesto di preservare *gli equilibri interni all'organo gestorio*, per *scardinare l'organizzazione corporativa* della società per azioni, consentendo a ciascun amministratore o a taluni amministratori di determinare con le proprie dimissioni la decadenza dell'intero consiglio o, ciò che è lo stesso, di impedire all'assemblea di esercitare quelle funzioni (revoca) che la legge assegna, invece, inderogabilmente a tale ufficio.

<sup>48</sup> Impiego il vocabolo nel significato che può farsi risalire alle origini del dibattito che ha accompagnato in Italia (allora mancata) introduzione delle azioni a voto plurimo; v. per tutti, a proposito del c.d. “*infeudamento*” da parte dei dirigenti e soprattutto delle banche nell'industria: A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 765 ss., ivi a 777; A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929 s.; C. VIVANTE, *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. banc.*, 1925, 548, nota 1; ID., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, 429 ss. (e anche in *Riv. banc.*, 1926, 60 ss.); ID., *Proposte per la disciplina delle azioni a*

scegliere, a loro volta, l'amministratore delegato e gli altri operativi e, per questa via, esercitare l'attività di direzione e coordinamento, quale attività tipicamente gestionale, sulle società controllate sottostanti.

Ma il *governo* degli amministratori non toglie – se non c'è un controllante che li tiene “sotto scacco” – che quel governo sarà espressione *consociativa* dell'equilibrio che in quel dato momento si è creato tra un nominante (o anche più d'uno) e il mercato, equilibrio destinato a cadere o a perdurare a seconda di quanto quell'equilibrio sia “equilibrato”, ma con tutte le conseguenze che ne possono derivare in ordine alla precarietà/fluidità di tale equilibrio<sup>49</sup>, alla relatività/fluidità delle espressioni “maggioranza” e “minoranza” e, soprattutto, alla stessa difficoltà di individuare le c.d. “parti correlate” onde assoggettarle alla relativa disciplina<sup>50</sup>.

La direzione e coordinamento, in altri termini, presuppone il controllo, nel senso che si presume che la stessa vi sia quando vi è controllo (art. 2497-*sexies* c.c.), ma non è detto che sia sempre e necessariamente così: e ciò non solo perché tra i due fenomeni non vi è corrispondenza biunivoca, stante la possibilità di provare il contrario nonostante il controllo, ma anche perché in realtà nelle società quotate, alla luce di tutto quanto precede ed in presenza di una iniziativa imprenditoriale unitaria, la direzione e coordinamento è tutta e solo una questione di “infeudamento”<sup>51</sup>.

Una conclusione questa che, a ben guardare, potrebbe giovare anche al corretto inquadramento di un'altra dibattuta questione, avente per oggetto una pratica sulla quale pure si è sviluppato un fronte di discussione, incentrato questa volta – contrariamente alla clausola simul stabunt simul cadent – anche sulla legittimità della pratica stessa<sup>52</sup>. E giovarvi riconoscendo, appunto, che si tratta pur sempre di una questione di “infeudamento”. Alludo al tema della *lista di candidati proposta dal consiglio di amministrazione uscente*, che non è altro che una diversa prospettiva dalla quale osservare lo stesso fenomeno: quello del ricambio dei gestori nell'organizzazione corporativa della società per azioni, quandanche quotata o assoggettata a un ordinamento sezionale.

Non è questa la sede per approfondire, mi limiterò solo a qualche considerazione in punto di metodo.

*voto multiplo, ivi*, 1925, 58 ss. In arg. v. anche, di recente, V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.

<sup>49</sup> Suscettibile di cambiare, per esempio, anche se cambia – non la misura della partecipazione di chi nomina la maggioranza degli amministratori, bensì – soltanto la composizione del restante azionariato (mercato).

<sup>50</sup> v. *Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate* (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni).

<sup>51</sup> Il “controllo” infatti (o “influenza dominante”) è *altro* dalla “attività di direzione e coordinamento”, che è una funzione *soltanto eventuale* la quale va oltre l'influenza dominante e si colloca, non sul piano (statico) dell'appartenenza, ma su quello (dinamico) dell'esercizio dell'attività imprenditoriale unitaria delle società del gruppo; il piano, se si vuole, dell'*alta gestione dell'impresa*, com'è comprovato dalla circostanza stessa che tale funzione, quando si verifica, deve essere governata da “principi di *corretta gestione* imprenditoriale e societaria” (art. 2497 c.c.). Una funzione quindi che “è pur sempre prerogativa dell'organo amministrativo della società *holding*” – e non, si badi, dell'assemblea e tanto meno dei soci – e che “si traduce in un potere di indirizzo dell'azione degli altri organi amministrativi. Ma ciò non ha alcun collegamento con una ipotetica attribuzione agli azionisti in assemblea di un ruolo «sovrano» all'interno della società” (così, condivisibilmente, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, a p. XLI).

<sup>52</sup> Si tratta di una discussione sollecitata dalla stessa Consob, con un recente Richiamo di attenzione, le cui considerazioni dichiaratamente “prescindono da ogni valutazione sulla legittimità”, lasciando evidentemente ad altri una siffatta valutazione.



Ragioni di efficienza, di opportunità e soprattutto di autovalutazione degli amministratori sono quelle spese dagli studiosi a sostegno della desiderabilità di tale prassi: argomentata vuoi sulla base del dato economico – d’onde il ricorso alla stessa sarebbe preferibile nelle società caratterizzate “dall’assenza di assetti proprietari concentrati ed elevato flottante”<sup>53</sup> –; vuoi sulla base del dato giuridico della *ratio* del voto di lista, quale meccanismo di elezione del c.d.a.

Si tratta in vero di ragioni di opportunità sulle quali si potrebbe anche, nel merito, talora convenire, se non fosse che il dibattito risulta viziato nel metodo – agli occhi di chi scrive – da almeno due insincerità di fondo:

(i) il suo non affrontare la vera questione giuridica – questa sì di vertice – se l’organizzazione corporativa della società per azioni italiana non sia stata “abrogata” – per così dire – per desuetudine, nel momento in cui la gestione finisce per estendersi anche alla poltrona dei gestori<sup>54</sup>;

(ii) come mai non si usino gli stessi pesi e le stesse misure per affrontare la stessa questione a proposito del sistema monistico, dove il diritto scritto attribuisce effettivamente al CDA la competenza (art. 2409-*octiesdecies*, comma 1, c.c.) – e quindi anche la corrispondente responsabilità professionale – a scegliere i controllori (*i.e.* quegli amministratori che sono anche preposti al CCG)<sup>55</sup>, ma le prassi caldegiate (dall’auto-

<sup>53</sup> Lo si evince da CONSOB, Richiamo di attenzione – La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio, 21 gennaio 2022, n. 1/22.

<sup>54</sup> Ed invece il dibattito si è confrontato soltanto con le questioni puramente *strutturali* della composizione del c.d.a. alla luce del voto di lista, ma ha tralasciato completamente le questioni *funzionali* del riparto corporativo delle competenze nella s.p.a. e degli stessi pesi e contrappesi che lo caratterizzano nel diritto azionario italiano. Così la nozione di “minoranza” di cui all’art. 147-*ter* TUF è stata letta, nell’ambito di tale dibattito, senza considerare che la stessa minoranza al pari della maggioranza è già *infeudata nel c.d.a.*: il che non significa – si badi – identificare il CDA con la “maggioranza” – il CDA essendo già comprensivo *sia della maggioranza, sia della minoranza* – bensì significa riconoscere, almeno nelle società a controllo fluido, che la proposta del c.d.a. possa essere *anche di minoranza*, quandanche votata in assemblea soltanto dalla minoranza: segno evidentemente questo di una qualche forma di intesa o interessenza tra amministratori di maggioranza e di minoranza, quale potrebbe evincersi dal fatto stesso che la lista proposta dal c.d.a. è *lunga* e come tale capace di completare l’intero collegio, quasi che la lista *corta* sia stata – per così dire – già inglobata nella *lunga*, evitando così agli investitori istituzionali quei costi di informazioni e di *engagement* che altrimenti potrebbero scoraggiare il loro attivismo. Il che pone – nell’uno e nell’altro caso – il problema della parità di trattamento tra azionisti *infeudati* e *non*, tanto più che agli infeudati non si applicherebbero nemmeno quella eccezionalità e quelle cautele da tener presenti nella conduzione di dialoghi selettivi degli amministratori con gli azionisti (su cui v. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.).

D’altra parte la stessa idea, secondo la quale la lista proposta dal c.d.a. possa essere più di ogni altra lista fondata su procedure definite, trasparenti e rispondenti a esigenze anche di indipendenza (in linea col *Richiamo di attenzione* Consob), rischia di essere illusoria, ove l’indipendenza si riduca al mero fatto di essere la proposta approvata da “indipendenti” (comitato nomine). Ed infatti, per quanto indipendenti, tutti gli amministratori in carica sono pur sempre *incumbent* e, quindi, da un lato suscettibili di sostituzione in occasione del rinnovo dell’organo e, come tali, condizionati da un interesse personale alla riconferma; dall’altro lato possono trovarsi – a differenza di eventuali *insurgent* – avvantaggiati – loro sì – nel disporre delle informazioni sociali, e delle stesse risorse sociali per valutare ed informare i soci circa le loro valutazioni, e ciò senza che alcuna regola del diritto scritto o dell’autodisciplina abbia minimamente sfiorato un tema di così grande momento (e ciò, nemmeno a fronte di una sollecitazione delle deleghe di voto ad opera degli amministratori o dell’emittente, diversamente dall’ordinamento statunitense: v. per es. la trasparenza informativa circa i costi della sollecitazione che devono essere dichiarati nell’*Item 4 della Schedule 14A [Rule X-14]* in materia di sollecitazione di deleghe).

<sup>55</sup> E lo fa proprio per colmare con la responsabilità professionale quel *deficit* di stabilità reale “rafforzata” (mutuo l’espressione a SPADA, *Diritto commerciale, II, Elementi*, 2009, p. 43) che caratterizza i controllori del sistema monistico in quanto amministratori.

disciplina e dagli statuti con l'avallo degli studiosi) vanno invece nel senso opposto, di derogare a questa regola rimettendo *all'assemblea (irresponsabile)* la scelta dei controllori *anche nel sistema monistico*<sup>56</sup>.

Il che significa non solo privare il modello alternativo della sua specificità rispetto al tradizionale, ma addirittura privare il CDA della sua tanto auspicata *responsabilità professionale*, e ciò proprio là dove la responsabilità è la conseguenza di una competenza espressamente prevista e costituisce – sul piano sistematico e tipologico – il tratto distintivo e direi proprio il punto di forza del sistema monistico rispetto al tradizionale.

Nulla osta, dunque, se si intende trapiantare nel diritto societario italiano pratiche mutate dal diritto statunitense, a comprimere ulteriormente le prerogative dei soci e le competenze dell'assemblea almeno nelle società quotate. L'importante è che lo si faccia in modo dichiarato, verificando se sia davvero legittima una tale prassi nel nostro ordinamento<sup>57</sup> e, ove non lo fosse, modificando il diritto scritto ed introducendo con tale prassi anche i contrappesi che la accompagnano nel diritto statunitense.

Non convincente, invece, è continuare a giustificare con gli stessi argomenti delle soluzioni in contraddizione tra loro e ad evitare di estendere il dibattito al vero cuore – sistematico e tipologico – del problema.

---

<sup>56</sup> Si tratta di soluzioni che sono imposte dal diritto settoriale bancario e assicurativo (v. per es. banca Intesa Sanpaolo e Cattolica Assicurazioni), ma che non per questo sono (ed anzi già solo per questo non potrebbero esserlo automaticamente) recepibili nel diritto comune, se non provandone la compatibilità con il *proprium* del sistema monistico, quale si ricava dal diritto scritto.

<sup>57</sup> E a me pare che non lo sia, nonostante che per lo più si dica che lo sia, ma con affermazioni soltanto *en passant*. La stessa Consob, nel suo Richiamo di attenzione, afferma che “Le considerazioni di seguito svolte prescindono da ogni valutazione sulla legittimità, *ai sensi dell'art. 147-ter del TUF*”; né potrebbe essere diversamente, stanti le competenze della Consob. Il che non esclude affatto – ed anzi impone – che siano altri a valutare la questione *funditus, in coerenza con l'intero contesto tipologico e sistematico del diritto azionario*. Il problema è piuttosto che il sistema è pensato sul presupposto che le proposte le facciano gli azionisti e non gli amministratori; che siano approvate dagli azionisti, e non dagli amministratori: cui anzi è vietato votare sulla propria rielezione, e ciò non tanto perché tipicamente in conflitto di interessi (dove basterebbe il rispetto del rito di cui all'art. 2391 c.c. come proposto oggi dalla dottrina), bensì perché gli è vietato auto-perpetuarsi in carica *con le risorse sociali* (diversamente nel sistema americano, dove anche agli *insurgent* è dato a certe condizioni un rimborso delle spese sostenute nell'interesse sociale), laddove invece con tale prassi gli amministratori non solo aggirerebbero tali limiti, ma senza nemmeno rischiare di dovere fare un'opa obbligatoria, rischio che graverebbe invece solo sugli azionisti (ma solo se agiscono di concerto tra loro, e non se agiscono di concerto con gli amministratori).

# OSSERVAZIONI IN TEMA DI REVOCA PER GIUSTA CAUSA DEGLI AMMINISTRATORI DI SOCIETÀ DI CAPITALI \*

di *Vincenzo Di Cataldo e Serenella Rossi*

SOMMARIO: 1. La revoca degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. – 2. La giusta causa di revoca: le ragioni soggettive ed oggettive. – 3. La “oggettiva” rilevanza della giusta causa di revoca e i profili “soggettivi” del rapporto fiduciario. – 4. Il dissenso sulle scelte di gestione. – 5. Giudizio sulla giusta causa di revoca e cause di revoca non menzionate dalla delibera. – 6. Un parallelo con la giusta causa di licenziamento del lavoratore subordinato? – 7. L’inevitabile incompletezza dell’informazione dei soci al momento della delibera di revoca. – 8. Le ragioni sostanziali di debolezza dell’orientamento giurisprudenziale. – 9. Assemblea, soci e nuovi amministratori: tre soggetti diversi o un unico soggetto?

1. *La revoca degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l.* – Nella società per azioni gli amministratori sono liberamente revocabili dall’assemblea che li ha nominati. Il terzo comma dell’art. 2383 c.c. sottolinea l’ampiezza di tale facoltà stabilendo che essa è concessa all’assemblea “in qualunque tempo” ed escludendo altresì che la derivazione della loro nomina dall’atto costitutivo possa rappresentare un limite alla loro revocabilità<sup>1</sup>. Nemmeno l’assenza di giusta causa condiziona l’esercizio di tale facoltà, ma genera soltanto un obbligo per la società di risarcire il danno all’amministratore revocato.

Si discute se la disposizione in esame sia applicabile per analogia alla revoca degli amministratori di società a responsabilità limitata, considerato che la disciplina di questo tipo sociale non vi effettua alcun esplicito rinvio, limitandosi a richiamare i soli quarto e quinto comma dell’art. 2383 c.c., relativi all’atto di nomina degli amministratori (art. 2475, 2° comma, c.c.), e si occupa soltanto della revoca cautelare prevista nell’ambito dell’esercizio dell’azione sociale di responsabilità (art. 2476, 3° comma, c.c.).

Ed invero, se la giurisprudenza prevalente si esprime a favore dell’applicazione analogica nel caso di specie<sup>2</sup>, resta qualche riserva in relazione alla componente personalistica presente nella disciplina organizzativa della s.r.l. e alla stessa possibilità, concessa ai soci, di accentuarla ulteriormente con regole statutarie dedicate, ciò che potrebbe porre in dubbio la piena coerenza della disciplina della revoca degli amministratori di s.p.a. con il contesto in cui è destinata a trovare applicazione<sup>3</sup>.

---

\* Il presente saggio è frutto di una riflessione comune degli autori. I paragrafi da 1 a 4 sono stati redatti da Serenella Rossi; i paragrafi da 5 a 9 sono stati redatti da Vincenzo Di Cataldo.

<sup>1</sup> Rafforza l’assolutezza con cui è garantita la libertà dei soci di revocare gli amministratori la ritenuta inderogabilità della norma in esame su cui v. F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 48, ove, alla nota 81, riferimenti di giurisprudenza conforme.

<sup>2</sup> Cfr. Trib. Milano, 12 marzo 2013, in *Società*, 2013, 791; Trib. Napoli, 14 settembre 2011, in *Società*, 2011, 1342; Trib. Arezzo, 18 ottobre 2011, in *Società*, 2011, 1342.

<sup>3</sup> Così Trib. Roma, 28 febbraio 2019, in *www.ilcaso.it*. La pronuncia citata considera anche la possibili-

Rilevano a tal fine sia la regola per la quale, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, l'amministrazione è affidata ad uno o più soci (art. 2475, 1° comma, c.c.), sia la possibilità che gli amministratori siano nominati a tempo indeterminato (stante l'assenza di regole che pongano limiti legali alla durata del mandato). Senza dire della possibilità concessa ai soci di optare per un'amministrazione pluripersonale nelle forme dell'amministrazione disgiuntiva o congiuntiva (art. 2475, 3° comma, c.c.), e con applicazione degli artt. 2257 e 2258 c.c., strutturando i processi che governano l'azione amministrativa in termini strettamente analoghi a quanto previsto per le società di persone.

Ciò considerato, e soprattutto ove l'atto costitutivo abbia introdotto regole capaci di orientare ulteriormente in senso personalistico l'organizzazione della s.r.l., ci si chiede se non debba essere preferita l'applicazione della disciplina delle società di persone, con l'effetto di consentire la revoca dell'amministratore secondo l'art. 2259, 1° comma, c.c., e pertanto solo per giusta causa se si tratti di amministratore nominato con il contratto sociale,<sup>4</sup> o secondo il richiamato art. 1726 c.c. in tema di mandato collettivo – e quindi con il consenso di tutti i soci, salvo che ricorra una giusta causa – se l'amministratore sia stato nominato con atto separato<sup>5</sup>.

Tuttavia, la mera presenza di elementi personalistici nella disciplina della s.r.l., anche ove accentuati dalle previsioni statutarie, potrebbe non bastare a giustificare un'indiscriminata applicazione delle regole in tema di società di persone alle fattispecie non regolate dalla disciplina della s.r.l. perché ogni operazione di applicazione analogica richiede sempre, nello specifico, la verifica dell'*eadem ratio*. Pare infatti che la maggiore protezione offerta dalla disciplina delle società di persone all'interesse del socio-amministratore a conservare l'incarico amministrativo possa trovare spiegazione nel fatto che quella stessa disciplina riconosce a ciascun socio il potere di amministrare. Nelle società di persone, infatti, ogni socio è di diritto amministratore e la revoca dall'incarico amministrativo rappresenta una compressione di quel diritto, tanto da essere consentita in termini molto restrittivi, cioè solo per giusta causa o con il consenso del titolare.

Non così, invece, nella s.r.l. dove, secondo la disciplina legale, gli amministratori devono sì essere scelti tra i soci se l'atto costitutivo non dispone diversamente, ma senza che ciò comporti per ogni socio il diritto di amministrare, salvo il caso in cui tale diritto sia espressamente attribuito ad uno o più soci dall'atto costitutivo come "diritto particolare" in base all'art. 2468, 3° comma, c.c.

Non solo, ma recenti riforme (si pensi in particolare alle nuove regole introdotte per

---

tà, concessa ai soci di s.r.l., di attribuire, tra i "particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società" di cui all'art. 2468, 3° comma, c.c., il diritto di amministrare (che potrebbe a questo punto essere rimosso solo con il consenso unanime dei soci secondo il 4° comma del citato articolo) o il diritto di nominare e revocare uno o più amministratori. In questi casi la disciplina della revoca dell'amministratore dovrebbe essere necessariamente adattata alle speciali previsioni volute dai soci nell'ambito della configurazione dei diritti particolari che siano stati riconosciuti a taluno di essi.

<sup>4</sup> Cfr. Trib. Roma, 28 febbraio 2019, cit.

<sup>5</sup> Su questi problemi cfr. V. SANGIOVANNI, *La revoca dell'amministratore di s.r.l.*, in *Giur. merito*, 2007, 1381 ss. (in particolare a 1384 ss.) che pare concludere in generale, e quindi a prescindere dall'impronta personalistica eventualmente impressa dall'atto costitutivo alla società, per l'applicazione analogica della disciplina della revoca dell'amministratore di società di persone, aggiungendo che ciò consentirebbe anche a ciascun socio di chiedere la revoca giudiziale dell'amministratore per giusta causa (art. 2259, 3° comma, c.c.). Si veda anche M. ROSSI, *La revoca degli amministratori di s.r.l.*, Milano, 2012, 21 ss.

la s.r.l. dal Codice della crisi) stanno riportando anche il tipo della società a responsabilità limitata verso una configurazione più marcatamente capitalistica, soprattutto per ciò che riguarda l'organizzazione e i processi in cui si attua la funzione amministrativa (v. l'art. 2475, ult. comma, c.c. che estende alla s.r.l., per quanto possibile, l'art. 2381 c.c.), ciò che potrebbe oggi portare a preferire l'applicazione delle regole previste per la s.p.a. ai casi non regolati dalla disciplina della s.r.l. relativi alla composizione e al funzionamento dell'organo amministrativo.

Ciò non toglie che l'interpretazione dell'art. 2383 c.c. possa e, per certi versi, debba essere adattata alle peculiarità del modello della s.r.l., e ciò vale a maggior ragione se si considera che quella disciplina ruota intorno alla nozione di "giusta causa", che ha in sé una specifica vocazione ad essere costruita, modulata e specificata in relazione alle situazioni di contesto.

Sul tema della giusta causa di revoca dell'amministratore, questo studio si limiterà ad indagare due specifiche questioni e cioè con quali criteri debba essere individuato il perimetro delle fattispecie che possono integrare la "giusta causa" di revoca e se la presenza della giusta causa di revoca (che deve essere controllata all'interno del giudizio avviato dagli amministratori per conseguire il risarcimento) debba essere verificata facendo riferimento esclusivo agli elementi considerati nella delibera con la quale l'amministratore è stato revocato, o se, invece, la società convenuta in giudizio possa addurre come fatti rilevanti anche fatti non menzionati come tali dalla delibera stessa<sup>6</sup>.

*2. La giusta causa di revoca: le ragioni soggettive ed oggettive.* – Capire la portata, la natura e l'estensione delle situazioni idonee ad integrare la fattispecie della giusta causa di revoca dell'amministratore di società di capitali risulta l'operazione interpretativa più complicata nell'interpretazione della disciplina. E l'impiego, in tal caso, di una clausola generale richiede all'interprete di individuarne i caratteri in relazione al contesto in cui viene evocata e alle caratteristiche funzionali del rapporto in cui è destinata ad operare.

Sul punto la giurisprudenza di merito e di legittimità ha ormai orientato la propria interpretazione concentrandosi sul deterioramento del *pactum fiduciae*, quindi sul venir meno della fiducia che i soci ripongono nelle capacità dell'amministratore di realizzare al meglio gli interessi che gli sono affidati.

Pertanto, il novero dei fatti, dei comportamenti e delle situazioni che possono essere considerati giusta causa di revoca nel caso di specie è concordemente ritenuto più ampio di quello riferibile agli atti di inadempimento ai doveri inerenti alla carica amministrativa. Il deterioramento del rapporto fiduciario può conseguire, infatti, anche a situa-

---

<sup>6</sup> Non saranno esaminati tanti altri interrogativi. Tra questi, va almeno segnalato che, nonostante la lettera della legge, è da verificare se l'assenza di giusta causa dia diritto all'amministratore revocato di ottenere un vero risarcimento del danno o non piuttosto un indennizzo. È difficile pensare ad un risarcimento del danno come effetto di un atto lecito. Ed il punto non ha solo una valenza teorica, perché, se di risarcimento si tratta, i criteri di liquidazione del danno saranno quelli previsti dalle norme codicistiche (art. 1223 ss. c.c.) che tuttavia dovrebbero essere applicati al caso con attenzioni particolari, in ragione delle specificità dell'ambiente societario in cui il tema si colloca; se, invece, si tratta di indennizzo, la sua liquidazione non può contare su norme *ad hoc* e deve volgersi in una direzione diversa e ancora più incerta. Sul punto cfr. A. VALZER, *La revoca degli amministratori delle società azionarie di providing in house*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 514 ss., in particolare a 518 ss.

zioni ed eventi ulteriori e diversi, non necessariamente consistenti in atti o comportamenti dell'amministratore, che tuttavia possono inficiare il rapporto fiduciario fino ad allora esistito tra la società e l'amministratore.

In questa prospettiva, la giurisprudenza ha da tempo ritenuto che la giusta causa di revoca di un amministratore di società possa avere natura sia "soggettiva" che "oggettiva", possa essere, cioè, riferibile, non solo alla condotta dell'amministratore, ma anche a situazioni a lui estranee, precisando tuttavia la necessità, anche in questo caso, di un elemento ulteriore e qualificante, rappresentato dall'idoneità delle situazioni sopravvenute a minare «l'affidamento inizialmente riposto sulle attitudini e le capacità dell'organo di gestione»<sup>7</sup>.

Questa classificazione, a dire il vero, non appare particolarmente perspicua e può risultare fuorviante. È evidente, infatti, che, se le circostanze subentrate, anche indipendenti dalla condotta dell'amministratore, devono essere comunque idonee a compromettere il rapporto fiduciario che intercorre tra questi e la società, ne discende che l'accertamento della giusta causa implica sempre la valutazione di un profilo "soggettivo" riferibile alla persona dell'amministratore, nella misura in cui tali circostanze devono generare almeno la presunzione o il sospetto di una sua inidoneità a proseguire nell'esercizio del suo incarico.

3. *La "oggettiva" rilevabilità della giusta causa di revoca e i profili "soggettivi" del rapporto fiduciario.* – Più condivisibile sembra invece l'attenzione portata dalla giurisprudenza sulla "oggettività" con cui devono manifestarsi i fatti posti a fondamento della revoca per giusta causa, dai quali dovrebbero potersi dedurre specifici indicatori idonei a sollevare il dubbio sulla capacità dell'amministratore di proseguire in modo adeguato nello svolgimento del suo mandato. Se, infatti, il generico dissenso della maggioranza rispetto alla condotta dell'amministratore o il venir meno del gradimento e dell'apprezzamento della sua persona fossero ritenuti sufficienti ad integrare una giusta causa di revoca in quanto di per sé attestanti la crisi del rapporto fiduciario tra le parti, si finirebbe per annullare la fattispecie della revoca "*ad nutum*", sempre consentita alla società dalla medesima disciplina, pur con l'obbligo di risarcire il danno all'amministratore revocato<sup>8</sup>.

Questa puntualizzazione ha il merito di aver sottolineato la necessità di ancorare la giusta causa di revoca a specifici elementi fattuali, riscontrabili "oggettivamente", che la società ha l'onere di allegare per dimostrare l'esistenza della giusta causa.

Occorre tuttavia evitare che questa valutazione finisca per risultare troppo astratta, in un contesto, quale quello del rapporto fiduciario tra soci e amministratori, viceversa molto concreto, che si alimenta necessariamente di preferenze "soggettive" e vive, se vogliamo, in una dimensione, in senso ampio, personalistica.

<sup>7</sup> Così Trib. Napoli, 25 novembre 2014, in *Società*, 2015, 1371 ss. in particolare a 1373. Per la giurisprudenza di legittimità v., tra le altre, Cass., 16 dicembre 2020, n. 28719, (ord.), in *Foro it.*, 2021, I, 2179 ss.; Cass., 12 settembre 2008, n. 23557, in *Foro it.*, 2009, 1525 ss., con nota di C. SILVETTI; Cass., 5 agosto 2005, n. 16526, in *DeJure.it*.

<sup>8</sup> È quanto sottolineato da Cass., 15 ottobre 2013, n. 23381, in *Giur. comm.*, 2014, II, 1011 ss., per la quale è necessario che i fatti allegati abbiano «la qualità di indicatori di un comportamento inadempiente o inadeguato sotto il profilo delle capacità gestionali degli amministratori» giacché il mero dissenso rispetto all'operato dell'amministratore legittima solo la revoca "*ad nutum*", con il conseguente obbligo di risarcire il danno all'amministratore revocato.

Questo perché la fiducia, di per sé, è un sentimento umano e, anche laddove qualifici rapporti regolati dal diritto, non perde la sua intima sostanza, quella di rappresentare un atteggiamento psicologico di confidenza nell'affidabilità del fiduciario.

Così, se è vero che la disciplina in esame cerca un punto di equilibrio tra l'interesse della società a scegliere in ogni tempo i propri amministratori e l'aspettativa dell'amministratore in carica a svolgere per intero il proprio mandato<sup>9</sup>, vero è anche che la giusta causa di revoca, proprio per la natura personale e soggettiva del rapporto fiduciario<sup>10</sup>, non può essere eccessivamente "oggettivizzata" e non può prescindere dalle caratteristiche e dalle condizioni, personali e professionali, del fiduciario in relazione alle legittime aspettative e preferenze del soggetto che gli ha conferito l'incarico.

Diversamente opinando, si rischia infatti di ritenere dotate di "oggettività" solo quelle ragioni di revoca ritenute "in astratto" idonee a porre in crisi il rapporto fiduciario tra società e amministratore o legate a condizioni di ineludibile necessità, così privando la società di quel margine di discrezionalità legato alla dimensione personale di quel rapporto<sup>11</sup>.

Pare pertanto che quel punto di equilibrio possa essere meglio perseguito, non tanto e non solo richiedendo una generica oggettività dei fatti allegati dalla società per attestare l'esistenza di una giusta causa di revoca dell'amministratore, quanto facendo appello ad un criterio di ragionevolezza per valutare come rilevanti quei fatti che, verosimilmente, possono, secondo le caratteristiche dell'incarico e dello specifico contesto in cui deve essere eseguito, nonché valutando la congruità delle ragioni allegate dalla società, compromettere l'affidamento della stessa sull'idoneità dell'amministratore a svolgere il suo incarico.

---

<sup>9</sup>Sul punto v. M.C. BUTTURINI, *Il mutamento del socio di controllo quale (in)giusta causa di revoca dell'amministratore di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 1050 ss., in particolare a 1051, ove richiami di dottrina conforme in nota. Così anche A. VALZER, *op. cit.*, 519, ss., per il quale, nell'economia della disciplina, il richiamo alla giusta causa svolge soltanto il ruolo di distribuire i costi connessi alla cessazione dell'incarico secondo un criterio che realizzi un adeguato bilanciamento tra la libertà della società di sostituire l'amministratore e l'interesse di quest'ultimo a far affidamento sulla stabilità dell'incarico. Secondo Cass., 25 febbraio 2020, n. 4954, in *Giur. it.*, 2020, 2162 ss., in un caso in cui la disciplina *ex art.* 2383, 3° comma, c.c. viene applicata analogicamente alla revoca della delega di poteri di un amministratore delegato, il risarcimento del danno collegato all'assenza di giusta causa è da considerarsi una sorta di compensazione dell'assoluta libertà concessa all'assemblea di revocare il proprio amministratore per «tenere conto del sacrificio economico e sociale dell'amministratore conseguente alla revoca, soprattutto quando la delega comporti un'attività remunerata suscettibile di valutazioni professionali nel mercato dei "manager"». In senso analogo Cass., 15 aprile 2016, n. 7587, in *Rep. Foro it.*, voce "Società", n. 599.

<sup>10</sup>Sul carattere personale del rapporto di amministrazione v. M. FRANZONI, *Gli amministratori e i sindacati*, in *Le società*, Trattato dir. da F. GALGANO, Torino, 2002, 434 e M.C. BUTTURINI, *op. cit.*, 1052.

<sup>11</sup>Si veda, ad es., Cass., 16 dicembre 2020, n. 28719, cit., che riconosce sussistere la giusta causa di revoca di un amministratore in un caso in cui la stessa era stata indicata dalla società nella necessità di modificare il profilo professionale degli amministratori delle società partecipate a seguito di una complessa ristrutturazione del gruppo operante nel settore del trasporto pubblico in attuazione di una direttiva regionale. Tale operazione prevedeva che la holding avocasse a sé le attività di progettazione tecnica e affidasse alle partecipate i compiti di attuazione degli obiettivi di ristrutturazione e liberalizzazione del gruppo di cui alla citata direttiva regionale. Da ciò, secondo la società, scaturiva la necessità di sostituire gli amministratori delle controllate, originariamente scelti sulla base della titolarità di competenze tecniche, con amministratori specificamente in grado di attuare gli obiettivi della direttiva regionale e dotati delle relative competenze (ad es. di carattere giuridico). In questo caso il requisito di professionalità che ora la società richiedeva agli amministratori delle controllate derivava da ragioni non solo oggettive, ma in qualche modo necessarie, legate alle peculiari esigenze di ristrutturazione del gruppo secondo i dettami della richiamata direttiva regionale. Si presenta pertanto come una modifica della *governance* imposta da esigenze esterne in cui la discrezionalità nella scelta della tipologia di professionista adatta a ricoprire il ruolo di amministratore appare fondamentalmente vincolata.

Così, si potrebbe ritenere che, oltre alla violazione dei doveri generali e speciali gravanti sugli amministratori, per i quali è indubbia la natura di fatti idonei ad integrare una giusta causa di revoca trattandosi di veri e propri inadempimenti (con esclusione, verosimilmente dei soli inadempimenti “di scarsa importanza” per l’interesse della società, considerando principio generale applicabile anche al caso di specie la regola contenuta nell’art. 1455 c.c.), possono altresì rilevare quegli ulteriori eventi o condizioni attinenti alla persona dell’amministratore che, pur non attestando una sua inidoneità in astratto allo svolgimento del mandato, ciò non di meno potrebbero condizionare la fiducia della società nella capacità, nella correttezza, nell’adeguatezza e nella dedizione dell’amministratore a proseguire nell’esecuzione dell’incarico che gli è stato affidato.

Si pensi, ad esempio, al sopravvenire di fatti che mettano in dubbio l’onorabilità, la professionalità o l’indipendenza dell’amministratore, magari maturati in contesti diversi da quello dell’impresa amministrata, ma comunque idonei a far venir meno la fiducia dei soci nella correttezza o nelle capacità professionali dell’amministratore.

Sul punto si potrebbe obiettare che, a tal proposito, l’art. 2387 c.c. rimette allo statuto sociale delle società di diritto comune (e quindi diverse da quelle nelle quali tali requisiti siano previsti per legge, quali società quotate, banche, SIM, imprese di assicurazione) la decisione di introdurre speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza per assumere la carica di amministratore e che pertanto, in assenza di tale previsione, il sopravvenire di fatti che possano inficiare simili qualità dovrebbe risultare ininfluenza per la conservazione della carica.

Pare tuttavia che le due fattispecie operino su piani diversi. Nella previsione statutaria, infatti, tali requisiti rappresentano speciali condizioni per l’assunzione e la conservazione della carica, di talché il loro venir meno successivamente al conferimento dell’incarico di amministrazione genera la decadenza dell’amministratore, decadenza che sarà dichiarata dallo stesso organo amministrativo dopo averne accertato i presupposti secondo quanto previsto dallo statuto sociale.

Ciò non di meno, la circostanza che tali requisiti non siano previsti in statuto (o che ne siano previsti alcuni e non altri) come causa di decadenza dalla carica, da un lato non può privare i soci della facoltà di revocare l’amministratore la cui onorabilità, professionalità o indipendenza siano compromesse da fatti sopravvenuti, dall’altro non può portare ad escludere che tali fatti possano essere considerati giusta causa di revoca nella misura in cui, considerato il contesto e con le dovute valutazioni in termini di inerente, ragionevolezza e proporzionalità, siano in grado di compromettere la fiducia della società nel suo amministratore. Inoltre, diversamente opinando, non solo si priverebbe la società di uno strumento difensivo per il solo fatto di non aver previsto in statuto speciali cause di decadenza correlate alla perdita dei predetti requisiti, ma si incentiverebbero gli amministratori di società nel cui statuto tale previsione è assente a non coltivare condizioni di integrità e professionalità comunque qualificanti per lo svolgimento di incarichi amministrativi.

Allo stesso modo, e con analoghe valutazioni, potranno essere considerati giusta causa di revoca dell’amministratore tutti quei fatti attinenti alla sua persona che ne possano mettere a rischio la capacità di dedicare tempo sufficiente allo svolgimento dell’incarico. Rilevano a tal fine sia condizioni personalissime (ad es. uno stato di malattia o di invali-



dità che renda impossibile o estremamente difficile lo svolgimento del mandato<sup>12</sup>), sia situazioni legate all'impegno professionale richiesto per lo svolgimento dell'incarico, come, ad es., l'assunzione di nuovi e rilevanti incarichi o impegni di lavoro che possano verosimilmente comprimere in misura significativa la disponibilità di tempo da dedicare alle attività richieste dal ruolo di amministratore della società<sup>13</sup>. Né pare potersi escludere dal perimetro della giusta causa di revoca l'esistenza di contenziosi tra l'amministratore e la società. Una simile evenienza, infatti, se in astratto potrebbe anche non implicare di per sé la perdita delle capacità e delle attitudini necessarie a svolgere l'incarico, in concreto, e sulla base di circostanze che appaiono rilevanti secondo criteri di ragionevolezza e proporzionalità, potrebbe minare la fiducia dei soci in quella indipendenza di giudizio e assenza di conflitti di interesse in senso ampio sempre richiesta ad un amministratore di società<sup>14</sup>.

In definitiva, la necessità di accertare la giusta causa di revoca dell'amministratore nell'ambito dello specifico rapporto che lo lega alla società, da un lato richiede di considerare in concreto le circostanze rilevanti per valutare l'eventuale deterioramento della fiducia accordatagli dai soci, dall'altro dovrebbe tenere in debito conto il carattere personale di tale rapporto nell'applicazione della disciplina<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> Sull'impedimento a svolgere l'incarico collegato a condizioni di salute dell'amministratore v. R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 163; così anche Trib. Verona, 9 giugno 1994 (decr.), in *Società*, 1994, 1399 ss.

<sup>13</sup> Si tratta, inoltre, di elementi (onorabilità, professionalità, indipendenza e c.d. *time commitment*) che già il diritto traduce in specifici requisiti richiesti per l'assunzione e la conservazione della carica di amministratore di società in numerose discipline speciali, legittimandone altresì la previsione statutaria nelle stesse società di diritto comune, con ciò mostrando di attribuire loro rilevanza nel rapporto di amministrazione.

<sup>14</sup> Per una valutazione più restrittiva della rilevanza di questa fattispecie v. Trib. Milano, 6 maggio 2013, in *Società*, 2013, 857 s., per la quale l'esistenza di un contenzioso in corso tra amministratore e società può essere considerato giusta causa di revoca solo laddove tale iniziativa sia basata su intenti pretestuosi e ostruzionistici e pertanto risulti infondata e abusiva con l'effetto di riconoscere integrata la giusta causa di revoca solo in un comportamento dell'amministratore che abbia i tratti dell'illiceità.

<sup>15</sup> La ricostruzione della giusta causa sulla base del rapporto fiduciario in concreto esistente tra società e amministratore potrebbe portare a ritenerla sussistere anche nel caso di modifica della compagine sociale cui abbia fatto seguito l'avvicendamento di altri soci nel ruolo di soci di controllo. Formalmente, tuttavia, dal punto di vista dei soggetti del rapporto, nulla è cambiato, giacché la controparte dell'amministratore resta pur sempre la società e, per altro verso, sembra incompatibile con il bilanciamento di interessi voluto dalla disciplina far ricadere sull'amministratore le conseguenze di un evento al quale egli è completamente estraneo e che non riguarda in nessun modo la sua persona. A favore di tale interpretazione v. tuttavia Trib. Treviso, 20 aprile 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 1049 ss. e, in dottrina L. DELLA TOMMASINA, *Commento all'art. 2383 c.c.*, in *Commentario del cod. civ.*, dir. da E. GABRIELLI – *Della società, dell'azienda, della concorrenza*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Torino, 2015, 126 ss. in particolare a 158, ove, alla nota 99, ampi richiami alla dottrina di orientamento contrario. Sul punto v. anche M.C. BUTTURINI, *op. cit.*, 1056. Il problema è stato affrontato spesso in relazione ad una fattispecie affine, quella delle pratiche di *spoils system* applicate agli amministratori di società a controllo pubblico per il caso di cambiamento della maggioranza politica dell'ente pubblico controllante. Sul tema cfr. E. CODAZZI, *Il cambio di maggioranza politica come giusta causa di revoca dei componenti degli organi sociali di società a partecipazione pubblica*, in *Società*, 2021, 21 ss. Va osservato, peraltro, che con riguardo alle società a controllo pubblico, l'intensità del potere direttivo del socio pubblico di controllo (con effetti sull'ampiezza del potere di revoca degli amministratori della società controllata) si modella sulla specificità del contesto e degli interessi coinvolti e come tale è anche conformato dall'ampia disciplina di diritto speciale che governa la partecipazione dello Stato e degli enti pubblici in società di diritto comune. Sul punto, con riguardo agli effetti sul potere di revoca degli amministratori dei poteri spettanti al socio pubblico secondo la disciplina delle società *in house*, v. A. VALZER, *op. cit.*, 530 ss.

4. *Il dissenso sulle scelte di gestione.* – Avere collegato la giusta causa di revoca dell'amministratore alla crisi del rapporto fiduciario che lo lega alla società ha posto la questione se il dissenso della maggioranza sulle scelte di gestione compiute dall'amministratore possa rappresentare una giusta causa di revoca e far venir meno il correlato dovere di risarcire il danno.

Sul punto, la riserva di competenze gestorie in capo agli amministratori, confermata ed affermata in termini più stringenti nel tipo s.p.a. dalla riforma del 2003 che la attribuisce "esclusivamente" agli amministratori (v. art. 2381-bis, 1° comma, c.c.), con disposizione estesa dall'art. 377, 4° comma del Codice della crisi anche al tipo s.r.l. (mediante novellazione dell'art. 2475 c.c.), pare rappresentare uno sbarramento alla possibilità dell'assemblea di condizionare legittimamente le decisioni gestorie degli amministratori.

In verità tale barriera non ha una rigidità assoluta, almeno con riguardo ad una fattispecie peculiare, relativa all'amministrazione di società soggetta a direzione e coordinamento di altra società o ente ai sensi degli artt. 2497 ss. c.c.

La legittimità dell'esercizio di attività di direzione e coordinamento è infatti ormai riconosciuta dal sistema in forza della disciplina appena richiamata e non espone la capogruppo a responsabilità ove si svolga nel rispetto dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale<sup>16</sup>.

Inoltre, un'attenta dottrina ha concepito tale legittimità in un'accezione forte, non già come mero riconoscimento di un'attività di fatto che resta comunque inidonea a superare la piena autonomia di gestione degli amministratori della società eterodiretta, bensì come autorizzazione legale all'esercizio di un potere che necessariamente comprime la libertà decisionale degli amministratori della società soggetta e fa sorgere il conseguente obbligo per questi ultimi di conformarsi alle direttive (ove legittime) della capogruppo<sup>17</sup>.

Ne deriva che la decisione dell'amministratore della società eterodiretta di disattendere le (legittime) indicazioni di gestione della controllante può giustificare la decisione della società di revocargli l'incarico<sup>18</sup>. E ciò non solo e non tanto in quanto fatto idoneo a compromettere il rapporto fiduciario tra amministratore e società, quanto per la violazione di un dovere che deriva da un rapporto speciale che intercorre tra l'amministratore della società eterodiretta e il socio di controllo di quest'ultima, i cui effetti sulla *governance* del gruppo sono riconosciuti e regolati dall'ordinamento delle società<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Così P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 327 ss.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 106 ss.

<sup>17</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *op. cit.*, 334; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in AA.VV., *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, a cura di G. SCOGNAMIGLIO, Milano, 2003, 189 ss.

<sup>18</sup> Cfr. Trib. Cagliari, 14 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, 687 ss. con nota di R. RIVARO, *Revoca per giusta causa dell'amministratore per mancata ottemperanza alle direttive di gruppo*, *ivi* a 691 ss.

<sup>19</sup> In realtà la disciplina della s.p.a. pare contemplare altri casi in cui la giusta causa di revoca di un amministratore potrebbe collegarsi al dissenso sulle sue scelte di gestione. Ciò avviene, tuttavia, nel rapporto dell'amministratore con organi diversi dall'assemblea. Questa eventualità potrebbe prospettarsi, ad esempio, nelle società che adottino il sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico, dove i consiglieri di gestione, anche se nominati nell'atto costitutivo, possono essere revocati dal consiglio di sorveglianza in qualunque tempo, salvo il risarcimento del danno se la revoca avviene senza giusta causa (art. 2409-novies, 5° comma, c.c.). La disciplina prevede peraltro che lo statuto possa attribuire al consiglio di sorveglianza il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione (art. 2409-terdecies, 1° comma, lett. f-bis, c.c.), ciò che presuppone, in tal

Proprio la specialità delle caratteristiche della revoca dell'amministratore di società eterodiretta che abbia violato le direttive in materia di gestione emanate dalla capogruppo porta a ritenere che, al di fuori di questa ipotesi, il dissenso tra socio di controllo e amministratore sulle strategie di gestione o su singole operazioni non possa mai rappresentare una giusta causa di revoca ai sensi dell'art. 2383, 3° comma, c.c.

Il tema è stato affrontato in giurisprudenza in casi riguardanti soprattutto società a partecipazione pubblica, in cui la natura pubblicistica dell'interesse coinvolto nell'attività d'impresa viene addotto dalla società come ragione legittimante la pretesa del socio pubblico di impartire all'organo amministrativo direttive in materia di gestione con la conseguenza che il rifiuto di dare attuazione a quelle direttive rappresenterebbe una giusta causa di revoca dell'amministratore. Con argomenti riferibili in generale al rapporto tra soci e amministratori, la Cassazione ha ribadito la natura privatistica del contratto di società anche nel caso di specie ed ha escluso che il socio pubblico quale socio di maggioranza possa godere di uno speciale privilegio nell'orientare le decisioni degli amministratori. Pertanto, secondo la SC, l'amministratore che ha disatteso le richieste del socio di controllo può essere sì revocato, ma non per giusta causa, laddove non emergano comportamenti dai quali desumere violazioni dei doveri inerenti al mandato e non conformi al perseguimento dell'interesse sociale<sup>20</sup>.

A conclusioni parzialmente diverse si potrebbe, in verità, arrivare nel tipo sociale della s.r.l., dove la rimessione in via esclusiva del potere di gestione agli amministratori introdotta dal Codice della crisi tuttora convive con la possibilità che competenze in materia di gestione siano attribuite agli stessi soci (cfr. art. 2479, 1° comma, c.c.). Pertanto, laddove l'atto costitutivo abbia attribuito ai soci il potere di deliberare su alcune materie attinenti alla gestione, la mancata esecuzione delle relative decisioni dei soci da parte degli amministratori potrebbe certamente integrare una giusta causa di revoca, peraltro basata non tanto sul dissenso tra soci e amministratori su questioni di gestione, quanto su un vero e proprio inadempimento degli amministratori ai doveri loro imposti dall'atto costitutivo<sup>21</sup>. Alle stesse conclusioni si dovrebbe pervenire nel caso di ammi-

---

caso, un'attività di cooperazione tra i due organi nella elaborazione delle decisioni di c.d. "alta amministrazione". Quando tale cooperazione, per dissensi tra i due organi in merito alle scelte di gestione da adottare, non riesca a realizzarsi, la revoca di uno o più consiglieri di gestione che il consiglio di sorveglianza volesse deliberare potrebbe trovare in tale disfunzione del rapporto interorganico una sua speciale "giusta causa". La fattispecie ricalca, pur con i dovuti *distinguo*, quella relativa alla revoca delle deleghe all'amministratore delegato, cui la giurisprudenza ritiene pacificamente applicabile per analogia la disciplina dell'art. 2383, 3° comma, c.c. (cfr., tra le tante, Cass., 25 febbraio 2020, n. 4954, in *Giur. comm.*, 2021, II, 98 ss.). In questo caso è stato affermato che, in considerazione del particolare rapporto che lega i delegati al consiglio di amministrazione, tra i fatti idonei ad integrare una giusta causa di revoca potrebbe rientrare «anche l'insorgenza di significative divergenze sulle politiche imprenditoriali oggetto di delega, nonché il mancato raggiungimento di risultati economici ed obiettivi definiti all'atto di conferimento della delega o in piani strategici condivisi» (così V. CALANDRA BUONAURA, *Gli amministratori della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, dir. da COSTI, Torino, 2019, 244, ss.; conforme O. CAGNASSO, *La revoca dell'amministratore delegato*, in *Giur. comm.* 2021, II, 100 ss., in particolare a 105; A. VALZER, *op. cit.*, 529).

<sup>20</sup> Cfr. Cass., 15 ottobre 2013, n. 23381, cit. In senso analogo Trib. Napoli, 21 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2002, II 495 ss. In dottrina cfr. F. SALINAS, *Società di capitali a partecipazione pubblica, revoca di amministratori ed interesse sociale*, in *Giur. comm.*, 2014, II, 1014 ss.

<sup>21</sup> Sul punto cfr. A. VALZER, *op. cit.*, 527 s. L'a. considera inoltre come giusta causa di revoca nelle società di persone il contrasto tra soci e amministratori che possa insorgere a seguito di opposizione ad un atto di amministrazione laddove l'amministratore che abbia deciso l'atto contestato lo esegua comunque, nono-

nistratori di s.p.a. che diano esecuzione a delibere in materia di gestione non autorizzate dall'assemblea quando lo statuto sociale abbia previsto tale autorizzazione ai sensi dell'art. 2364, 1° comma, n. 5, c.c.

Più in generale, se non è seriamente contestabile che l'amministrazione, anche l'alta amministrazione, spetti "esclusivamente" (quale che sia l'esatto significato di questo avverbio) agli amministratori, resta il dubbio che dissensi (tra soci e amministratori) su alcune decisioni "strategiche" possano avere rilievo, in determinati contesti, come giusta causa di revoca.

Questo accade, in particolare, quando il discrimine tra il dissenso su scelte di gestione e la violazione di doveri degli amministratori non risulta più tanto nitido in relazione alle circostanze del caso concreto o quando il rapporto tra i soci e l'impresa (come spesso accade nelle imprese a carattere familiare, nelle quali la storia personale della famiglia talora si intreccia con quella dell'impresa) sia talmente forte da giustificare l'aspettativa dei soci che la gestione affidata all'amministratore rispetti, non solo gli obblighi di legge e i doveri generali di diligenza, correttezza, lealtà ecc., ma anche alcuni *standard* impliciti rappresentativi degli orientamenti dei soci consolidati nel tempo.

Si pensi, ad esempio, ad un amministratore che decida di modificare improvvisamente e radicalmente il modello di *business* dell'impresa, spostando la produzione su un segmento completamente diverso, sebbene ricompreso nello stesso settore merceologico, con l'effetto di modificare completamente i connotati identitari dell'impresa e la rappresentazione del *brand* che essa ha presso il pubblico dei consumatori e presso la stessa percezione dei soci, pur restando nell'ambito dell'oggetto sociale statutario (che, come spesso accade, è definito in un perimetro piuttosto ampio)<sup>22</sup>. In questo caso si potrebbe dire che la decisione imprenditoriale, se supportata da valide ragioni basate su stime adeguate che ne confermino le prospettive di redditività, sia coperta dalla *business judgement rule*, oppure si può ipotizzare che essa tradisca comunque le aspettative dei soci alla conservazione di certe caratteristiche dell'impresa che ne delineino l'oggetto sociale "in concreto" e pertanto possa rappresentare una giusta causa di revoca degli amministratori?

In casi come questo c'è da aspettarsi valutazioni che potrebbero essere influenzate dalle circostanze del caso concreto, dalle caratteristiche organizzative di quella società (composizione della base sociale, forma amministrativa, ecc.), e dalla rilevanza che si

---

stante la maggioranza dei soci abbia deciso in senso contrario. Questa eventualità potrebbe verificarsi anche nella s.r.l. dal momento che anche in questo tipo sociale l'atto costitutivo può optare per il regime di amministrazione disgiuntiva.

<sup>22</sup> Si pensi ad un'impresa che opera in un settore in cui sono presenti segmenti diversi, spesso nettamente distinti. Ad esempio, il settore dei profumi, il settore dei tessuti, il settore dei dolci, in cui esistono imprese che producono prodotti di lusso, con marchi importanti, ed altre imprese che producono prodotti di fascia economica e di qualità modesta. Se l'amministratore sposta improvvisamente l'attività d'impresa dal settore lusso al settore di fascia più economica, potrebbe la delibera che lo revoca affermare l'esistenza di una giusta causa di revoca? Forse, in certi contesti (se l'impresa è stata sempre nel settore lusso, se il carattere di lusso della produzione è stato sempre sottolineato dall'immagine che la società ha costruito di sé stessa, se il passaggio di settore non è imposto da alcuna ragione – ad es., ragioni tecnologiche – e non crea sicuri vantaggi economici) la decisione in esame potrebbe essere qualificata atto di gestione non diligente (quindi non coperta dalla *business judgement rule*, e integrante inadempimento, e quindi anche giusta causa di revoca). La stessa decisione, in una diversa prospettiva, potrebbe essere qualificata non tanto come atto di gestione (quindi di competenza degli amministratori), ma come atto di modifica dell'oggetto sociale "concreto" (quindi, di competenza dell'assemblea straordinaria), o come atto comunque lesivo di un affidamento meritevole dei soci; e allora potrebbe forse valere da giusta causa di revoca dell'amministratore.

intenderà in tal caso attribuire al profilo personalistico del rapporto tra soci e amministratori come costruito e sviluppato in quella specifica realtà.

5. *Giudizio sulla giusta causa di revoca e cause di revoca non menzionate dalla delibera*. – Altro e delicato interrogativo, all'interno del tema della revoca degli amministratori, attiene al momento della contestazione della giusta causa di revoca<sup>23</sup>. Su questo punto, un orientamento giurisprudenziale recente afferma che la società avrebbe l'onere di contestare compiutamente i fatti che ritiene giusta causa di revoca all'interno della delibera di revoca. Conseguentemente, la società, convenuta nel giudizio risarcitorio dagli amministratori revocati, non potrebbe addurre in questo giudizio, come giusta causa di revoca, fatti ulteriori e diversi rispetto a quelli che l'assemblea ha a suo tempo indicato nella delibera di revoca come fatti motivanti la revoca stessa.

Questo orientamento è recentissimo. In realtà, fino a tutto il secolo scorso i giudici italiani non avevano mai privato la società della possibilità di indicare, nel giudizio sulla giusta causa, fatti giustificativi della revoca ulteriori rispetto a quelli contestati in delibera. È solo con l'inizio del secondo millennio che questa nuova regola viene affermata dal Tribunale di Milano<sup>24</sup>, e viene poi confermata dalla Corte di Cassazione<sup>25</sup>. Il principio viene ripreso presto da successive sentenze dello stesso Tribunale, poi da sentenze di altri giudici di merito, e viene ribadito dalla Suprema Corte<sup>26</sup>.

È interessante segnalare (questo dato non appare evidenziato, fin qui, né dalle sentenze, né dai commenti dottrinali) che questa giurisprudenza afferma l'esistenza, sul punto, di una regola rivolta unitariamente alle (a tutte le) società di capitali. Ma, in realtà, le prime sentenze, e poi forse la maggior parte anche delle successive, hanno deciso di società a responsabilità limitata, e la soluzione, pensata per le società a responsabilità limitata, appare poi trasferita, senza alcuna specifica riflessione, alla società per azioni<sup>27</sup>. Questo rilievo merita attenzione, perché, come si dirà più avanti, l'orienta-

<sup>23</sup> Il tema dell'esposizione della giusta causa di revoca emerge anche in riferimento a due altri momenti: l'informazione dei soci (in assemblea e prima dell'assemblea, per le società per le quali si prevede un'informazione preassembleare) e la motivazione della delibera. Entrano in gioco, per questi altri momenti, norme e principi diversi, che impongono, molto probabilmente, un discorso diverso. Questi temi non saranno affrontati in questo studio. Per una prima indicazione si veda l'attento lavoro di A.D. SCANO, *La motivazione della giusta causa di revoca degli amministratori di s.p.a. (con una postilla sull'azione di responsabilità)*, in *Riv. Soc.*, 2020, 968 ss.

<sup>24</sup> Si tratta di Trib. Milano, 12 agosto 2003, in *Società*, 2004, 333 ss., con nota di A. FABRIZIO-A.D. SCANO, *op. cit.*, 968, nota 1, segnala che nello stesso senso il Tribunale di Milano si era già posto con la sentenza 30 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, 1, 2, 586, ma in termini dubitativi.

<sup>25</sup> Cass., 12 settembre 2008, n. 23557 (cit. nota 7).

<sup>26</sup> Trib. Milano, 14 febbraio 2004, in *Giur. It.*, 2004, 1209; Trib. Milano, 20 dicembre 2005, *ivi*, 2006, 983, con nota di R. WEIGMANN; Trib. Milano, 22 marzo 2007, in *Giur. merito*, 2008, 3177; Trib. Milano, 12 marzo 2009, in *De Jure.it*; Trib. Milano, 1 luglio 2010, *ivi*; Trib. Milano, 6 maggio 2013, in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Roma, 18 novembre 2014, in *De Jure*; Trib. Roma, 27 gennaio 2015, *ivi*; Trib. Milano, 17 dicembre 2018, *ivi*; Trib. Roma, 28 gennaio 2019, *ivi*; Trib. Milano, 8 ottobre 2019, *ivi*. La Corte di Cassazione si è espressa con la sentenza cit. nella nota precedente e con altre in data 26 gennaio 2018, n. 2037, in *Foro it.*, 2018, I, 864, con nota di G. NICCOLINI, e 6 ottobre 2020, n. 21495, in *Giur. Comm.*, 2021, II, 1057.

<sup>27</sup> La prima sentenza milanese (Trib. Milano, 12 agosto 2003, cit. nota 24) decide su una società a responsabilità limitata (e viene infatti presentata dalla Rivista che la pubblica sotto questo titolo: "Revoca di amministratore di s.r.l. e risarcimento del danno"), e così pure la successiva dello stesso Tribunale in data

mento in esame potrebbe avere una sia pur minima credibilità per la società a responsabilità limitata, ma appare particolarmente distonico rispetto al sistema della società per azioni; e perché, per altro verso, è idea ormai recepita che il trasferimento di regole dall'uno all'altro dei due tipi, in entrambi i sensi, abbia bisogno di una riflessione ben ponderata, che, nel caso in esame, con tutta evidenza, nessuno ha mai fatto.

La lettura di queste sentenze (sia di quelle che decidono su s.r.l., sia di quelle che decidono su s.p.a. Le une non si distinguono in nulla dalle altre, né quanto al *decisum*, né quanto alla motivazione) evidenzia due dati eclatanti: la totale assenza di basi normative, da un lato, e l'altrettanto totale assenza di giustificazioni argomentative.

Il primo è un dato evidente. Non esiste alcuna norma che legittimi questa giurisprudenza, neppure indirettamente, né all'interno della disciplina specifica del punto (l'art. 2383, c.c.), né nel più ampio quadro normativo del diritto societario, né nel contesto complessivo del nostro sistema.

Il secondo è un dato davvero allarmante. L'assenza di basi testuali imporrebbe un onere di motivazione particolarmente severo. Invece, le sentenze che si collocano su questa linea non offrono alcuna argomentazione credibile di tipo sistematico, o funzionale, o di altro tipo. Esse si limitano ad aderire in via stereotipata ai precedenti, propri o di altri collegi giudicanti, o della Cassazione. Una giurisprudenza assolutamente autoreferenziale, che si autogiustifica in ossequio al precedente, non riuscendo a trovare, come si è detto, né basi normative né motivazioni di alcun genere.

6. *Un parallelo con la giusta causa di licenziamento del lavoratore subordinato?* – Forse l'orientamento in esame muove – più o meno consapevolmente – da un parallelo con la giurisprudenza giuslavoristica, la quale, in materia di giusta causa di licenziamento, nega rilevanza – all'interno del giudizio promosso dal lavoratore per far valere l'illegittimità del licenziamento – a motivazioni che il datore di lavoro non aveva contestato all'atto del licenziamento<sup>28</sup>. Questo parallelo, tuttavia, non viene di solito consapevolmente esplicitato, e questo, forse, proprio perché si tratta di un parallelo insostenibile.

L'ambiente societario e l'ambiente lavoristico, infatti, sono, in questa prospettiva, radicalmente diversi. Come è a tutti noto, il principio dell'immediatezza della contestazione è sicuro principio del diritto del lavoro, e si pone come regola di salvaguardia del

---

22 marzo 2007 (cit. nota 26) e la prima delle sentenze di Cassazione (la n. 23557/2008, cit. nota 25). Si esprimono invece su società per azioni Cass. n. 2037/2018 e Cass. 21495/2020 (cit. entrambe in nota 26).

<sup>28</sup> Per questi temi giuslavoristici, che qui interessano solo nella loro struttura di fondo, ampiamente consolidata, si rinvia a R. DE LUCA TAMAJO, *Licenziamento disciplinare, clausole elastiche, "fatto" contestato*, in *A.D.L.*, 2015, 269 ss., e a P. GHINOY, *Le conseguenze sanzionatorie della violazione del principio di tempestività della contestazione disciplinare, alla luce dell'art. 18 della legge n. 300 del 1970, come modificato dalla l. n. 92 del 2012 – nota a Cass. Sezioni Unite 27 dicembre 2017, n. 30985*, in *Lavoro Diritti Europa*, 2018, I.

Vale comunque la pena notare che, nonostante i principi indicati svolgano un ruolo centrale in diritto del lavoro, la giurisprudenza non esita ad intenderli ed applicarli in un contesto di precisazioni volte a ridurre la rigidità, ritenuta altrimenti eccessiva, affermando, ad esempio, che "ai fini del licenziamento disciplinare anche i fatti non tempestivamente contestati possono essere considerati quali circostanze confermatrici della significatività di altri addebiti (tempestivamente contestati)" (Cass. Lavoro, 12 maggio 2020, n. 8803, in *Riv. Ital. Dir. Lav.*, 2020, II, 750).

lavoratore subordinato – soggetto debole per definizione – rispetto al rischio di perdere – non un singolo e circoscritto componente o accessorio del proprio rapporto di lavoro, ma – l'intera e complessiva posizione lavorativa. È facile notare, però, che un parallelo tra i due settori indicati non ha alcuna ragion d'essere, perché le due posizioni – lavoratore licenziato e amministratore revocato – e i problemi che esse presentano sono assai lontani tra loro.

In primo luogo, i dati normativi sono del tutto diversi. Le norme giuslavoristiche enfatizzano la necessità dell'immediatezza della contestazione della causa di licenziamento (art. 7, Statuto dei lavoratori), mentre le norme societarie, come si è visto, non dicono proprio nulla del genere.

In secondo luogo, il diritto del lavoro propone una generale rete di tutela del lavoratore, motivata dalla sua nota tipica, che è, appunto, la subordinazione. In diritto societario la posizione dell'amministratore rispetto alla società è completamente diversa. L'amministratore certamente non è "subordinato" rispetto alla società, anzi, al contrario, la gestisce: se mai, è "sovraordinato". E certamente non esiste alcuna specifica esigenza di tutela dell'amministratore rispetto alla società, tanto che nessun punto del dettato normativo può dirsi posto a tutela di un'esigenza così fatta.

In terzo luogo, e soprattutto (ma questo non è che un corollario di quanto già detto), rispetto al problema in esame, la posizione del datore di lavoro è radicalmente diversa da quella della assemblea dei soci. Il datore di lavoro (proprio per la sua sovraordinazione) ha un potere di controllo costante della prestazione lavorativa dei suoi dipendenti, è in grado di seguire momento per momento l'esecuzione della prestazione, ed è perfettamente in grado di indicare, al momento del licenziamento, le ragioni dello stesso. E se per caso non lo è, come in concreto può accadere, questo può e deve essere addebitato ad un uso non efficiente, da parte sua, del potere di organizzazione, dipende da una sua "colpa", deriva dal fatto di non aver saputo organizzare l'impresa in modo tale da consentirgli, "in tempo reale" o quasi, una visione piena e completa di quanto in essa accade.

Viceversa, l'assemblea di una società per azioni che delibera la revoca dell'amministratore è formata dai soci. Ipostatizzando le formule normative si suole dire che l'assemblea e i soci sono due realtà diverse, e questa affermazione ha sotto vari profili una sua attendibilità ed una sua utilità. Se però si vuol guardare al problema qui in esame ragionando con un minimo di buon senso, assemblea e soci sono "la stessa cosa". Ebbene, i soci – che deliberano la revoca degli amministratori – possono avere, della gestione svolta fino a questo punto, solo un'informazione frammentaria, occasionale e approssimativa; anzi, in realtà, della gestione svolta essi sanno, essenzialmente, soltanto ciò che gli stessi amministratori hanno comunicato loro.

I soci di una società per azioni, infatti, hanno diritto di esaminare soltanto il libro soci ed il libro delle delibere assembleari (così l'art. 2422, c.c.). Certamente non hanno accesso al libro delle delibere del consiglio di amministrazione o dell'amministratore unico, e neppure hanno accesso alla documentazione aziendale e contabile della società. In realtà, il primo, e quasi unico, strumento di informazione dei soci in ordine a cosa accade nell'impresa sociale sono gli amministratori. Ad essi, e solo ad essi – non certo ai dipendenti, sia pure apicali, della società – i soci possono rivolgersi per avere notizia dell'andamento dell'impresa sociale<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> In questa prospettiva, è difficile considerare strumento di informazione dei soci il ricorso ex art. 2409,

Diversa è la posizione del socio di società a responsabilità limitata, che, invece, ha pieno e completo accesso, *ex art. 2476, 2° comma, c.c.*, alla documentazione societaria e contabile<sup>30</sup>. Tuttavia, questo accesso non è affatto diretto e immediato. Esso deve passare attraverso un atto di assenso degli amministratori, che devono mettere a disposizione del socio la documentazione richiesta, ma possono creare ostacoli e/o dilazioni, ampiamente noti alla prassi. Da ciò l'interesse ad una tempestiva, e immediata, delibera di revoca degli amministratori, se ne esiste la possibilità, ancor prima di poter acquisire un quadro pieno e completo dell'accaduto.

7. *L'inevitabile incompletezza dell'informazione dei soci al momento della delibera di revoca.* – In definitiva, i soci di una società per azioni, al momento della revoca degli amministratori, hanno, inevitabilmente, un'idea incompleta ed imprecisa di quanto accaduto in società, di cosa esattamente hanno fatto gli amministratori. I soci conoscono solo i fatti che hanno visto, e questi sono pochi, ed i fatti che sono stati raccontati loro dagli stessi amministratori.

I soci conoscono (alcuni de) i comportamenti degli amministratori sul fronte della vita della società, sanno come gli amministratori si sono comportati in riferimento a richieste di annotazione di trasferimenti di azioni, a richieste di convocazione dell'assemblea, a richieste di informazioni, in assemblea e fuori assemblea.

I soci però – anche in una società per azioni chiusa – hanno solo un'idea molto vaga di come gli amministratori hanno gestito l'impresa – che è senz'altro il fronte più delicato della loro attività. Possono aver appreso che gli amministratori hanno stipulato contratti con questa o con quella impresa, o che hanno assunto certi dipendenti e ne hanno licenziato altri, che hanno fatto certi lavori in azienda e non altri. Sanno che hanno presentato un progetto di bilancio che per una ragione o per un'altra non piace loro.

E tuttavia i soci non conoscono i dettagli economici e fattuali delle varie operazioni – e il diavolo, si sa, è nei dettagli: in una operazione di finanziamento il problema di solito è il tasso d'interesse, non il montante – e non conoscono i testi contrattuali sottoscritti dagli amministratori, e quindi non conoscono i loro profili giuridici; non sono in

---

c.c. Le informazioni che emergono in questa procedura non sono affatto a disposizione di tutti i soci, e alcune (quelle identificabili come riservate) potrebbero essere oggetto di secretazione anche rispetto ai soci ricorrenti. Si aggiunga, che la macchinosità e la lentezza di questo strumento (ed anche la sua rischiosità: una revoca giudiziale degli amministratori può destabilizzare la posizione della società sul mercato, molto più che una revoca assembleare) non sono funzionali all'esigenza di controllo della gestione da parte della maggioranza (da parte di soci che, individualmente o congiuntamente, raggiungono percentuali di partecipazione al capitale che consentono di procedere alla revoca assembleare degli amministratori).

<sup>30</sup> Rinvio, tra tanti, agli scritti raccolti in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, e in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo? Atti del Convegno di Courmayeur, 14-15 settembre 2018*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, 2019. Ed ancora, M.C. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Padova, 2017; I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017; C. PECORARO, *Amministrazione e responsabilità dei soci nella s.r.l.*, Milano, 2015; P.P. FERRARO, *Le situazioni soggettive del socio di società a responsabilità limitata*, Milano, 2012; G. FERNANDEZ, *I poteri individuali di controllo del socio non amministratore nella "nuova" s.r.l.*, Padova, 2010; R. GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, 2007.



grado di dire quali dati contabili sono stati utilizzati, e come, e quali sono stati ignorati, o sono stati utilizzati male, al fine della redazione di una certa posta di bilancio.

Il poco che si sa può bastare a creare un allarme che porta alla perdita della fiducia negli amministratori, specie se si accompagna al rifiuto o alla reticenza degli amministratori rispetto alle richieste di informazioni, ma certamente non integra una visione chiara, dettagliata, documentata. È solo con l'insediamento del nuovo consiglio che i nuovi amministratori potranno esaminare la gestione pregressa, e cioè il comportamento del consiglio revocato, e potranno verificare e valutare come esso ha adempiuto all'obbligo di gestire l'impresa con diligenza. Potranno guardare ai dettagli dei vari atti d'impresa, potranno verificare il grado di diligenza tenuta in occasione di ogni scelta aziendale, potranno controllare le istruttorie svolte, e quindi il livello di informazione acquisito, in ordine a ciascuna decisione.

Tutto questo ha, nella prassi, una precisa controprova: quando l'assemblea delibera la promozione dell'azione di responsabilità contro gli amministratori revocati – sia che la delibere, come molto spesso accade, contestualmente alla revoca, sia che la delibere in un momento successivo – la notifica dell'atto di citazione avviene di solito – potrebbe dirsi: sempre – in un momento non di poco successivo, proprio perché la società deve ancora verificare accuratamente la gestione, evidenziare esattamente gli illeciti compiuti ed i danni da essi provocati, e predisporre la documentazione adeguata a supportare la domanda giudiziale.

Per quanto già detto, solo formalmente diversa è la posizione del socio di società a responsabilità limitata. L'esigenza di tempestività della revoca fa premio (anche nella società a responsabilità limitata) sui tempi lunghi che potrebbero essere necessari all'acquisizione (che spesso deve essere mediata da un intervento del giudice) di un'informazione piena e completa sulla gestione pregressa.

8. *Le ragioni sostanziali di debolezza dell'orientamento giurisprudenziale.* – Il quesito in esame – se la società possa opporre agli amministratori revocati, come giusta causa di revoca, fatti diversi e ulteriori rispetto a quelli contestati dalla delibera di revoca – investe in radice la funzione e la credibilità del giudizio risarcitorio al cui interno si discute della giusta causa di revoca e dell'eventuale obbligo risarcitorio della società.

Ci si deve chiedere se si vuol valutare davvero, in modo razionale e ragionevole, se hanno visto giusto i soci, nel momento in cui hanno revocato gli amministratori, se davvero i soci avevano ragione di credere che gli amministratori hanno svolto male il proprio compito. Ci si deve chiedere se si vuol solo dar vita ad un siparietto, arrivare presto e speditamente ad una sentenza, quale che essa sia, o se si vuol porre il problema della sua "giustizia".

Orbene, pretendere che le cause della revoca indicate in delibera di revoca non possano essere integrate, nel giudizio risarcitorio avviato dagli amministratori revocati, utilizzando i risultati delle verifiche effettuate – dopo la delibera – dai nuovi amministratori, significa costruire una regola profondamente insensata, e quindi ingiusta.

Le ragioni di questa affermazione sono evidenti. La regola in esame rischia di portare con particolare frequenza – normalmente, tipicamente, potrebbe dirsi – a decisioni ingiuste, decisioni che in nessun modo potrebbero essere considerate conformi a diritto. Essa, infatti, consente, anzi impone, di accordare il risarcimento – o indennizzo che sia

– ad amministratori che hanno svolto il loro incarico senza la diligenza richiesta, ma sono stati così abili da impedire ai soci di rendersene conto adeguato, così che i soci, privi di accesso alla documentazione societaria – delibere del consiglio di amministrazione – e contabile dell’impresa, non hanno potuto indicare esattamente, nella delibera di revoca, le loro malefatte. Con riferimento alla società a responsabilità limitata, acquista rilievo anche il compimento di atti e omissioni che hanno ostacolato o ritardato l’informazione dei soci.

È evidente che questo risarcimento, in casi del genere, non potrebbe in alcun modo considerarsi dovuto e legittimo. Esso crea uno spostamento di ricchezza non dal soggetto danneggiante al soggetto danneggiato – come esige il paradigma del risarcimento del danno – ma, tutt’al contrario, dal soggetto danneggiato (la società) al soggetto danneggiante (gli amministratori). Questo risarcimento in favore del danneggiante non può trovare alcuna giustificazione all’interno del contesto risarcitorio. Ancor più in generale, è impossibile trovare una “causa” giuridica che spieghi in termini accettabili questo trasferimento di ricchezza. Tanto più se si considera che, come si è visto, il danneggiato (la società) dipende totalmente (se è società per azioni) o indirettamente (se è società a responsabilità limitata), sul piano informativo, dal danneggiante (gli amministratori).

In definitiva, la regola in esame – proprio quella affermata dalla giurisprudenza che qui si critica – viola in modo intollerabile il diritto di difesa della società, al punto da destare dubbi sulla stessa legittimità costituzionale – non della norma di legge, che, come si è detto, non esiste – ma della norma inventata dai giudici.

#### 9. *Assemblea, soci e nuovi amministratori: tre soggetti diversi o un unico soggetto?*

– Ancora un’ultima considerazione. La giurisprudenza che qui si critica prova a volte a giustificare l’irrelevanza di cause di revoca enunciate dai nuovi amministratori nel giudizio risarcitorio promosso dai revocati sostenendo che la revoca degli amministratori è atto della assemblea, dunque dei soci, mentre in giudizio la società è rappresentata dagli amministratori, i quali sono soggetti diversi dai soci, e quindi non avrebbero legittimazione a interloquire in un giudizio che non li riguarda direttamente<sup>31</sup>.

Questa argomentazione è il frutto nefasto di un cattivo uso delle parole e dei dogmi. Lo si vede già solo per il fatto che essa viene a dipingere il giudizio risarcitorio tra gli amministratori revocati e la società come un giudizio che, per i nuovi amministratori, sarebbe quasi un giudizio *inter alios*. La verità, invece, è che, nella prospettiva di questo giudizio, i soci, i nuovi amministratori e la società sono “una unica parte”: i soci in assemblea esprimono la volontà della società, non la propria, e i nuovi amministratori in giudizio rappresentano la società, e certamente non agiscono in nome proprio<sup>32</sup>.

<sup>31</sup> Così, ad esempio, Cass., 12 settembre 2008, n. 23557 (cit. in nota 7).

<sup>32</sup> Del resto, anche se nessuno sembra fin qui essersene accorto, l’argomentazione riferita e contestata nel testo sarebbe facilmente superabile. Basterebbe che i nuovi amministratori sottopongano all’assemblea una delibera che prende atto delle verifiche svolte sull’operato degli amministratori revocati, ed evidenzia le ragioni giustificatrici della decisione (già presa) di revoca dei precedenti amministratori. Se l’assemblea approva, è poi difficile dire che i fatti indicati in delibera non possano essere fatti valere come giusta causa di revoca degli amministratori perché non provengono dai soci.

Controparte degli amministratori revocati, quindi, è sempre e soltanto la società, che ha espresso la propria posizione in assemblea tramite i soci, e la esprime poi in giudizio tramite i nuovi amministratori. Se questi, nel giudizio risarcitorio promosso dagli amministratori revocati, fanno valere come giusta causa di revoca fatti appresi – da loro stessi. Cioè dalla società – dopo la delibera di revoca, è la stessa società, sono gli stessi soci – quelli che hanno in precedenza deliberato la revoca – che oppongono alla domanda risarcitoria dei revocati una giusta causa di revoca.

## OBBLIGO DI DILIGENZA NELLA DESIGNAZIONE (E NELLA REVOCA) DEGLI AMMINISTRATORI TITOLARI DI DELEGHE?

di *Angelo Bertolotti*

In un'ordinanza del 2020<sup>1</sup>, la Corte di cassazione, nel confermare le precedenti sentenze di merito, ha escluso il diritto del ricorrente, amministratore di una società per azioni al quale il consiglio aveva revocato la delega, di ottenere a causa di ciò il risarcimento dei danni. I giudici di legittimità, in applicazione analogica dell'art. 2383, 3° comma, cod. civ., hanno infatti ritenuto che la relativa delibera fosse assistita da giusta causa<sup>2</sup>, nella specie consistente nelle necessità di una profonda ristrutturazione dell'organico societario: come era già stato posto in rilievo dalla Corte d'appello di Milano nella sentenza impugnata, la redistribuzione degli incarichi nell'ambito dell'organo gestorio era avvenuta al fine di rispondere a nuove esigenze organizzative derivanti dall'evoluzione della tecnologia e dalla sempre crescente complessità delle normative in materia di sicurezza. In questo mutato contesto, le attitudini e le capacità professionali del ricorrente, idonee all'epoca in cui gli erano state conferite le funzioni delegate, erano state giudicate non più adeguate, il che aveva inciso in senso negativo sulla persistenza dell'affidamento inizialmente riposto sulle sue capacità, e ciò indipendentemente da ogni (inesistente) contestazione di inadempimento ai suoi doveri.

Così decidendo, la Corte di legittimità ha applicato al rapporto tra il consiglio di amministrazione e l'amministratore titolare di delega<sup>3</sup> un principio largamente accolto dalla giurisprudenza in relazione alla revoca dell'incarico di amministratore ad opera dell'assemblea<sup>4</sup>.

Il che induce a chiedersi non soltanto se in situazioni del genere la revoca si trasformi da semplice facoltà a vero e proprio obbligo – dunque se sia ravvisabile un preciso dovere del consiglio di amministrazione di valutare la perdurante adeguatezza della ripartizione dei compiti al fine di intervenire tempestivamente allorché specifici fattori della più varia natura (anche di origine normativa) richiedano di attribuirli ad un diverso amministratore – ma anche, e soprattutto, più incisivamente, se già la stessa nomina del delegato debba essere compiuta nel rispetto del principio della competenza, cioè in base alla sussistenza delle capacità professionali e gestionali dell'amministra-

---

<sup>1</sup> Cass. civ., Sez. VI, 25 febbraio 2020, n. 4954, in *Giur. it.*, 2020, 2162.

<sup>2</sup> L'arresto si pone sulla linea indicata dalla stessa Cassazione con la sentenza 15 aprile 2016, n. 7587, pronunciata in relazione ad una fattispecie sorta prima della riforma del 2003.

<sup>3</sup> Ma, in contrario, Trib. Roma, 22 gennaio 2014, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it).

<sup>4</sup> Si vedano, tra le sentenze più recenti, Cass., 5 luglio 2019, n. 18182; Cass., 23 marzo 2017, n. 7475; e, tra i giudici di merito, Trib. Milano, 4 marzo 2020, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). In dottrina, per tutti, M. FRANZONI, *Della società per azioni*, III, *Dell'amministrazione e del controllo*, 1, *Disposizioni generali. Degli amministratori*, in F. GALGANO (a cura di) *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 181 ss., ove un'ampia casistica.

tore in relazione al contenuto della delega che gli si intenda affidare; e, da ultimo, inevitabilmente, se sia configurabile una *culpa in eligendo* del consiglio di amministrazione quante volte le deleghe, nonostante la presenza, tra i componenti del consiglio, di amministratori di comprovata competenza, siano invece affidate a soggetti cui essa faccia difetto e la cui inadeguatezza procuri danni alla società.

Il Codice civile non offre alcuna diretta indicazione sull'argomento; la giurisprudenza – per quanto è stato possibile verificare – non pare averlo affrontato, mentre la dottrina, come si vedrà, l'ha sfiorato in qualche occasione.

Per discorrerne in modo adeguato ed agevolare una risposta agli interrogativi proposti sembra opportuno, innanzitutto, ripercorrere l'evoluzione storica che, dal punto di vista normativo e sui riflessi del suo concreto sviluppo, ha interessato ed accompagnato la delega in relazione alla sua funzione nell'ambito della gestione societaria; avendo riguardo, in particolare, alla responsabilità dei consiglieri di amministrazione deleganti a fronte di danni cagionati dai delegati nell'ambito delle loro attribuzioni: l'evoluzione della relativa disciplina, infatti, rivela la progressiva presa d'atto da parte del legislatore della crescente rilevanza dei poteri di gestione dei secondi, ancorché derivati.

La questione era già emersa nel Codice di commercio del 1882 il quale, all'art. 147, trattando della responsabilità solidale degli amministratori verso i soci ed i terzi, al n. 5, per quanto in modo non puntuale<sup>5</sup>, la escludeva, in presenza di deleghe, in capo a quelli che non ne fossero dotati. Con una prima, implicita presa di posizione di fronte all'alternativa tra il concepire la delega alla stregua di mero esercizio di un potere di esecuzione delle delibere del consiglio (tale era stata l'impostazione iniziale della dottrina) ed il riconoscerle invece il carattere di investitura di un vero e proprio potere d'impresa, cioè tra l'assimilarla al mandato ovvero – come sottintendeva la norma – il ricondurla ad un diverso rapporto. Ma il quadro non era ancora definito, lo dimostra la diversa soluzione nei successivi progetti Vivante e D'Amelio: il primo, infatti, prevedeva una responsabilità solidale di tutti i componenti del consiglio di amministrazione, salva soltanto la possibilità, per i deleganti, di prevenire o scoprire gli atti compiuti dai delegati (dunque, in questo caso, con una maggiore propensione per la tesi del mandato); laddove il secondo l'attenuava, subordinando quella dei deleganti alla violazione del dovere di vigilanza sull'operato dei delegati. Dovere più precisamente riferito al generale andamento della gestione sociale dal successivo progetto Asquini e come tale fatto proprio, nel 1942, dal Codice civile, all'art. 2392, 2° comma, accompagnato da quello di intervenire per impedire il compimento di atti pregiudizievoli da parte degli organi delegati o, se già compiuti, di eliminare od attenuare le conseguenze dannose già prodottesi.

Lo sviluppo dell'elaborazione normativa mostrava dunque di aver recepito un fenomeno ormai noto alla prassi, la trasformazione dei delegati “da esecutori della volontà del consiglio in detentori del potere di gestione”<sup>6</sup>, cioè, concretamente, lo sposta-

<sup>5</sup> Come osserva O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 4, Torino, 1991, 284: l'esonero di responsabilità, infatti, era previsto in relazione ai doveri “imposti dalla legge, dall'atto costitutivo e dallo statuto... propri esclusivamente di un ufficio determinato e personale”, locuzione cui dottrina e giurisprudenza riconducevano sia incarichi affidati per il compimento di singole operazioni, sia l'attribuzione di uffici continuativi, come quelli di un amministratore delegato.

<sup>6</sup> O. CAGNASSO, *op. cit.*, 286.

mento in loro favore di poteri di entità variabile in relazione alle singole realtà societarie, “talora esponenziale, a causa della scarsa operatività del consiglio di amministrazione”, non di rado “a dir poco claudicante quando non sostanzialmente inerte o inesistente”<sup>7</sup>.

Questo panorama era ben presente al legislatore della riforma del 2003 il quale – restiamo ancora sul piano della responsabilità – dopo aver ribadito il principio della solidarietà dei membri del consiglio di amministrazione, l’ha espressamente esclusa in relazione ai danni riconducibili a competenze proprie del comitato esecutivo<sup>8</sup> o a funzioni in concreto<sup>9</sup> attribuite ad uno o più amministratori ed inoltre non l’ha riproposta per l’omessa vigilanza sul generale andamento della gestione; il relativo obbligo era presente, come si è appena ricordato, nel testo originario del secondo comma dell’art. 2392<sup>10</sup>, laddove, in quello novellato, compare il meno penetrante dovere di valutazione, da esercitare sulla base della relazione cui periodicamente gli organi delegati sono tenuti (art. 2381, 3° e 5° comma). La solidarietà riemerge però qualora gli amministratori, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non abbiano fatto quanto avrebbero potuto per impedirli o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose. E proprio a questo proposito va tenuto presente l’ultimo comma dell’art. 2381, ai sensi del quale ciascun amministratore, adempiendo all’obbligo di diligenza di cui l’agire in modo informato rappresenta un corollario, “può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società”; disposizione che larga parte della dottrina interpreta nel senso che egli debba attivarsi soltanto qualora i flussi informativi palesino qualche criticità, in particolare se le informazioni ricevute risultino intempestive, parziali od incoerenti (con esiti eventualmente suscettibili di condurre alla formulazione di direttive od anche ad una deliberazione consigliare di avocazione)<sup>11</sup>. Il che consente, sulla base dell’interpretazione sistematica delle norme, di ipotizzare casi in cui i deleganti siano esenti dal concorrere nella responsabilità dei delegati<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2011, 414; e si veda anche SPIOTTA, *Amministratori*, in *Assemblea e amministratori*, in G. CAVALLI (a cura di), *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Milanofiori Assago, 2013, 725 s.

<sup>8</sup> Il consiglio di amministrazione “ristretto”, secondo la definizione di cui dà conto F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. GALGANO, XXIX, Padova, 2003, 265.

<sup>9</sup> Com’è noto, l’espressione “in concreto” non è stata giudicata particolarmente felice: in argomento BRIOLINI, art. 2392, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, 1393 s., ove richiami.

<sup>10</sup> La cui applicazione – è noto – si è spesso tradotta nel riconoscere una sorta di responsabilità oggettiva in capo ai deleganti, in base all’assunto dell’idoneità della stessa esistenza di un danno a dimostrare la mancata vigilanza (“se avessero vigilato, il danno non si sarebbe prodotto”).

<sup>11</sup> Dunque il richiamo al 3° comma dell’art. 2381 mostra l’intento del legislatore, in linea di principio, di circoscrivere la responsabilità del consiglio, cioè dei deleganti, all’ambito delle informazioni e dei rapporti dei delegati, attraverso la “procedimentalizzazione” dei flussi informativi ricevuti e stimolati da specifiche richieste (P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 2, Milanofiori Assago, 2006, 505). Per altri riferimenti, F. BARACHINI, art. 2381, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, 1211, ove si dà conto anche della tesi secondo cui l’amministratore non possa ritenersi autorizzato a considerare sufficienti le informazioni ricevute e, pertanto, debba verificarne l’attendibilità. In tal modo, però, il dovere di vigilanza parrebbe riproporsi, anche se sotto mentite spoglie.

<sup>12</sup> Sulla necessità di una distinta valutazione della responsabilità di ciascun amministratore insiste F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003* Milanofiori Assago, 2013, 107 s.

Questo l'attuale quadro normativo, dal quale, nel confronto con la previgente disciplina ed in particolare nella differente declinazione della responsabilità tra amministratori delegati e consiglio di amministrazione da un lato e nel diverso, meno incisivo contenuto dei doveri del secondo in relazione al generale andamento della gestione dall'altro, emergono in modo netto figura e funzione dei titolari di deleghe, quali detentori di poteri di gestione che, sebbene derivati e soggetti a possibili interventi del consiglio, sono esercitabili in autonomia e come tali fonte di loro specifiche responsabilità; poteri i quali di massima rappresentano lo strumento più indicato, talora indispensabile, per meglio assicurare una gestione efficiente<sup>13</sup> (non senza dimenticare, tuttavia, che non esiste un obbligo generalizzato dell'organo amministrativo di delegare proprie attribuzioni al suo interno, trattandosi di una decisione legata anche alle caratteristiche di ciascuna società).

Un'evidente prova di tale ampia potestà operativa si ricava dall'*incipit* del quinto comma dell'art. 2381, che attribuisce agli organi delegati il compito di curare l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'impresa<sup>14</sup>, affinché esso sia (costantemente, si deve aggiungere) adeguato alla sua natura ed alle sue dimensioni, anche in ossequio alle specifiche disposizioni contenute nell'art. 2086, 2° comma. Essi, pertanto, sono tenuti ad attuare gli interventi necessari a definire i modelli, i procedimenti ed i processi da adottare al fine di garantire che la macchina organizzativa funzioni in modo corretto, soprattutto per quanto riguarda la prevenzione ed il controllo dei rischi (me-

---

Peraltro il quadro ricavabile dal "combinato disposto" delle disposizioni citate, già di per sé di non di sempre agevole decifrazione nelle fattispecie concrete, rischia, proprio su tale piano, un'ulteriore complicazione in presenza di amministratori indipendenti. M. SPIOTTA, *op. cit.*, 834, li colloca "a metà del guado", nel senso che "non rispondono in prima linea come gli esecutivi, ma subito dopo di loro", quindi, prima degli altri amministratori deleganti, a meno che dimostrino di aver dovuto assolvere ai loro doveri in condizioni di particolare difficoltà ed in tempi ristretti e di essere immuni da colpa. L'osservazione è senz'altro condivisibile sotto il profilo dell'oggettività di azione e di valutazione che è lecito pretendere da loro, attesa la loro indipendenza. Tuttavia non si può trascurare che – come osserva BONELLI, *op. cit.*, 113 s. – di fatto la posizione di un amministratore dotato di deleghe è comunque diversa da quella di chi sia privo, quindi anche di un indipendente, perché il primo, a differenza del secondo, ha fonti di conoscenza incomparabilmente maggiori ed ha anche tutti i mezzi e poteri per impedire il compimento di un illecito o ridurne gli effetti dannosi, ed un discorso analogo è estensibile anche al dovere di agire informati; e che – scrive G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, 72 s. – egli va considerato in via prioritaria "depositario" della conoscenza del generale andamento della società e della sua probabile evoluzione, nonché delle operazioni di maggior rilievo.

<sup>13</sup> L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa*, Bologna, 2021, 173. "In definitiva l'amministratore delegato o il comitato esecutivo compongono il vero e proprio *management*, quello che, con linguaggio aziendalistico, viene definito altrimenti come 'la tecnostruttura': i delegati sono l'anello di congiunzione fra i tecnici ed i politici dell'impresa, per questo devono poter operare con certi margini di autonomia dal consiglio": così M. FRANZONI, *op. cit.*, 81. E già prima della riforma del 2003 G. FRÈ in G. FRÈ-G. SBISA, *Della società per azioni*, I, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997, 767, osservava che "...l'attività dell'amministratore delegato si pone sullo stesso piano di quella del consiglio di amministrazione ed egli, nei limiti della delega, ha piena libertà di agire nel modo che ritiene più opportuno e conveniente nell'interesse della società".

<sup>14</sup> Il che non significa tuttavia che si tratti di un'attribuzione inderogabile: lo statuto o la stessa delibera di conferimento delle deleghe potrebbero infatti riservarla al consiglio, al quale, pertanto, non potrà attribuirsi un obbligo di nominare organi delegati al solo fine di definire loro tramite gli assetti della società (P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2, Milanofiori Assago, 2007, 841; ed ancora V. CALANDRA BUONAUURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 261, nota 76, ove richiami).

dianche l'istituzione di un efficiente sistema di controlli interni), l'idonea rappresentazione contabile dei fatti gestionali, l'attendibilità e la completezza dei flussi informativi sulla base dei quali vengono adottate le scelte gestionali, elaborati i piani previsionali e verificato l'andamento della gestione e la corretta attribuzione di funzioni e competenze nell'organigramma aziendale<sup>15</sup>. Non si tratta, è chiaro, dell'oggetto di una specifica delega, frutto di una autonoma valutazione del consiglio, bensì di una diretta attribuzione legislativa che, per i suoi contenuti, rivela l'importanza e la delicatezza dei compiti di chi vi è chiamato nell'impostare la complessiva struttura della società. Compiti oggi resi evidenti anche – pensando ai controlli interni, dunque alla loro strutturazione – dalle conseguenze della violazione delle disposizioni sulla responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi, ai sensi del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, ed in prospettiva destinati ad essere ulteriormente accentuati, sempre a livello normativo, allorché il 31 dicembre 2023<sup>16</sup>, entrerà infine in vigore il Titolo II del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi delle imprese), dal quale, all'art. 14, emerge la necessità di un adeguato assetto organizzativo dell'impresa al fine specifico dell'emersione di fondati indizi di crisi<sup>17</sup>; e, ancora, allorché sarà stata attuata e recepita l'emananda direttiva oggetto della Risoluzione del Parlamento europeo 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese<sup>18</sup>.

Il contenuto delle deleghe – è altrettanto chiaro – attiene invece al piano dell'autonomia statutaria, cioè dello statuto o dell'assemblea, che le ammette, e del consiglio di amministrazione, che le delibera; pertanto può essere il più vario, legato ad una pluralità di fattori e condizioni, quali la dimensione, l'operatività e la fase di sviluppo dell'impresa, e comprendere, tipicamente, il potere di compiere direttamente atti e operazioni, con estensione ampiamente variabile a seconda dei casi e con previsione di limiti per

---

<sup>15</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 262. Sul tema, *ex multis*, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, *passim*, e, recentemente, L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 118 ss.

<sup>16</sup> Ai sensi del 1°-bis comma, introdotto nell'art. 389 d. lgs. n. 14/2019 dall'art. 1 d.l. 6 agosto 2021, n. 118, pubblicato in G.U. 24 agosto 2021, n. 202.

<sup>17</sup> In proposito si è osservato (P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di alerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 836) che si tratta di una vera e propria clausola generale che impone un dovere di corretta gestione, per così dire “trasversale”, rispetto ai modelli di organizzazione collettiva dell'attività; rilievo cui non sembra improprio aggiungere che, anche ora, pur in assenza di un'esplicita disposizione, una corretta modulazione degli assetti debba consentire tempestivamente l'emersione delle avvisaglie di una crisi.

<sup>18</sup> Significativo il paragrafo 1 della Risoluzione, che si riproduce parzialmente: Il Parlamento “ritiene che le norme volontarie in materia di dovere di diligenza abbiano limitazioni e non abbiano compiuto progressi significativi nella prevenzione dei danni ambientali e dei diritti umani e nell'accesso alla giustizia; ritiene che l'Unione dovrebbe adottare con urgenza requisiti vincolanti affinché le imprese individuino, valutino, prevenivano, facciano cessare, attenuino, monitorino, comunichino, contabilizzino, affrontino e correggano gli impatti negativi potenziali e/o effettivi sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona *governance* nella loro catena del valore; ritiene che ciò sarebbe vantaggioso per i portatori di interessi e per le imprese in termini di armonizzazione, certezza del diritto, parità di condizioni e attenuazione degli iniqui vantaggi competitivi dei paesi terzi derivanti da norme di protezione meno rigorose, nonché dal *dumping* sociale e ambientale nel commercio internazionale; sottolinea che in tal modo si rafforzerebbe la reputazione delle imprese dell'Unione come pure dell'Unione in quanto ente normatore; sottolinea i benefici dimostrati per le imprese che attuano efficaci pratiche imprenditoriali responsabili, che comprendono una migliore gestione dei rischi, un costo minore del capitale, risultati finanziari complessivi migliori e una maggiore competitività; ...”.



tipologia e natura o per valore, anche sotto forma di un tetto quantitativo (per singolo atto od operazione o, meno frequentemente, su base annua)<sup>19</sup>.

Dal quadro sin qui delineato è possibile trarre, sia pur problematicamente, alcune conseguenze: che gli amministratori cui siano conferite deleghe siano dotati delle necessarie competenze, attesa l'importanza che essi hanno nella gestione della società<sup>20</sup>; e quindi che il consiglio di amministrazione, nel nominarli, nell'interesse della società li scelga (cioè abbia l'obbligo di sceglierli) rispettando al meglio tale criterio, valutando attentamente capacità ed affidabilità (è ovvio che l'esistenza di requisiti statuari di professionalità nella nomina dei membri del consiglio, ai sensi dell'art. 2387, potrà agevolare il compito<sup>21</sup>).

La scelta – va posto in rilievo – è infatti operata da un organo sociale il quale anche in questo caso deve agire con “la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico”, cioè in modo professionale, sebbene l'atto che la realizza non possa definirsi di gestione, bensì di organizzazione interna<sup>22</sup> – o, se si preferisce, di definizione dei propri assetti – il cui scopo è predisporre le migliori condizioni per la gestione, dunque per il perseguimento dell'oggetto sociale. Avendo presente, oltretutto, che gli amministratori delegati devono a loro volta adempiere i doveri loro propri con la “diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze”: ad ulteriore conferma – pare di poter aggiungere – che, nel designarli, il *plenum* non possa esimersi dal valutare preventivamente la loro affidabilità (quindi anche le loro “competenze”) proprio in relazione agli ambiti oggetto delle deleghe (la “natura dell'incarico”), in tal modo ponendo le basi del *pactum fiduciae* a base della loro nomina.

Un'“escursione” nel sistema dualistico a proposito della nomina (ma anche della revoca) dei membri del consiglio di gestione ad opera del consiglio di sorveglianza sembra poter confortare quanto si è sin qui prospettato. Si tratta, è chiaro, di situazioni non del tutto sovrapponibili, anche per le diversità dei due modelli: più nello specifico, basti constatare che sin qui si è trattato di vicende interne allo stesso organo, oltretutto solo eventuali, a differenza di quanto avviene nel dualistico in cui la nomina dei gestori

<sup>19</sup> O quello di sovraintendere al coordinamento delle (eventuali) società del gruppo anche per quanto concerne l'assetto complessivo di governo e di controllo, oppure avere la caratteristica della sola proposta e riguardare l'oggetto di deliberazioni del consiglio, ad esempio in tema di remunerazione e di incentivazione del *management* (L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 174, ed *ivi* il richiamo a M.S. DESARIO, *La gestione delegata nelle società di capitali. La nuova disciplina*, Bari, 2007, 19 ss.).

<sup>20</sup> Ci si riferisce, ovviamente, a società medio-grandi, soprattutto alle quotate, ancor più se nell'ambito dei gruppi. Ben diverso il discorso – non sarebbe quasi il caso di soffermarvisi – per quelle di minori dimensioni, soprattutto se a base familiare, nelle quali la tendenziale corrispondenza tra detentori del capitale ed amministratori spesso fa sì che l'attribuzione di una delega non escluda la normalità di decisioni collegiali ed abbia il solo scopo di agevolare i rapporti con i terzi, talora in presenza di un incarico presidenziale riconosciuto quasi a titolo onorifico; e che gli assetti, comunque dovuti ai sensi dell'art. 2086, 2° comma, siano sentiti come l'adempimento di un obbligo a contenuto più che altro formale e siano attuati con caratteri di essenzialità.

<sup>21</sup> L'autonomia statutaria non può tuttavia spingersi al punto di fissare requisiti per la nomina tali da rendere di fatto impossibile la sostituzione; segnatamente quando essi siano previsti per la maggioranza dei componenti del consiglio, mancando o venendo meno la quale, la società cadrebbe in un'*impasse* funzionale così grave da aprire al suo scioglimento (P.M. SANFILIPPO, *Art. 2382*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, 1217).

<sup>22</sup> In questo senso V. CALANDRA BUONAURO, *op. cit.*, 243.

(tra soggetti esterni, il che indubbiamente agevola la scelta di chi sia più idoneo) costituisce, a parte i primi, designati nell'atto costitutivo, un obbligo di un diverso organo, il consiglio di sorveglianza, appunto. Ma la questione di fondo – la capacità e la preparazione di chi è designato a gestire (e le condizioni per la sua revoca) – è sostanzialmente la stessa.

Anche i membri del consiglio di sorveglianza “devono adempiere i loro doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico” – così recita il 3° comma dell'art. 2409-terdecies (si ritrova parte della stessa formula utilizzata dal legislatore per il consiglio di amministrazione) – cioè in modo professionale. Orbene, di fronte al quesito se essi eseguano correttamente quello di nominare i componenti del consiglio di gestione semplicemente rispettando le disposizioni di legge e statutarie di cui all'art. 2409-duodecies, 10° e 11° comma (già di per sé più stringenti di quelle *ex lege* indicate per la nomina del consiglio di amministrazione), ovvero se occorra qualcos'altro, per quanto neppure in questo caso previsto da alcuna norma, la risposta in dottrina è che la scelta dev'essere il risultato di una valutazione attenta, tale da offrire la ragionevole convinzione che i soggetti nominati siano idonei ad affrontare le esigenze imprenditoriali della società, anche in una sua prevedibile proiezione futura<sup>23</sup>. Dunque presuppone, affinché possa dirsi diligentemente assunta, una necessaria ponderazione ed un'istruttoria volta a verificarne la rispondenza all'interesse della società ed all'attuazione dell'oggetto sociale: si tratta, cioè (ed il discorso si chiude), dell'applicazione “degli stessi principi generalmente riconosciuti con riferimento alle decisioni relative alla gestione assunte dal consiglio di amministrazione, il cui obbligo principale – secondo una linea di pensiero ormai pacifica – è quello, appunto, di assumere scelte informate e ponderate”<sup>24</sup>. Tale rispondenza, per ovvia conseguenza, dovrà però perdurare nel tempo: ove venga meno, la conseguenza sarà la revoca, anch'essa tra i compiti che il consiglio di sorveglianza deve assolvere nell'interesse di altri secondo il principio della diligenza professionale.

Ma se si ritiene che tutti i componenti dell'organo gestorio di una società retta dal modello dualistico debbano essere adeguatamente preparati, a maggior ragione lo stesso criterio della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico parrebbe da seguire, nel sistema tradizionale, per quelli destinatari di deleghe<sup>25</sup>, dal momento che essi sono de-

<sup>23</sup> F. BORDIGA, *Art. 2409-terdecies*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, 1915 s., anche sulla scorta della dottrina tedesca, ed *ivi* richiami, tra gli altri, a V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 555; M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. soc.*, 2008, 224; C. GARILLI, *Il consiglio di sorveglianza della società per azioni*, Torino, 2012, 114; G. RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, 2013, 654 s.

<sup>24</sup> F. BORDIGA, *op. loc. cit.*

<sup>25</sup> A questo riguardo sembrano lecite due brevi considerazioni. Parlare di capacità, competenze e professionalità degli amministratori in vista dell'attribuzione delle deleghe per un verso sembra richiamare il requisito della perizia, oggetto, com'è noto, di ampio dibattito in dottrina (in argomento M. FRANZONI, *op. cit.*, 467 ss.; M. SPIOTTA, *op. cit.*, 801 ss.; osservazioni in S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2010, 662 s.) e la cui ricorrenza, nella specie, parrebbe forse difficile negare; per altro verso rappresenta un argomento che si pone in contrasto con la tesi, peraltro minoritaria e per lo più risalente, che considera legittime clausole statutarie che riservino all'assemblea la nomina degli ammi-

signati tra i componenti di un organo nominato direttamente dall'assemblea, cioè dalla maggioranza, in modo discrezionale, dunque anche prescindendo dall'effettiva idoneità a ricoprire l'incarico di amministratore. Cosicché solo la fase della scelta dei delegati consentirebbe l'emersione di quelli che – purché individuabili – risultassero effettivamente dotati delle professionalità necessarie ad una corretta gestione; scelta attenta, perché “la gestione di un amministratore delegato inaffidabile può mettere in gioco la responsabilità dell'intero consiglio”<sup>26</sup>.

Si giunge così al punto conclusivo dell'intero ragionamento: se la scelta di un delegato incompetente, inaffidabile o scorretto può essere fonte di danni per la società e, da ultimo, rivelarsi suscettibile di incidere sulla posizione dei componenti non operativi del consiglio di amministrazione, allora non parrebbe improprio affermare, sia pur ancora problematicamente, che, verificandosi una situazione del genere, al consiglio nel suo complesso possa essere addebitabile una responsabilità per *culpa in eligendo*<sup>27</sup>. *Culpa* cui si richiama anche un recente commento ad una sentenza della Cassazione penale<sup>28</sup>, ove si ribadisce che l'atto di delega è un atto di fiducia che il consiglio di amministrazione compie nei confronti di uno o più dei propri membri dopo averne valutate affidabilità, esperienza, preparazione e autorevolezza; sì da rispondere delle proprie scelte, appunto, per *culpa in eligendo* qualora, invece, non si sia curato di individuare i soggetti dotati delle doti necessarie al migliore svolgimento delle funzioni loro delegate.

In proposito non manca il dissenso, peraltro formulato nel contesto di un diverso argomento che muove dal problema dell'ammissibilità di una clausola statutaria che riservi all'assemblea la nomina del delegato: nello sviluppo del ragionamento, alla tesi secondo cui ritenerla legittima significherebbe, stante l'irresponsabilità dell'assemblea, impedire di sanzionare la designazione di una persona incompetente od inaffidabile, si obietta<sup>29</sup>, che però neppure al consiglio, di norma competente, sarebbe possibile imputare una *culpa in eligendo* (o, a tutto concedere – pare di intendere – non mancherebbero dubbi al riguardo). L'affermazione, tuttavia, si presenta priva di una motivazione<sup>30</sup>; né, d'altro canto, parrebbe possibile individuarla richiamando all'uopo la *business judgement rule*<sup>31</sup>, che risulterebbe inapplicabile in quanto la decisione di affidamento delle deleghe non è atto di gestione, dunque caratterizzato dalla discrezionalità (e come tale incensurabile nel merito, salve soltanto la “palese irrazionalità” o la

---

nistratori delegati o che prevedano l'automatica attribuzione della delega al titolare di una determinata carica.

<sup>26</sup> F. BONELLI, *op. cit.*, 91 s.

<sup>27</sup> M. SPIOTTA, *op. cit.*, 734.

<sup>28</sup> È il commento a firma L. ROCCATAGLIATA, *I criteri di attribuzione della responsabilità penale in capo al consigliere senza deleghe. Quando repetita iuvant*, in [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com) > 2018/06, a Cass. Pen., Sez. I, 3 aprile 2018, n. 14783.

<sup>29</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 243 s.

<sup>30</sup> La carenza di motivazione è probabilmente dipesa dal fatto che, come si è detto, la questione della *culpa in eligendo* non costituiva l'oggetto del ragionamento.

<sup>31</sup> Cui, invece, parrebbe forse riferirsi M. FRANZONI, *op. cit.*, 90, allorché, dopo aver osservato che la delega e la revoca “costituiscono atti di organizzazione della società”, precisa che essi “dunque non sono censurabili in alcun modo, salvo che, specie per la revoca, non si dia la prova del loro compimento in danno della società”; lasciando peraltro qualche incertezza, a proposito dell'ultima notazione, su che cosa debba consistere una nomina “in danno della società”.

“manifesta irragionevolezza”), ma, come si è detto, di organizzazione interna del consiglio di amministrazione.

Ma neppure sembrerebbe determinante per negare la contestabilità della *culpa in eligendo* l'esistenza, in capo al consiglio, del potere di impartire direttive agli organi delegati e di avocare a sé determinate operazioni, anche revocando loro deliberazioni, ai sensi dell'art. 2381, 3° comma, oltre che, ovviamente – come conferma proprio l'ordinanza della Cassazione, punto di partenza di queste riflessioni – le stesse deleghe: si tratta di interventi in linea di principio fisiologici, in quanto coerenti col fatto che i delegati ed il comitato esecutivo sono titolari di poteri non originari, ma derivati, che, semmai, se esercitati in presenza di situazioni di evidente incompetenza od inidoneità potrebbero rivelare una pur tardiva resipiscenza del consiglio. Non senza constatare, nel contempo, che la loro effettiva portata dipende dai rapporti di potere, all'interno della società, fra consiglio di amministrazione ed amministratori delegati, dunque nei fatti potrebbe rivelarsi, soprattutto a livello di grande impresa, assai esigua<sup>32</sup>.

Ammettere la possibilità di ravvisare una *culpa in eligendo* allorché la società subisca danni riconducibili alla scarsa professionalità e/o esperienza di un amministratore cui siano state conferite deleghe, reca con sé qualche ulteriore riflessione, idonea a completare il discorso.

Si da chiedersi, in primo luogo, se la contestazione possa essere formulata nei confronti dei delegati indipendentemente dall'esistenza di una loro *culpa in vigilando*.

Che possa esserlo congiuntamente, infatti, non pare dubitabile, rappresentando, infatti, né più né meno che un'aggravante della responsabilità solidale<sup>33</sup> in cui essi incorrerebbero per non aver adempiuto, di fronte a comportamenti censurabili dei delegati, ai doveri loro imposti dai primi due commi dell'art. 2392, letti in una con il terzo dell'art. 2381<sup>34</sup>. Ma proprio la possibilità che, come si è detto, non si riscontrino i presupposti per ritenerli inadempienti sotto tale profilo e che pertanto la solidarietà non sia ravvisabile, consente di affermare che anche in tal caso essi potrebbero non andare esenti da *culpa in eligendo* quante volte i danni, per quanto da loro non prevedibili né evitabili, fossero la diretta conseguenza di scarse attitudini, capacità, professionalità dei delegati; *culpa*, dunque, che si produrrebbe sotto questa diversa prospettiva.

Ovviamente ad una condizione, comunque da verificare: che, all'atto della nomina, nell'ambito del consiglio, altri componenti fossero più dotati di tali attitudini. Il che indubbiamente da un lato introduce valutazioni che potrebbero rivelarsi non facili ed anche incerte nei loro esiti e, dall'altro, apre pure alla possibilità, di fatto, di dover constatare l'inidoneità di tutti i membri del consiglio di amministrazione ad assumere qualsivoglia funzione delegata, se non addirittura amministrativa in senso lato, ma nondimeno nominati dai soci di maggioranza o di riferimento in sede assembleare per essere acritici, o scarsamente critici, portavoce operativi dei loro interessi. In ipotesi del gene-

<sup>32</sup> Come osserva O. CAGNASSO, *op. cit.*, 313. Anche M. FRANZONI, *op. cit.*, 114, avendo riguardo al comitato esecutivo, annota che in concreto la subalternità dei delegati al consiglio è remota, dal momento che normalmente esso si compone dei membri più rappresentativi del consiglio, quelli che sono espressione del capitale di controllo della società. E si veda anche, nella nota 7, G. COTTINO, *Diritto societario*, cit., 414.

<sup>33</sup> M. SPIOTTA, *op. cit.*, 734.

<sup>34</sup> E con gli eventuali “distinguo” in presenza di amministratori indipendenti (si veda la nota 12).

re, tuttavia, parrebbe difficile non ipotizzare situazioni di responsabilità collettiva di tutti gli amministratori per inadempimento al generale dovere di diligenza.

Infine, ancora una considerazione, che prende spunto nuovamente dall'ordinanza n. 4954/2020 della Cassazione, da cui ci si è mossi. Se si condivide quanto sin qui esposto sembra possibile affermare altresì che alla previsione di una *culpa in eligendo* possa accostarsi quella di una *culpa definibile in non revocando* tutte le volte in cui, proprio come nella fattispecie decisa dai giudici di legittimità, situazioni ed esigenze sopravvenute rivelino le scarse attitudini di un amministratore delegato di fronte a nuove realtà o a profonde modificazioni delle stesse concrete finalità perseguite dall'attività imprenditoriale. Non si tratterebbe, dunque, di discutere di giusta causa, ma, di fronte a rilevanti elementi di rottura con il pregresso, dell'obbligo dell'organo amministrativo di attivarsi con lo stesso criterio di diligenza che si è ritenuto di individuare in sede di nomina, cioè di valutare se procedere o meno alla revoca della delega nell'interesse della società, in relazione alla sopravvenuta scarsa affidabilità del delegato nel rispondere alle nuove situazioni; evitando nel contempo eventuali responsabilità dei propri componenti per non aver agito tempestivamente.

# LA LEGGE GOLFO-MOSCA: UN BILANCIO A DIECI ANNI DALLA PROMULGAZIONE

di *Ugo Patroni Griffi*

SOMMARIO: 1. Efficienza e/o eguaglianza come presupposti dell'intervento del legislatore. – 2. La posizione dell'Unione Europea. – 3. L'evoluzione legislativa in taluni stati. – 4. La legge Golfo-Mosca. – 5. La prospettiva efficientistica. – 6. Gli effetti della legge nel suo primo decennio di applicazione. – 7. Considerazioni conclusive.

1. *Efficienza e/o eguaglianza come presupposti dell'intervento del legislatore.* – Il problema della rappresentanza di genere nella *governance* delle società di capitali può essere affrontato da più di una prospettiva. La più semplice, fra tutte, è quella che partendo dai dati statistici ritiene necessaria l'adozione di azioni affermative per promuovere la presenza femminile negli organi gestori societari, e ciò al dichiarato fine di attuare il principio di eguaglianza sostanziale<sup>1</sup> (artt. 3 e 51 cost., art. 23 Carta diritti fondamentali UE, artt. 2 e 3 TUE e art. 153 TFUE)<sup>2</sup>.

Alla fine del primo decennio del nuovo secolo il quadro statistico era assolutamente sconsolante. La percentuale di donne negli organi di gestione delle società di capitali era infinitesimale. E ciò che era più grave è che tali percentuali fossero piuttosto uniformi in tutti i paesi ad economia avanzata. Così tra le prime 200 società del mondo l'87,9 dei posti in consiglio di amministrazione era appannaggio degli uomini, e nel periodo 2006 – 2009 la percentuale di donne era aumentata solo di un esiziale 1%, passando – a livello mondiale – dall'11,2 al 12,2%.

I dati erano sconsolanti anche nei paesi con una alta percentuale di donne occupate. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'esame delle prime 500 società mostrava una presenza di donne nei *boards* del 15,2%, ma solo del 3% tra i presidenti degli stessi. In Europa si riusciva anche a fare di peggio, ad una percentuale eguale di presidenti donne (3 %) corrispondeva una ridotta presenza nell'organo amministrativo (12%), almeno per quanto riguarda le società quotate. Dati ovviamente medi, che vedevano opporsi il nord e il sud. Con il Nord Europa che registrava le maggiori percentuali di presenza femminile nei consigli di amministrazione (Svezia e Finlandia 23%, Norvegia addirittura il 41%<sup>3</sup>) e il Sud Europa in cui la percentuale di donne nella cosiddetta stanza dei bottoni era sotto il 10 % (7% in Italia e solo il 2% a Malta).

---

<sup>1</sup> M. BIANCO, A. CIAVARELLA, R. SIGNORETTI, *Women on boards in Italy*, Roma, 2011, 9; M. BIANCO, A. CIAVARELLA, *Women on corporate boards in Italy*, Roma, 2013, 6.

<sup>2</sup> S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, Torino, 2019, 92 ss.

<sup>3</sup> Il che non sorprende, visto che la Norvegia è stato il primo paese europeo a adottare una normativa sulla rappresentanza di genere.

2. *La posizione dell'Unione Europea.* – L'esistenza di un problema nella presenza delle donne nella gestione delle società era, agli inizi del secondo decennio del nuovo secolo, riconosciuta dall'Unione Europea<sup>4</sup>. Che adottava un Piano strategico quinquennale (21 settembre 2010) per raggiungere la parità di genere, e il 1° marzo 2011 la Commissione pubblicava un documento di lavoro avente ad oggetto *The gender balance in business leadership*, in cui – a livello unionale – per la prima volta appariva la seconda prospettiva, basata non su ragioni perequative bensì efficientistiche: «the 'business case' for gender equality is another important issue. It is widely argued that women's advancement in the world of work brings benefits for businesses, while the under-utilisation of women's skills is a loss for the economy, particularly in the light of anticipated skill shortages».

Sequivano di lì a qualche mese il libro verde “Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario” (5 aprile 2011) e una risoluzione del Parlamento europeo “Resolution on women and business leadership” (6 luglio 2011).

L'anno successivo era addirittura redatta una proposta di direttiva (14 novembre 2012) che stabiliva l'obiettivo, entro il 2020<sup>5</sup>, del 40% di persone del sesso sottorappresentato tra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in Borsa<sup>6</sup>. La proposta registrava però l'opposizione di molti stati membri, tra cui il Regno Unito, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania e Malta<sup>7</sup>.

L'opposizione politica ad una normativa che promuovesse l'ingresso delle donne nei consigli di amministrazione era però in distonia con gli umori dei cittadini UE. Una ricerca dell'Eurobarometro<sup>8</sup>, infatti, e in qualche misura sorprendentemente, mostrava – dopo aver intervistato oltre 25 mila cittadini dei 27 Paesi europei – che 9 intervistati su 10 ritenevano che la società funzioni meglio quando viene rispettata la parità di genere e che, a parità di competenze, le donne debbano essere rappresentate nella stessa misura degli uomini ai vertici delle aziende; e tre quarti degli europei si dichiarava favorevole a una normativa sull'equilibrio di genere nei consigli delle società di capitali.

<sup>4</sup> In argomento S. BEN HAMIDA, *Donne nei consigli di amministrazione: l'agenda setting europeo*, Tesi di laurea, 2013, <https://tesi.luiss.it/11032/>.

<sup>5</sup> L'obiettivo di raggiungere almeno il 40% di esponenti del sesso sotto-rappresentato per gli incarichi non esecutivi avrebbe dovuto essere raggiunto entro il 2020, ma le imprese pubbliche, sulle quali gli Stati membri esercitano un'influenza dominante, avrebbero avuto a disposizione due anni in meno, fino al 2018.

<sup>6</sup> La proposta obbligava le imprese in cui i generi non fossero rappresentati almeno nella misura del 40% nei consigli di amministrazione (limitatamente agli amministratori non esecutivi) a raggiungere tale percentuale «sulla base di un'analisi comparativa delle qualifiche di ciascun candidato, applicando criteri chiari, univoci e formulati in modo neutro dal punto di vista del genere», dando – a parità di qualifiche – priorità al sesso sotto-rappresentato. La proposta avrebbe dovuto applicarsi a circa 5000 società quotate nell'Unione europea, mentre non si sarebbe applicata alle piccole e medie imprese (società con un organico inferiore a 250 dipendenti e un fatturato mondiale non superiore a 50 milioni di euro) né alle società non quotate.

<sup>7</sup> Ricorda S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 94 che le principali obiezioni ad una normativa sulle quote di genere possono essere così riassunte: «inefficienza relativa all'allocazione dei talenti; presenza di trend evolutivi in atto nelle società che non rendono necessaria tale misura; possibili externalità negative per le donne; reazioni negative da parte del mercato».

<sup>8</sup> *Special Eurobarometer 376: Women in decision-making positions*, 2012, [https://data.europa.eu/data/datasets/s1016\\_76\\_1\\_ebs376?locale=en](https://data.europa.eu/data/datasets/s1016_76_1_ebs376?locale=en).

3. *L'evoluzione legislativa in taluni stati.* – Nel primo decennio del terzo millennio erano, tuttavia, assai pochi gli stati ad aver adottato una normativa in materia di società quotate<sup>9</sup>. Tra questi si ricordano la Norvegia (legge del 2006, section 6.11s sulle società quotate)<sup>10</sup>, la Spagna (Ley de Igualdad 3/2007, che si rivolgeva alle società con più di 250 dipendenti)<sup>11</sup>, la Francia (legge del 2011)<sup>12</sup>, il Belgio<sup>13</sup>, l'Islanda<sup>14</sup> e la Malesia. Tutte queste normative si davano un obiettivo minimo di rappresentanza tra il 33% e il 40% di donne nei consigli di amministrazione. Singolarmente solo la legge france-

<sup>9</sup> *La presenza femminile in campo politico ed economico nelle legislazioni di alcuni paesi europei*, Dossier Camera dei deputati, 2013, <http://documenti.camera.it/leg17/dossier/Testi/App13048.htm>.

<sup>10</sup> In Norvegia «la Legge sull'eguaglianza di genere, del 9 giugno 1978, n. 45 (Lov om likestilling mellom kjønnen. – Likestillingsloven – likestilt), modificata nel 2005, dispone all'art. 21 che la rappresentanza femminile nelle commissioni di enti pubblici, nei comitati aziendali, nei consigli di amministrazione di società, e negli organismi analoghi sia assicurata secondo specifici criteri proporzionali, tali da riservare alle donne una quota di seggi determinata dalla stessa legge in rapporto alla composizione totale del collegio.

Dal 2006 le medesime norme sono contenute nella legge sulle società quotate in borsa e sulle società controllate dallo Stato, del 13 giugno 1997, n. 45 (Lov om allmennaksjeselskaper – allmennaksjeloven), modificata nel 2003, che prevede lo scioglimento della società in caso di inosservanza degli obblighi suddetti.

Infine, anche la l. sulle cooperative, del 29 giugno 2007, n. 81 (Lov om samvirkeforetak – Samvirkelova) prevede, all'art. 69, le medesime disposizioni delle due leggi prima citate in relazione alla rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione» (Dossier Camera dei deputati, cit.). In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 95 ss.

<sup>11</sup> In Spagna la «Legge organica per la parità effettiva tra gli uomini e le donne, del 22 marzo 2007, n. 3 contiene una disposizione specifica (art. 75) sulla partecipazione delle donne nei consigli di amministrazione, al fine di includere nella loro composizione una presenza femminile idonea a “raggiungere una presenza equilibrata di donne e uomini in un periodo di otto anni a partire dall'entrata in vigore” della legge medesima. Il Governo spagnolo, inoltre, ha introdotto nel 2007 un principio di *best practice* nel codice sulla *corporate governance* per promuovere le rappresentanze femminili negli organi di gestione delle società quotate, con l'obiettivo per il 2015 di arrivare a una presenza femminile del 40% nei consigli di amministrazione (ad oggi, tuttavia, le donne nei consigli delle società quotate spagnole risultano essere l'11% del totale)» (Dossier Camera dei deputati, cit.). In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 102 ss.

<sup>12</sup> In Francia, ricorda il Dossier della Camera dei deputati (cit.), «alcune disposizioni sulle quote di rappresentanza femminile negli organi direttivi delle società pubbliche e private erano state inserite dal legislatore nel 2006 nella Loi relative à l'égalité salariale entre les femmes et les hommes (Loi n. 2006-340). In particolare, il Titolo III della legge (artt. 21-26) aveva l'obiettivo di agevolare l'accesso delle donne alle istanze deliberative nell'impresa e alle giurisdizioni professionali; tale parte della legge venne però allora dichiarata incostituzionale dal Consiglio costituzionale il 16 marzo 2006 (decisione n. 2006-533 DC) e la legge venne promulgata il 23 marzo 2006, senza le disposizioni del Titolo III. La revisione costituzionale del 2008, già richiamata, e l'enunciazione del principio secondo il quale “la legge favorisce l'uguale accesso alle donne e agli uomini ai mandati elettorali e funzioni elettive, così come alle responsabilità professionali e sociali”, hanno nuovamente reso possibile l'intervento legislativo in questo ambito. La legge del gennaio 2011 (Loi n. 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle) promuove l'eguaglianza professionale tra uomini e donne nelle imprese ed impone il criterio della “rappresentanza equilibrata tra uomini e donne” nella formazione degli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in Borsa, delle imprese del settore pubblico e degli enti pubblici a carattere industriale e commerciale soggetti al diritto privato.

La proporzione degli amministratori di ciascun sesso non può essere inferiore al 40%, obiettivo da raggiungere nell'arco di 6 anni, con il raggiungimento minimo del 20% entro 3 anni dalla promulgazione della legge. Negli organi di amministrazione con un massimo di 8 membri, lo scarto tra i rappresentanti dei due sessi non può essere superiore a 2. In base al testo del legislativo del 2011 il mancato rispetto delle quote così fissate comporta la nullità delle nomine del consiglio di amministrazione, e implica l'obbligo di convocare una nuova assemblea generale per regolarizzare la composizione del consiglio medesimo».

Inoltre, per quanto riguarda i membri degli organi di amministrazione o controllo scelti da una lista di candidati, quest'ultima deve essere composta da candidati uomini e donne alternati in egual numero.



se prevedeva espressamente delle sanzioni per l'inadempimento, dichiarando nulle le nomine in violazione della legge; in Norvegia, tuttavia, pur non essendo espressamente previste delle sanzioni, il registro delle imprese poteva rifiutare l'iscrizione alle società inadempienti e l'autorità giudiziaria poteva disporre lo scioglimento delle società che non si conformassero, mentre in Belgio la sanzione era rappresentata dalla perdita dei benefici economici.

In altri stati (quali ad esempio la Svezia, la Finlandia, la Germania<sup>15</sup>, il Regno Unito, Danimarca, Polonia, Paesi Bassi<sup>16</sup>, e – fuori dall'Europa – Australia e Stati Uniti<sup>17</sup>) le autorità di regolazione dei mercati esercitavano una pressione sulle società quotate al fine di incrementare la diversificazione dei generi negli organi gestori, di norma richiedendo alle società che non si uniformassero di spiegare le ragioni di tale scelta (“*complain or explain*”).

Per quanto, invece, riguarda le società a partecipazione pubblica erano, invece, davvero pochissimi gli stati ad essersi dotati di una normativa sulla rappresentanza di genere (Francia, Finlandia, Spagna, Austria<sup>18</sup> e Belgio).

4. *La legge Golfo-Mosca*. – In questo contesto veniva emanata la legge 12 luglio 2011, n. 120, cosiddetta Golfo-Mosca dal nome delle relatrici, che introduceva nel nostro Paese l'obbligo dei consigli di amministrazione “differenziati”, vale a dire composti obbligatoriamente da uomini e donne, per le società quotate e per le società a controllo (anche congiunto<sup>19</sup> o indiretto<sup>20</sup>) pubblico<sup>21</sup>. La legge secondo la maggioranza

---

Sull'esperienza francese v. M. ARENA, *Dai “soliti noti” alla “gender diversity”: come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (I parte) – il modello francese: un approccio gradualistico verso la parità di genere*, in *Giur. It.*, 2015, 2245 ss.; In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 105 ss.

<sup>13</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 108 ss.

<sup>14</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 104 ss.

<sup>15</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 109 ss.

<sup>16</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 112 ss.

<sup>17</sup> Ricorda M. ARCARI, *Composizione del consiglio di amministrazione e performance Aziendale: un'analisi sulle medie imprese*, tesi di laurea, [http://tesi.cab.unipd.it/56485/1/ARCARI\\_MATILDE.pdf](http://tesi.cab.unipd.it/56485/1/ARCARI_MATILDE.pdf), che in Svezia (2009) era inviata una lettera aperta alle società quotate con richiesta di spiegazioni; in Finlandia (2003) il codice di corporate governance conteneva una esplicita raccomandazione relativa alla composizione del CdA (età e sesso da tenere presenti nella composizione del CdA al fine di guadagnare in efficienza); in Germania (2008) la raccomandazione n. 9 del codice prescriveva la diversità di genere e la Commissione per la Corporate Governance richiedeva alle società quotate di aumentare le donne nei CdA; negli Stati Uniti la SEC riteneva utile che al mercato venissero veicolate informazioni sulla composizione del CdA quanto alla rappresentanza di genere; nel Regno Unito il Codice di Corporate Governance (2010) raccomandava che la selezione degli amministratori ubbidisca a criteri di merito e tenga conto dell'efficienza connessa alla diversità di genere. Simili prassi erano vigenti in Australia, Danimarca, Olanda e Polonia. Per una analisi comparativa v. anche M. MARCUCCI, M. I. VANGELISTI, *L'evoluzione della normativa di genere in Italia e in Europa*, Roma, 2013, disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>18</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 95 ss.

<sup>19</sup> Su questo punto si veda il Parere Consiglio di Stato, Sezione I, 4 giugno 2014, n. 594 secondo cui «la circostanza che il controllo pubblico operi singolarmente o in modo congiunto è irrilevante».

<sup>20</sup> V. Assonime, Circolare 23 del 18 luglio 2013.

<sup>21</sup> C. GARILLI, *Le azioni positive di genere nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, cit., 885 ss., la quale osserva che «anche la scelta di confinare l'applicazione delle quote di genere alle sole società con azioni quotate nei mercati regolamentati ed a quel-

della dottrina è da inquadrarsi tra le cosiddette azioni positive di genere volte ad attuare il principio di eguaglianza sostanziale<sup>22</sup>.

La legge Golfo – Mosca prevede che le società quotate e le società a controllo pubblico adeguino i propri statuti affinché il riparto degli amministratori e dei componenti del collegio sindacale da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi, attribuendo al genere meno rappresentato almeno un terzo degli amministratori eletti (artt. 1 e 3)<sup>23</sup>.

La legge attribuisce alla Consob il controllo sulla osservanza della legge per quanto riguarda le società quotate per le società quotate, prevedendo che alle società inottemperanti, previa diffida, possa essere comminata una sanzione pecuniaria e, in caso di protratto inadempimento, i consiglieri o i sindaci eletti decadano dalla carica (art. 1)<sup>24</sup>.

Per le società a controllo pubblico non sono previste, in caso di inottemperanza, sanzioni pecuniarie, e la legge rinvia per l'attuazione ad un successivo Regolamento ministeriale.

Il timore del legislatore era di una eventuale dichiarazione di incostituzionalità della legge per lesione del principio di eguaglianza (ove la cosiddetta *reverse discrimination* fosse indirizzata solo nei confronti degli uomini<sup>25</sup>) e del principio di libertà di iniziativa economica<sup>26</sup>, e per elidere tale evenienza da un lato avevano evitato di limitare le

---

le sottoposte al controllo pubblico si giustifica in relazione all'esigenza di contemperare i valori costituzionali sopra citati con la libertà di iniziativa economica privata – e di scelta dei membri degli organi di amministrazione e controllo, che della prima costituisce corollario –, imponendo una simile limitazione, peraltro solo in via temporanea, esclusivamente a quelle realtà societarie destinatarie di una disciplina maggiormente caratterizzata da norme imperative a tutela di interessi pubblici».

<sup>22</sup> B. FALCOMER, G. TICOZZELLI, P. RIVA, *La Legge 120/2011, c.d. L. Golfo-Mosca, per le quote di genere*, in P. RIVA (a cura), *Ruoli di Corporate Governance*, Milano, 2020, 250 ss.; F. CUCCU, *Il diritto diseguale delle quote di genere nelle società*, in *Nuova Giur. civ.*, 2019, 5, 115 ss.; S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 121 ss.

In argomento v. anche A. SIMONATI, *La costituzione «dimenticata» la parità di genere*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2021, 9; C. GARILLI, *Le azioni positive di genere nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, 885 ss. *Contra* U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 155 ss. a 157 ss. per cui il riferimento al principio di "pari opportunità" è fuorviante e concettualmente errato, risiedendo le ragioni della disciplina nel perseguimento di un maggiore livello di efficienza delle società.

<sup>23</sup> Per i problemi connessi all'applicazione della legge v. M.L. PASSADOR, *A quindici anni dall'introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, 1158 ss.; A. CATANIA, *L'emersione della distinzione di genere nella disciplina normativa dell'impresa*, *Diritto di Famiglia e delle Persone* (II), 2018, 1030 ss.

<sup>24</sup> La sanzione amministrativa pecuniaria in caso di inadempimento alla (prima) diffida a adempiere al rispetto della legge per quanto riguarda la rappresentanza di genere nei CdA può essere determinata dalla Consob in una cifra da euro 100.000 a euro 1.000.000 e, in caso di inadempimento all'obbligo di 'differenziare' il collegio sindacale, in una cifra da euro 20.000 a euro 200.000, in entrambi i casi secondo criteri e modalità stabiliti dalla Consob con proprio regolamento.

<sup>25</sup> C. GARILLI, *Le azioni positive di genere nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, cit., 885 ss.; S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 125 ss.

<sup>26</sup> F. CUCCU, *Il diritto diseguale delle quote di genere nelle società*, cit., 115 ss. il quale ricorda che «viene innanzitutto da chiedersi se la disciplina si ponga in contrasto con la libertà di iniziativa economica, e quindi se si debba ipotizzare una sua contrarietà al dettato costituzionale. Ipotesi che sembra debba essere presa in seria considerazione se solo si pensa che l'imposizione di quote comprime la possibilità di fare scelte basate esclusivamente sulle necessità imprenditoriali della società. Ancora, senza abbandonare la pro-

azioni affermative alle sole donne estendendo – così come previsto dalla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea del 2000 (cosiddetta Carta di Nizza)<sup>27</sup> – la normativa al genere meno rappresentato negli organi sociali, che avrebbe potuto essere (sebbene più raramente) quello maschile; dall’altro avevano temporalmente limitato<sup>28</sup> l’applicazione della legge ai tre rinnovi degli organi sociali successivi all’entrata in vigore della legge (prevedendo un principio di gradualità per il primo rinnovo, in cui la presenza del genere meno rappresentato poteva essere contenuta nel 20%), con il dichiarato intento di innescare una prassi virtuosa da parte delle società ricadenti nel perimetro applicativo della legge, una volta terminata la “sperimentale” compressione dell’autonomia privata nella composizione dei *boards*. Si trattava di cautele che, secondo alcuni dei primi lettori, avrebbero potuto favorire comportamenti formalmente adempienti, ma sostanzialmente elusivi da parte dei soci delle società quotate o a controllo pubblico; infatti, sarebbe bastato contrarre la durata dei mandati degli organi sociali ed effettuare tre rinnovi ravvicinati per poter tornare a nominare organi composti da un unico genere<sup>29</sup>. Preoccupazioni tuttavia eccessive, non essendosi verificato nella prassi alcun caso simile<sup>30, 31</sup>.

La legge Golfo Mosca è stata attuata per quanto riguarda le società quotate dall’art. 144-*undecies* del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. Regolamento Emittenti), e per le società a controllo pubblico dal D.P.R. n. 251 del 30 novembre 2012.

---

spettiva costituzionalistica, osservato che la norma è chiaramente finalizzata a dare attuazione al principio di eguaglianza sostanziale proclamato dall’art. 3, comma 2, cost., diventa ineludibile confrontarsi con il problema della individuazione dei limiti delle azioni positive con le quali si rimuovono «gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l’eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l’effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all’organizzazione politica, economica e sociale del Paese». In altri termini, è necessario comprendere se le norme in analisi si pongono al di là di quella linea di legittimità costituzionale entro la quale l’introduzione di vantaggi specifici a favore di una particolare categoria svantaggiata è consentita, quando non imposta, dalla necessità di superare radicate discriminazioni».

<sup>27</sup> Il cui art. 23, rubricato *Parità tra uomini e donne*, dopo aver dichiarato che «la parità tra uomini e donne deve essere assicurata in tutti i campi, compreso in materia di occupazione, di lavoro e di retribuzione» precisa che «il principio della parità non osta al mantenimento o all’adozione di misure che prevedano vantaggi specifici a favore del sesso sottorappresentato», sul punto F. CUCCU, *Il diritto diseguale delle quote di genere nelle società*, cit., 115 ss.

<sup>28</sup> Sul Punto M. RUBINO DE RITIS, *L’introduzione delle c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo di società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 312-314.

<sup>29</sup> C. GARILLI, *Le azioni positive di genere nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, cit., 885 ss.; S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 131 e 133 che ricorda che dall’entrata in vigore della legge si sono verificati, per quanto riguarda le quotate, due soli casi di inosservanza, e per le società a controllo pubblico solo 12 casi.

<sup>30</sup> Anche perché un simile comportamento sarebbe presumibilmente in frode alla legge, eppertanto gli atti societari che vi dessero atto sarebbero inficiati da nullità, così C. GARILLI, *Le azioni positive di genere nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, cit., 885 ss.

<sup>31</sup> Diversamente M. RUBINO DE RITIS, *L’introduzione della c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo di società quotate*, cit., 322 il quale non si pone il problema di comportamenti elusivi ma avverte che per via di eventi imprevedibili (ad esempio decadenza dell’intero consiglio in dipendenza dell’operatività di una clausola statutaria “simul stabunt, simul cadent”) che abbiano determinato l’anticipata cessazione dell’organo gestorio rispetto alla scadenza naturale è possibile «l’esaurimento dei tre mandati in un periodo assai più breve di quello che il legislatore ha previsto per l’applicazione del criterio di riparto di quote. Di conseguenza, il periodo concreto di durata del riparto delle quote di genere può essere diverso per ogni società nonché differenziato per l’organo di amministrazione e per l’organo di controllo di ciascuna di esse».

Il TU Madia (d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175) ha stabilizzato (art. 11, comma 4) per le società a controllo pubblico (e quindi anche per il periodo successivo al terzo mandato dall'entrata in vigore della legge Golfo Mosca) la regola che garantisce al genere meno rappresentato un terzo delle cariche negli organi gestori e di controllo (percentuale poi di recente elevata ai due quinti dall'art. 6 della l. 162/2021<sup>32</sup>), ed ha esteso il principio della rappresentanza di genere anche agli organi monocratici ("le amministrazioni assicurano il rispetto del principio di equilibrio di genere, almeno nella misura di un terzo, da computare sul numero complessivo delle designazioni o nomine effettuate in corso d'anno").

La legge di bilancio del 2020 (l. 160 del 27 dicembre 2019, con efficacia dal 1° gennaio 2020) ha invece – modificando gli artt. a 147-ter, comma 1-ter e 148, comma 1-bis, TUF – elevato a due quinti la percentuale da riservare al genere meno rappresentato negli organi amministrativi e di controllo delle società quotate<sup>33</sup> e ha prorogato l'obbligo per ulteriori sei mandati<sup>34</sup>. Alla novella la Consob ha dato attuazione con la Delibera n. 21359 del 13 maggio 2020, modificando l'art. 144 *undecies* del Regolamento emittenti<sup>35</sup>

Inoltre, per quanto riguarda le società quotate, l'art. 123 TUF (come modificato dal d.lgs. n. 254/2006 di attuazione della direttiva 2014/95/UE) prevede l'obbligo di indicare nella Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari una descrizione delle politiche in materia di diversità applicate in relazione alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo relativamente ad aspetti quali l'età, la composizione di genere e il percorso formativo e professionale, nonché di descrivere gli obiettivi, le modalità di attuazione e i risultati di tali politiche e, nel caso in cui nessuna politica sia applicata, di motivare in maniera chiara e articolata le ragioni di tale scelta (*comply or explain*)<sup>36</sup>.

Anche il Codice di Corporate Governance (2020), con la raccomandazione n. 8, invita le società quotate a definire "i criteri di diversità per la composizione degli organi di amministrazione e di controllo e individua, anche tenuto conto dei propri assetti proprietari, lo strumento più idoneo per la loro attuazione".

<sup>32</sup> La norma estende alle società a controllo pubblico la disciplina in materia *board diversity* prevista per le società quotate dalla legge di bilancio 2020, su cui v. *infra* nel testo.

<sup>33</sup> La quota è arrotondabile per difetto in caso di organi composti da soli tre membri.

<sup>34</sup> F. GHEZZI, C. MOSCA, P. MARCHETTI, *Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche*, in *Riv. soc.*, 2020, 871 ss., i quali osservano che «anziché confidare, come era nelle intenzioni della legge Golfo-Mosca, in un mutato e consapevole contesto culturale, in grado di guidare le società nella scelta di una composizione bilanciata degli organi societari con riguardo (anche) agli aspetti di diversificazione di genere, la decisione del legislatore è stata di rinnovare l'obbligo degli emittenti di adeguarsi a criteri normativamente imposti, così dettando, anche per il futuro, precisi vincoli numerici nella composizione del *board* e del collegio sindacale; vincoli che, a loro volta, si riflettono nelle scelte degli azionisti all'atto di presentazione delle liste di candidati per il rinnovo delle cariche sociali».

<sup>35</sup> R. PIERANTONI, *L'equilibrio tra generi negli organi sociali delle società quotate nelle modifiche al Regolamento Emittenti*, <https://www.dirittobancario.it/news/corporate-governance/equilibrio-tra-generi-negli-organi-sociali-delle-societa-quotate-nelle-modifiche-regolamento-emittenti>.

<sup>36</sup> P. MARCHETTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, C. MOSCA, M. BIANCHI, M. MILIC, *Aggiornamento sulla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. soc.*, 2019, 859 ss. i quali osservano che «non si tratta, a bene vedere, di un dovere per le società di provvedere nel senso di una maggiore parità di genere nella gestione del personale, bensì di un obbligo di disclosure della situazione in essere e delle politiche attuate che può limitarsi, come talvolta accade, anche all'esternazione dell'assenza dell'adozione di una policy ad hoc in relazione a questo aspetto».

Per quanto riguarda le banche la Banca d'Italia con una Comunicazione del 2014<sup>37</sup> ha stabilito il principio di una adeguata diversificazione degli organi con funzione di supervisione strategica e con funzioni di gestione, non solo in termini di genere, ma anche di età, competenze, e provenienza geografica. Nel 2020 la Banca d'Italia ha proposto, invece, di introdurre per legge il principio della rappresentanza di genere negli organi di gestione e di controllo<sup>38</sup>.

Infine, gli enti di interesse pubblico (società quotate, banche, assicurazioni) devono pubblicare ogni anno una Dichiarazione di carattere non finanziario in cui devono essere incluse “le azioni poste in essere per garantire la parità di genere”<sup>39</sup>.

5. *La prospettiva efficientistica.* – Si è anticipato che il tema della rappresentanza di genere può essere affrontato da una prospettiva efficientistica. Questo aspetto era valorizzato dal Consiglio di Stato che – nel parere reso su richiesta del dipartimento pari opportunità della Presidenza del consiglio – rimarcava che, come intuito da parte della giurisprudenza amministrativa, l'istituto della rappresentanza di genere ha un fondamento economico. Infatti, come già rilevato dal Tar Lazio<sup>40</sup>, non si può trascurare il profilo «della strumentalità della equilibrata rappresentanza dei generi, nella composizione di tali organismi, rispetto ai fini del buon andamento e dell'imparzialità dell'azione amministrativa», dunque – argomenta sul punto il Consiglio di Stato – «l'equilibrio di genere rappresenta (...) la soluzione di un problema economico, afferente alla migliore distribuzione delle risorse umane. È l'efficienza, più che l'equità, a suggerire un maggiore coinvolgimento del genere femminile nei processi di produzione dei beni, sia pubblici che privati (...) La ratio della garanzia dell'equilibrio di genere è quindi fondata sull'esigenza fondamentale dell'efficienza del sistema (...) È, dunque, la tutela dell'interesse generale del massimo utile individuale e collettivo (e non dell'interesse pubblico) la ratio dell'azione positiva, nella consapevolezza che gli operatori macroeconomici – società private quotate e società pubbliche – operano in modo più efficiente quando, in difetto di meccanismi spontanei di selezione nell'insieme del genere umano, entrambe le sue componenti siano rappresentate». Avvertiva, tuttavia, il Consiglio di Stato che “il relativismo insito nell'equilibrio di genere” deve “confrontarsi con altri valori rilevanti quali quelli della libertà individuale e del primato del merito”.

Il parere del Consiglio di Stato appare del tutto coerente con i limiti posti dalla giurisprudenza unionale alle azioni positive in materia di equilibrio di genere<sup>41</sup>. Secondo la giurisprudenza unionale, infatti, «il criterio procedurale che porta a preferire il can-

<sup>37</sup> Circolare 285/2014 in attuazione della direttiva 2013/36/UE.

<sup>38</sup> Sul punto AA.VV., *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane, Rapporto dell'Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, 2021.

<sup>39</sup> Art 3, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 di attuazione della direttiva 2014/95/UE.

<sup>40</sup> Tar Lazio 25 luglio 2011, n. 6673, in <https://www.federalismi.it/nv14/articolo-documento.cfm?artid=18608>.

<sup>41</sup> F. CUCCU, *Il diritto diseguale delle quote di genere nelle società*, cit., 115 ss. che richiama Corte Giust. Ue, 11 novembre 1997, causa C-409/95; Corte Giust. Ue, 6 giugno 2000, causa C-407/98; Corte Giust. Ue, 28 marzo 2000, causa C-158/97; in *Corte eur. dir. uomo*, 12 febbraio 2008.

didato del genere sottorappresentato è valido solo a condizione che il soggetto preferito abbia preparazione e competenze non inferiori a coloro che risultano esclusi. Seguendo tale criterio, quindi, la preferenza dovrebbe essere accordata all'appartenente al genere meno rappresentato che sia altrettanto qualificato di quello del genere più rappresentato»<sup>42</sup>.

Gli studi sulla efficienza della rappresentanza di genere sono innumerevoli. I risultati di tali studi devono essere assunti con una certa cautela, dacché le differenze culturali e il grado di emancipazione delle donne (e il loro apporto alla vita economica, politica e sociale) variano da paese a paese<sup>43</sup>. Tuttavia, è innegabile che la maggior parte degli studi in materia giudichi, sulla base dei dati empirici disponibili, che la presenza delle donne nei consigli di amministrazione sia in grado di incidere positivamente sui risultati economici e finanziari delle imprese societarie. Le ragioni sono molteplici. La più elementare e banale è che la differenza è un valore<sup>44</sup>. Nel senso che i consigli di amministrazione sono più efficienti quando non solo in essi sono rappresentate diversificate e complementari competenze professionali, ma anche quando la differenza nell'approccio ai problemi dipenda da differenze di genere (o anche culturali, anagrafiche etc.): è il principio efficientistico della cosiddetta *Board diversity*<sup>45</sup>.

La seconda ragione è che l'accesso delle donne alla "stanza dei bottoni" è stato ostacolato principalmente da pregiudizi o stereotipi<sup>46</sup>, rimossi i quali le società hanno potuto accedere ad una platea di talenti più vasta, e pertanto la rottura del soffitto di cristallo ha consentito una migliore e più efficiente selezione meritocratica dei componenti il consiglio di amministrazione<sup>47</sup>.

Oltre queste motivazioni gli studi in materia<sup>48</sup> hanno, senza nessuna pretesa di completezza, evidenziato che sussistono (almeno) otto ragioni chiave per attendersi una maggiore performance aziendale correlata ad una aumentata diversità di genere nei consigli di amministrazione: 1. – le società maggiormente inclusive sono considerate più moderne e progressiste, cosa che può essere apprezzata positivamente dal mercato<sup>49</sup>; 2. – le donne contribuiscono ad una migliore comprensione delle esigenze del consumatore (d'altronde il 73% delle decisioni di spesa nelle famiglie è ancora oggi fatta dalle don-

<sup>42</sup> F. CUCCU, *Il diritto diseguale delle quote di genere nelle società*, cit., 115 ss.

<sup>43</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 51 ss.

<sup>44</sup> M. BIANCO, A. CIAVARELLA, R. SIGNORETTI, *Women on boards in Italy*, 7, «the diversity in corporate boards has been demonstrated in light of the agency theory and in the resource».

<sup>45</sup> In questo senso, mi sembra, anche U. MORERA, *Gli amministratori. Sez II Quote di genere*, in corso di pubblicazione e destinato al Trattato Donativi, e che ho avuto occasione di leggere grazie alla cortesia dell'Autore; M. RUBINO DE RITIS, *L'introduzione della c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo di società quotate*, cit., 314 nt. 15.

<sup>46</sup> R. ADAMS, P. FUNK, *Beyond the glass ceiling: Does gender matter?*, 2011, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1945078>.

<sup>47</sup> Le statistiche elaborate dall'UNESCO dimostrano che nel mondo la maggioranza dei laureati è di sesso femminile.

<sup>48</sup> Credit Suisse, *Research Institute, Gender diversity and corporate performance*, 2012.

<sup>49</sup> Credit Suisse, cit., 17 la ragione risiederebbe nel fatto che la presenza di donne nei boards «may signal greater focus on corporate governance» e che «the company is already doing well». R. ADAMS, S. GRAY, J. NOWLAND, *Does Gender Matter in the Boardrooms? Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcement*, 2011, <https://ssrn.com/abstract=1953152> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1953152>.

ne); 3. – la presenza femminile induce ad un più intenso confronto in seno al consiglio di amministrazione sugli argomenti all'ordine del giorno e sulle opzioni disponibili<sup>50</sup>; 4. – le donne prestano maggiore attenzione all'etica, al *welfare* aziendale, alla sostenibilità sociale<sup>51</sup> e ambientale dell'impresa<sup>52</sup>; 5. – le donne mostrano maggiore avversione al rischio dell'impresa (il che, soprattutto in fase recessiva, contribuisce ad una migliore resilienza delle imprese stesse)<sup>53</sup>; 6. – la diversificazione consente un migliore mix di qualità manageriali<sup>54</sup>; 7. – la presenza di consigliere determina un aumento del livello di *disclosure* della società e quindi di trasparenza della stessa<sup>55</sup>; 8. – la *board gender diversity* rende più efficace l'attività di *monitoring* e di *advising*<sup>56</sup>. Alcune di queste ragioni sono legate alle differenze biologiche tra uomini e donne<sup>57</sup>, che attribuiscono alle donne una più spiccata competenza di intelligenza emotiva, vale a dire la «capacità di riconoscere le emozioni proprie e degli altri e utilizzarle come leva in grado di comunicare efficacemen-

<sup>50</sup> Le ragioni sono plurime. La più elementare è che «the majority group improves its own performance in response to minority involvement. Simply put, nobody wants to look bad in front of a stranger» (Credit Suisse, cit., 17), ma ci sono anche ragioni comportamentali, infatti la presenza di donne nel *board* incrementa la «collective group intelligence» dacché le donne sono tipicamente «more socially sensitive (identified as better at reading other people's thoughts) than men» Credit Suisse, cit., 17), tuttavia, i ricercatori avvertono che la maggiore diversità nella composizione del CdA potrebbe avere l'effetto di generare conflitti e tensioni nel processo decisionale. Sul punto AA.VV., *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane, Rapporto dell'Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, 2021, 10, che enfatizza come «l'interazione di esponenti con profili differenti tra loro contribuisce ad assicurare pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei problemi e nell'assunzione delle decisioni nonché maggiore dibattito critico nel *board* contrastando il rischio di comportamenti di mero allineamento a posizioni prevalenti, interne o esterne alla banca (fenomeno noto come “mentalità di gruppo” o groupthinking)». In arg. V. anche R.B. ADAMS, DANIEL FERREIRA, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, in *Journal of Financial Econ.* (200), 291-309; S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 93.

<sup>51</sup> Credit Suisse, cit., 179; P. PROFETA, *Gender Equality and Public Policy: Measuring Progress in Europe*, Cambridge, 2020, 109 ss. (edizione Kindle).

<sup>52</sup> M.L. MONTAGNANI, M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss. le quali precisano che la *gender socialization theory* e le *ethical theories* spiegherebbero l'attenzione delle donne ai profili di sostenibilità ambientale: «(i) esse non solo vedono moralità ed etica in termini di responsabilità, finalizzata a migliorare lo stato delle cose, mentre gli uomini collegano questi due concetti unicamente a precisi diritti; ma (ii) sono anche proattive e il loro comportamento è orientato al lungo termine, più attento all'etica e socialmente responsabile, mentre gli uomini tendono a prediligere azioni “eroiche”, di maggior impatto ma a breve termine»; In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 45; U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, cit., 166-167.

<sup>53</sup> Il che ridurrebbe del 20% il rischio di insolvenza v. Credit Suisse, cit., 19. Tuttavia, l'avversione al rischio potrebbe essere detrimetale nei periodi di rapida espansione economica and «equity bull market». Sul tema v. P. PROFETA, *Gender Equality and Public Policy: Measuring Progress in Europe*, Cambridge, 2020, 86 ss. (edizione Kindle), la quale però conclude che gli studi in materia sono contraddittori.

<sup>54</sup> Credit Suisse, cit., 18 ricorda che gli studi in materia hanno dimostrato che «for instance, women were found to be particularly good at defining responsibilities clearly as well as being strong on mentoring and coaching employees. Men were much better at taking individual decision an then corrective actions should things go awry».

<sup>55</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 45.

<sup>56</sup> U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, cit., 164.

<sup>57</sup> Su cui U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, cit., 155 ss.

te e di motivare gli individui che fanno parte dell'azienda»<sup>58</sup>, rispetto agli uomini.

Per tutte queste ragioni le donne nel CdA contribuirebbero «positivamente all'andamento degli *stock prices*, al *CSR rating*, alla reputazione della società, al *reporting* volontario delle informazioni, all'informativa *ESG*, ai *financial returns*, al contenimento della diminuzione delle *performances* anche in periodi di crisi economica»<sup>59</sup>.

Alcune di queste ragioni (ad esempio la pretesa aversione al rischio ovvero l'attenzione al *welfare* e alla sostenibilità sociale e ambientale) sono tuttavia messe in discussione da taluni recenti studi, che ritengono che questi comportamenti siano in parte frutto di condizionamenti ambientali (dalle donne ci si attende una maggiore 'sensibilità'<sup>60</sup>) ovvero di inesperienza (quanto alla avversione al rischio)<sup>61</sup>. E pertanto l'aspettativa di simili comportamenti da parte dei consiglieri donna è essa stessa un pregiudizio<sup>62</sup>. I dati empirici dimostrerebbero, infatti, che le *manager* esperte effettuano le medesime scelte gestionali che avrebbe fatto un uomo<sup>63</sup>. È allora, ove questi studi fossero confermati, da attendersi che alcune caratteristiche di genere nella gestione delle società nel tempo, e quindi nel consolidamento della presenza di amministratrici competenti ed esperte, possano via via attenuarsi, se non scomparire del tutto.

6. *Gli effetti della legge nel suo primo decennio di applicazione.* – La legge Golfo Mosca produceva da subito un cambiamento nella corporate governance delle società quotate e delle società pubbliche<sup>64</sup>. A dieci anni dalla sua entrata in vigore la presenza

<sup>58</sup> S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 54.

<sup>59</sup> M.L. MONTAGNANI, M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss., cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>60</sup> È la cosiddetta teoria del "gender role" «gli individui sviluppano aspettative e considerazioni basate su ciò, che nella visione comune, è considerato più o meno appropriato per una donna (...) I pregiudizi consistono in valutazioni distorte legate a stereotipi e luoghi comuni. Quando gli individui hanno degli stereotipi legati a un soggetto, si aspettano che il soggetto abbia un comportamento in linea con lo stereotipo» così. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 57-58.

<sup>61</sup> C.C. ECKEL, PHILIP J. GROSSMAN, *Men, Women and Risk Aversion: Experimental Evidence School of Economic, Political and Policy Sciences*, Handbook of Experimental Economics Results, Volume 1, 2008, 1061-1073, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574072207001138>, i quali ricordano che, secondo alcuni studi, «women are shown to be significantly more risk-averse, with their risk aversion decreasing with competence, overconfidence, and knowledge: women's risk-aversion diminishes as their expertise increases. The interactions have just the opposite effect for men, with risk aversion increasing in expertise and confidence». Dello stesso avviso H. VIERA, *Does boardroom gender diversity affect firm risk?*, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 36, febbraio 2016, 26-53 cui si rinvia per ulteriori indicazioni bibliografiche.

<sup>62</sup> John C. Coffee, JR., *The European Commission Considers "Short-Termism" (and "What Do You Mean by That?")*, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/11/16/the-european-commission-considers-short-termism-and-what-do-you-mean-by-that/>, il quale osserva che «Its stereotypical assumption that females favor sustainability over profit»; In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 51 ss. e 57.

<sup>63</sup> P. PROFETA, *Gender Equality and Public Policy: Measuring Progress in Europe*, cit., 86.

<sup>64</sup> AA.VV., *La presenza delle donne nelle società controllate dalle Pubbliche Amministrazioni*, Presidenza del Consiglio dei ministri, Dipartimento per le Pari Opportunità, 2013, che rilevava che, al primo rinnovo degli organi sociali, la presenza delle donne negli organi di controllo e di amministrazione delle società a controllo pubblico saliva subito al 23,8%.



delle donne negli organi amministrativi delle società quotate e a controllo pubblico è pari rispettivamente al 39 e al 25 per cento (nelle società pubbliche è maggiormente diffuso il modello di amministrazione monocratica, e ciò può giustificare la minore percentuale<sup>65</sup>). Dati simili sono riscontrabili anche per quanto riguarda la rappresentanza di genere negli organi di controllo<sup>66</sup>.

Più in particolare, il Rapporto Consob 2020 rileva che «in applicazione della nuova legge, le 76 società che hanno rinnovato la composizione dell'organo amministrativo nel 2020 mostrano una presenza media di 4 donne, pari al 42,8% del board»<sup>67</sup> mentre risulta ancora «estremamente contenuta la frequenza con cui le donne ricoprono il ruolo di amministratore delegato (accade in 15 società, rappresentative di poco più del 2% del valore totale di mercato) e di presidente dell'organo amministrativo (26 emittenti pari al 18% della capitalizzazione complessiva, quasi la metà del dato per il 2019)»<sup>68</sup>. Al contrario è aumentata la presenza di donne nominate dai soci di minoranza in applicazione del voto di lista, e le donne sono più frequentemente titolari di più di un incarico di amministrazione (interlocker)<sup>69</sup>.

Inoltre, la disciplina sulla rappresentanza di genere ha migliorato la composizione dei CdA delle quotate; infatti, a partire dal 2012 «le caratteristiche dei consigli di amministrazione hanno sperimentato alcuni cambiamenti. In particolare, è aumentata in media la quota di membri con un diploma di laurea e studi di specializzazione post-universitari, si è lievemente ridotta l'età media ed è aumentata la diversificazione del background professionale dei consiglieri»<sup>70</sup>. Insomma, la legge Golfo-Mosca ha avuto l'effetto di promuovere la *Board diversity* che è «ovviamente, un concetto distinto da quello di mera differenziazione di genere»<sup>71</sup>, infatti il processo di selezione determinato dall'implementazione della legge «ha condotto ad un trend generale di innalzamento della qualità complessiva della composizione dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali in termini di età media, provenienza geografica, titoli di studio e differenziazione professionale»<sup>72</sup>.

<sup>65</sup> AA.VV., *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane, Rapporto dell'Osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, 2021, 11 che nota come nelle società con consiglio di amministrazione la presenza femminile nei CdA sia pari al 27,4 dei componenti, mentre nel caso di organo gestorio monocratico la percentuale femminile scenda al 10,4. Sul punto anche F. GHEZZI, C. MOSCA, P. MARCHETTI, *Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche*, cit.

<sup>66</sup> Similari risultati sono registrati nei paesi che hanno introdotto un obbligo di rappresentanza di genere nelle società quotate o a controllo pubblico. La percentuale di donne nei CdA delle quotate è (dati 2018), ad esempio, del 45,7 % in Islanda, del 44,1% in Francia, del 41,0% in Norvegia, maggiori dati in S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 25 ss.

<sup>67</sup> Consob, *Report on corporate governance of Italian Listed companies. Statistics and analyses 2020*, 2021, [https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcgf/-/asset\\_publisher/K2uhgZAhU021/content/2020-report-on-corporate-governance/718268](https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rcgf/-/asset_publisher/K2uhgZAhU021/content/2020-report-on-corporate-governance/718268).

<sup>68</sup> Consob, *Report on corporate governance of Italian Listed companies. Statistics and analyses 2020*, cit.

<sup>69</sup> Consob, *Report on corporate governance of Italian Listed companies. Statistics and analyses 2020*, cit.

<sup>70</sup> Consob, *Report on corporate governance of Italian Listed companies. Statistics and analyses 2020*, 2021, 27.

<sup>71</sup> P. MARCHETTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, C. MOSCA, M. BIANCHI, M. MILIČ, *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. Soc.*, 2018, 254 ss.

<sup>72</sup> P. MARCHETTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, C. MOSCA, M. BIANCHI, M. MILIČ, *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. Soc.*, 2018, 254 ss.

L'incremento della rappresentanza femminile negli organi societari delle società quotate non ha peraltro avuto effetti negativi sulle *performance* economiche delle stesse, e anzi ha determinato una minore volatilità dei titoli<sup>73</sup>, al contrario di ciò che era accaduto in Norvegia nei primi anni di applicazione della legge<sup>74</sup>. E ciò perché il mercato, come si è anticipato, e a differenza di quanto accaduto in Norvegia, ha attinto ai migliori talenti femminili disponibili (donne professioniste, con competenze e livelli di istruzione elevati<sup>75</sup>) per completare gli organi societari nella misura prevista dalla legge<sup>76</sup>. La circostanza è riconosciuta da Assonime, che registra come in presenza del vincolo esterno introdotto dalla legge Golfo-Mosca, le società quotate abbiano «di preferenza, nominato donne di maggiore esperienza o comunque di più consolidata reputazione»<sup>77</sup>. Nulla è invece dato di sapere, sotto il profilo qualitativo, delle società a controllo pubblico. Infatti, la norma della TU Madia che prevedeva che un successivo DPR avrebbe stabilito (indipendentemente dal genere) i requisiti di professionalità e onorabilità dei componenti degli organi amministrativi e di controllo delle società a controllo pubblico non è stata mai attuata. Lasciando, deprecabilmente, alla politica la possibilità di sostituire il criterio del merito nella selezione degli amministratori/amministratrici delle società a partecipazione pubblica con quello, clientelare, della fedeltà.

7. *Considerazioni conclusive.* – Le legge Golfo – Mosca, a dieci anni dalla sua promulgazione, ha avuto un effetto benefico sul mercato. Infatti, anche per quanto riguarda le società non obbligate ad introdurre le quote di genere nella composizione dei propri organi societari, si è assistito ad un rapido (seppur più contenuto rispetto alle società obbligate) aumento della percentuale di donne negli organi gestori e di controllo. Ciò è principalmente dovuto al cambiamento di cultura, promosso dalla legge, nei confronti della *Board diversity*<sup>78</sup>. La *Board diversity* è infatti considerata un efficiente

<sup>73</sup> Presumibilmente collegata alla (percepita) minore rischiosità della società.

<sup>74</sup> R. ADAMS, P. FUNK, *Beyond the glass ceiling: Does gender matter?*, cit., ricordano che «that there were only 9% female directors on boards at the time the Norwegian government passed the law requiring a 40% director gender quota. Once the law was enforced in 2008, there was a substantial shortfall in the supply of qualified female candidates with CEO or prior board experience. The shortfall was so large that the Norwegian government established a database of potential female candidates»; per tanto le donne nominate nei CdA erano all'inizio «younger and less experienced than both female and male directors in place before the law was enforced. Their results suggest that new female directors would probably not have been selected as directors absent the law». Sull'esperienza norvegese v. anche M.C. ROSSO, *Dai "soliti noti" alla "gender diversity": come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (I parte) – un'isola felice per la parità di genere: il modello norvegese*, in *Giur. It.*, 2015, 2245 ss.

<sup>75</sup> S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 143.

<sup>76</sup> G. FERRARI, V. FERRARO, P. PROFETA, C. PRONZATO, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, in *IZA Discussion Paper* No. 10239, 2016. La prassi italiana ha dunque sconfessato le preoccupazioni dei primi commentatori circa possibili comportamenti elusivi da parte degli appointing bodies; J. DAGNES, *Dai "soliti noti" alla "gender diversity": come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (II parte) – la rappresentanza di genere nei cda italiani: una prospettiva sociologica*, in *Giur. It.*, 2015, 2245 ss.

<sup>77</sup> Ciò, tuttavia, parimenti ricorda Assonime, ha causato un incremento sensibile delle situazioni di amministratori multi-carica, Assonime, cit., nt. 46, 22 e figura 11.

<sup>78</sup> M. S. RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2021, 416 ss.

modello di *corporate governance*, e come tale è raccomandato da moltissimi, se non tutti, i codici di *Corporate Governance*, dalle *Autorities*, e dai corpi intermedi.

Anche la recente scelta del legislatore di elevare la percentuale di donne negli organi delle quotate e delle società a controllo pubblico ubbidisce ad un convincente razionale economico; infatti, numerosi studi hanno dimostrato che l'efficienza degli organi gestori e di controllo aumenta quando la presenza femminile raggiunge una "massa critica" (vale a dire le donne siano due o più)<sup>79</sup>.

Il valore della "diversità" nella gestione della società rileva, ad avviso di chi scrive, anche per quanto riguarda le "società chiuse". Come si è ricordato, pressoché tutti gli studi in materia concordano nel confermare il positivo legame esistente tra diversità di genere e *performance* di una impresa, il che basilarmente si spiega dacché «in heterogeneous contest, the perspectives are enlarged, discussions are more effective, innovation increases and the pool of talent is widened»<sup>80</sup>.

Pertanto, la riconosciuta valenza efficientistica della diversità di genere impone, come prescritto dai Codici di Corporate Governance, che della stessa si tenga conto nella costruzione dell'"adeguato" assetto organizzativo, amministrativo e contabile di cui la società, coerentemente con la natura e le dimensioni dell'impresa, si deve obbligatoriamente dotare (art. 2086 c.c. come novellato dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza). La predisposizione di un "assetto" adeguato rientra nelle competenze esclusive del consiglio di amministrazione, e l'inadeguatezza degli assetti è fonte di responsabilità per gli amministratori (specie nel caso in cui l'inadeguatezza agli assetti pregiudichi la rilevazione tempestiva delle crisi d'impresa e l'implementazione di strumenti idonei a farvi fronte).

È, dunque, condivisibile la tesi secondo cui la prescrizione relativa alla implementazione di assetti organizzativi adeguati alle dimensioni, oggetto e contesto in cui la società operi non si limiti a prevedere una (spesso formale) burocratizzazione dell'attività di impresa in ossequio a modelli più o meno standardizzati di organizzazione aziendale, ma scolpisca – per contro – nel nostro ordinamento un "paradigma generale di correttezza gestionale dell'impresa"<sup>81</sup>.

D'altronde si è correttamente affermato che la stessa composizione del *board* è uno degli assetti amministrativi<sup>82</sup> che gli amministratori sono chiamati a valutare, e a correggere – ove ritenuto inefficiente – utilizzando gli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento ovvero sottoponendo all'assemblea, quando di competenza, le modifiche opportune; un principio in materia è espressamente previsto per le società quotate dal Codice di corporate governance<sup>83</sup>, e tale principio integrando una regola di corretta amministrazione dell'impresa, è senz'altro estendibile a tutte le imprese collettive. Quindi

<sup>79</sup> In arg. S. DE MASI, *La diversità di genere negli organi di governance delle imprese*, cit., 51.

<sup>80</sup> P. PROFETA, *Gender Equality and Public Policy: Measuring Progress in Europe*, cit., 97 ss.

<sup>81</sup> P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. Comm.*, 2020, 829 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss. Nello stesso senso, vale a dire che l'obbligo non si esaurisca in una mera "procedimentalizzazione" dell'attività di impresa, mi sembra, anche V. DI CATALDO, D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. Comm.*, 2021, 69 ss.

<sup>82</sup> M.S. RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2021, 416 ss.

<sup>83</sup> Codice di corporate governance, 2020, cit., art. 1, Principio III.

gli amministratori dovranno tenere conto del valore della *gender diversity* non solo nella predisposizione delle procedure per la selezione del personale (e soprattutto dei quadri e dei dirigenti dell'impresa), nella costruzione degli organigrammi aziendali, e nella definizione del sistema di controlli e di *advisorship* interno; ma anche nell'interlocuzione con la proprietà chiedendo o proponendo (è certamente legittima, e anzi frequente nelle società ad azionariato diffuso, la proposizione da parte del consiglio di amministrazione uscente di una lista di persone da candidare in sede di rinnovo degli organi) – eventualmente, ove occorra, modificando lo statuto della società – che i soci tengano conto, nel definire la *corporate governance* della società, del valore della *board diversity*.

# LA RIDUZIONE DEL CAPITALE “EPIDEMICA” E DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI

di *Mario Campobasso*

SOMMARIO: 1. Il dato normativo. – 2. La legittima sospensione della regola ricapitalizza o liquida e i precedenti dell’art. 6 d.l. liquidità. – 3. La disciplina della riduzione del capitale per perdite “epidemica”. – 4. I doveri di gestione degli amministratori. – 4. Conclusioni.

1. *Il dato normativo.* – Era prevedibile e quasi inevitabile che, fra le misure introdotte per fronteggiare la crisi economica determinata dalla pandemia di Covid-19, figurasse la sospensione delle regole sulla riduzione del capitale per perdite e dello scioglimento per la perdita del minimo legale.

L’art. 6 d.l. 8 aprile 2020, n. 23, (c.d. “decreto liquidità”, conv., dalla legge 5 giugno 2020, n. 40) disponeva in origine che «a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto [9-4-2020] e fino alla data del 31 dicembre 2020 per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data» non si applicassero «gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-*bis*, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-*ter* del codice civile». Per lo stesso periodo era inoltre sospesa «la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-*duodecies* del codice civile».

La relazione legislativa segnalava la situazione anomala determinata dalla eccezionale crisi economica conseguente all’epidemia di Covid-19, tale da travolgere «anche imprese che prima della pandemia si trovavano in condizioni economiche anche ottimali, traducendosi in una patologica perdita di capitale che non riflette le effettive capacità e potenzialità delle imprese coinvolte». Perciò, la disposizione mirava ad evitare «che la perdita del capitale, dovuta al Covid-19 e verificatasi nel corso degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2020, ponga gli amministratori di un numero elevatissimo di imprese nell’alternativa – palesemente abnorme – tra l’immediata messa in liquidazione con perdita della prospettiva di continuità per imprese anche performanti, ed il rischio di esporsi alla responsabilità per gestione non conservativa ai sensi dell’articolo 2486 del codice civile».

Era facile predire tuttavia che, se questi erano i problemi presi in considerazione dal legislatore, la norma per come era scritta non li risolveva affatto, bensì si limitava a posticipare di pochi mesi l’emergere del fenomeno, quando – terminato il periodo di grazia – le imprese si sarebbero trovate ad affrontare la questione delle perdite di capitale in un momento in cui gli effetti economici della pandemia sarebbero stati ancora sicuramente attuali, se non persino peggiori.

È così che, a fronte della prospettiva dell’ormai imminente ripresa di efficacia delle regole sul capitale sociale precedentemente sospese, l’art. 1, comma 266, legge 30 di-

cembre 2020, n. 178 (legge di bilancio 2021) ha completamente riscritto la disposizione del decreto liquidità ed ha consentito di rinviare al 2026 gli interventi sulle perdite maturate nel 2020. Ed infine, con una proroga di un anno della disposizione emergenziale operata dal d.l. 30.12.2021, n. 288, conv. in legge 15/2022, è stato consentito di rinviare le perdite emerse nel 2021 fino al 2027.

Più precisamente, l'attuale formulazione dell'art. 6 dispone «per le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021» la disapplicazione:

- dell'obbligo di riduzione del capitale per perdite già rinviate a nuovo nell'esercizio precedente e non diminuite al di sotto del terzo (art. 2446, 2° e 3° comma, e 2482-*bis*, 4°, 5° e 6° comma). L'art. 6, 2° comma, d.l. liquidità, concede invece di riportare a nuovo la perdita fino al quinto esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2020, e pertanto alla riduzione dovrà provvedere solo l'assemblea che approva il bilancio in corso al 31 dicembre 2025, in sostanza l'assemblea annuale del 2026.

- dell'obbligo di provvedere immediatamente alla riduzione e successiva ricapitalizzazione, oppure alla trasformazione o allo scioglimento della società in caso di perdite oltre terzo e al di sotto del minimo legale (artt. 2447 e 2482-*ter*). L'art. 6, 3° comma, consente all'assemblea di rinviare a nuovo anche queste perdite per i successivi cinque esercizi, in modo da posticipare l'assunzione dei necessari provvedimenti nell'assemblea annuale del 2026.

- della causa di scioglimento per la perdita del minimo del capitale (art. 2484, 1° comma, numero 4), e per perdita integrale del capitale nelle società cooperative (art. 2545-*duodecies*)<sup>1</sup>.

2. *La legittima sospensione della regola ricapitalizza o liquida e i precedenti dell'art. 6 d.l. liquidità.* – Il significato generale dell'intervento emergenziale è chiaro: sospendere temporaneamente l'applicazione del principio "ricapitalizza o liquida". Il che non viola le regole europee di armonizzazione delle società di capitali perché i principi del diritto europeo sul capitale sociale non fanno obbligo alle società di ricosti-

---

<sup>1</sup> Una diversa e più estrema lettura della disposizione è prospettata da ABRIANI, BUTTIGNON, *Legge di bilancio 2021 e patrimonio netto di bilancio nelle società di capitali in Italia: spunti per il superamento di un paradigma*, in *IlSocietario.it.*, 17 febbraio 2021, secondo cui: 1) le perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020 [nella versione della norma al tempo vigente] sono *definitivamente* esonerate dall'applicazione delle regole sulla riduzione obbligatoria del capitale; 2) per le perdite emerse in tutti gli esercizi anteriori e posteriori si applicano gli obblighi di riduzione secondo i termini più "rilassati" previsti dai commi 2° e 3° dell'art. 6 decreto liquidità. La tesi si espone però a numerosi rilievi formali. Innanzitutto, le norme codicistiche in tema di riduzione obbligatoria del capitale per perdite sarebbero, in sostanza, implicitamente abrogate e sostituite dall'art. 6, 2° e 3° comma: se così fosse, allora sarebbe superfluo precisare che per le perdite del 2020 «non si applicano gli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482-*bis*, quarto, quinto e sesto comma, e 2482-*ter* del codice civile»; quelle norme ormai non si applicherebbero più ad alcuna perdita di capitale, mentre dovrebbe trovare applicazione la disciplina sostitutiva dell'art. 6 d.l. liquidità. E da cosa si ricaverebbe, inoltre che le perdite del biennio di pandemia 2020-2021, oltre ad essere sottratte alle norme codicistiche sopra indicate, sono esonerate dall'applicazione della disciplina sostitutiva contenuta ai commi 2° e 3° dell'art. 6 decreto liquidità? Se l'intento era quello di attenuare in modo permanente e generalizzato la disciplina della riduzione del capitale per perdite, perché non operare direttamente sulle norme del codice civile, invece di sopprimerle tacitamente? Tutto ciò senza considerare che non vi è alcuna traccia di un'ipotetica volontà legislativa di operare una modifica permanente del principio "ricapitalizza o liquida" e che, anzi, il contesto del decreto liquidità in cui è inserito il nuovo art. 6 è costituito da un complesso di disposizioni chiaramente transitorie ed emergenziali.

tuire mediante nuovi conferimenti il capitale perduto per perdite, né dispongono lo scioglimento della società che non provveda a tale ricostituzione; bensì richiedono solamente che: «In caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli Stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti» (art. 57 direttiva 2017/1132/UE, che recepisce il previgente art. 17 della seconda direttiva di armonizzazione societaria, peraltro applicabile solo alla società per azioni e *non* alla s.r.l.).

Pertanto non è la prima volta che l'applicazione della regola "ricapitalizza o liquida" viene sospesa o ritardata da normative speciali. In proposito è stato da varie parti richiamato il precedente dell'art. 182-*sexies*, l. fall. (introdotto dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. in legge n. 134/2012, ed oggi ripreso dagli artt. 20, 64 e 89 CCI) che parimenti sospende le regole sulla riduzione obbligatoria per perdite e sullo scioglimento per perdite dalla data della domanda di ammissione al concordato preventivo o di omologazione dell'accordo di ristrutturazione sino all'omologazione<sup>2</sup>.

Né vanno dimenticate le norme sulle perdite di capitale nelle *start-up* innovative e PMI innovative. Per queste società, quando il capitale si è ridotto per perdite oltre un terzo (art. 2446 c.c.), la riduzione può essere posticipata fino al secondo esercizio successivo; mentre, quando la perdita ha ridotto il capitale al di sotto del minimo legale, la decisione sui provvedimenti da assumere ai sensi dell'art. 2447 e 2482-*ter* c.c. può essere rinviata alla chiusura dell'esercizio successivo, senza che operi lo scioglimento della società (art. 26 d.l. n. 179/2012 e 4, 9° comma, d.l. n. 3/2015, conv. in legge n. 33/2015). E in questo caso l'affinità con le regole della disciplina emergenziale da Covid-19 mi sembra maggiore che rispetto al modello dell'art. 182-*sexies* l. fall., perché la sospensione della regola "ricapitalizza o liquida" nella disposizione della legge fallimentare (e nelle corrispondenti previsioni del codice della crisi e dell'insolvenza) è funzionale ad uno scopo, ossia rendere possibile il tentativo di regolare il dissesto attraverso una soluzione consensuale della crisi. Invece, la disciplina delle PMI innovative e quella del decreto liquidità si muovono in un'ottica di puro differimento fine a se stesso: si rinvia l'intervento sul capitale nella speranza che l'andamento dell'esercizio o degli esercizi futuri consenta di ripianare le perdite, ma non si collega la concessione del periodo di grazia a nessuna iniziativa precisa volta a determinare il superamento della crisi.

Non a caso, forse, l'estensione generalizzata a tutte le società della disciplina sulla riduzione delle perdite delle *start-up* era contenuta in una delle proposte condivise fra CNDCEC e Confindustria del 10 marzo 2020<sup>3</sup>. La legge n. 178/2020 però è andata anche oltre, perché ha concesso un più lungo termine di recupero delle perdite: cinque esercizi per le perdite di qualsiasi importo<sup>4</sup>.

Tuttavia, il modello più probabile per la nuova disciplina è da rintracciare nelle leg-

---

<sup>2</sup>Fra molti, STRAMPELLI, *La preservazione (?) della continuità aziendale nella crisi da Covid-19: capitale sociale e bilanci nei decreti "Liquidità" e "Rilancio"*, in *Riv. soc.*, 2020, 373; GALLETTI, *Il diritto della crisi sospeso e la legislazione concorsuale in tempo di guerra*, in *Ilfallimentarista.it*, 14 aprile 2020.

<sup>3</sup>Il documento *Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e Confindustria: Proposte condivise per far fronte all'emergenza da COVID-19* è stato pubblicato in allegato all'*Informativa* del CNDCEC n. 21 del 10 marzo 2020 ed è reperibile sul sito [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it). La proposta in questione è la n. 20.

<sup>4</sup>Non mi sembra dubitabile, perciò, che anche le PMI innovative possano beneficiare della più favorevole disciplina stabilita in generale dall'art. 6 d.l. liquidità.

gi emergenziali per il terremoto dell'Emilia Romagna, dove già si ritrova il meccanismo di sterilizzare per un certo numero di anni (4 esercizi) le perdite relative all'esercizio nel quale si è verificata una calamità (art. 6-*octies*, d.l. 26 aprile 2013, n. 43, conv. in legge 24 giugno 2013, n. 71)<sup>5</sup>.

Indubbiamente, quindi, le norme emergenziali in esame si collocano in una linea di tendenza volta ad attenuare il rigore della disciplina sul capitale sociale, che a sua volta si radica nell'annoso dibattito sull'effettiva utilità di questo istituto e sull'opportunità di mantenerlo nel diritto societario<sup>6</sup>. Tanto che vi è chi si domanda quale potrà essere la *exit strategy* alla scadenza della sospensione degli obblighi di riduzione del capitale per perdite, e non sono mancati gli inviti a cogliere l'occasione della crisi per imprimere una spinta evolutiva e modernizzatrice alle regole di diritto comune<sup>7</sup>.

Esula dalle finalità di queste note prendere posizione su siffatte questioni di vertice<sup>8</sup>. Mi limito ad osservare che è certamente possibile sfruttare i momenti di crisi economica per innovare anche radicalmente la disciplina delle iniziative imprenditoriali, ma sarebbe bene essere sicuri di poter sostituire il vecchio regime con uno migliore sotto il profilo dell'effettività di tutela dei creditori, della semplicità di gestione delle nuove regole e degli oneri per le società, altrimenti si sommano le difficoltà per gli operatori economici invece di risolvere i loro problemi. E lo dimostrano chiaramente le difficoltà in cui si è dibattuto per oltre due anni e mezzo il nuovo *codice della crisi e dell'insolvenza* prima di riuscire ad entrare in vigore, peraltro non senza sostanziali modifiche dal disegno originario, come si noterà più avanti.

3. *La disciplina della riduzione del capitale per perdite "epidemiche"*. – Il fine generale della normativa emergenziale è dunque chiaro: guadagnare tempo, per evitare di costringere alla dissoluzione imprese "incolpevoli" delle perdite provocate dalla pandemia e che potrebbero spontaneamente risollevarsi dal dissesto con la ripresa econo-

<sup>5</sup> Più specificamente, la norma citata dispone che, per le imprese che hanno sede nei comuni colpiti dal sisma del maggio 2012 «le perdite relative all'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2012 non rilevano, nell'esercizio nel quale si realizzano e nei quattro esercizi successivi, ai fini dell'applicazione degli articoli 2446, 2447, 2483-bis, 2482-ter, 2484 e 2545-duodecies del codice civile».

<sup>6</sup> Senza presunzione di completezza, oltre al famoso saggio di ENRIQUES e MACEY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss., critico sulla funzione del capitale sociale, ed alla replica di DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; si può consultare sul relativo dibattito, M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.; ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu – Messineo*, Milano, 2012, 465 ss.; PORTALE, *La parabola del capitale sociale nelle s.r.l. (dall'«importanza quasi sacramentale» al ruolo di «ferro-vecchio»?)*, in *Riv. soc.*, 2015, 815 ss.

<sup>7</sup> Oltre ad ABRIANI, BUTTIGLIONI, *op. loc. cit.*, secondo cui la legislazione emergenziale ha già permanentemente modificato la disciplina degli obblighi di riduzione del capitale per perdite, si veda ZARI, *Tra Decreto Liquidità e liquidità codicistica: il crepuscolo del capitale sociale?*, in *Il Fallimentarista.it.*, 23 dicembre 2020; nonché LATELLA, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del Covid-19*, in *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell'era post Covid-19*, a cura di G. PALMIERI, vol. I, Napoli, 2020, 356 ss. che propone di sostituire il sistema del capitale sociale con forme di assicurazione obbligatoria del rischio creditizio dell'impresa.

<sup>8</sup> Ho tuttavia provato a formulare alcune considerazioni sul fenomeno del declino del capitale sociale in M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 143 ss.



mica conseguente alla cessazione dell'emergenza sanitaria. Varie incertezze emergono tuttavia dall'esame più dettagliato della disposizione in esame.

Un primo profilo concerne l'identificazione delle perdite rilevanti. Più specificamente, occorre stabilire se l'art. 6 d.l. liquidità introduce un meccanismo in base al quale gli obblighi di riduzione del capitale sono sospesi, nel periodo di efficacia del provvedimento, indipendentemente da quando si sono generate le perdite, oppure se mira a sterilizzare solo la rilevanza delle perdite determinatesi nel corso dell'epidemia di Covid-19.

Il quesito può essere scomposto in due sottoproblemi, che è opportuno esaminare separatamente: la rilevanza delle perdite maturate anteriormente ma ancora presenti nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2021; e la rilevanza, per le società che hanno maturato perdite nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2021, delle ulteriori perdite emerse negli esercizi successivi fino al 2026.

Cominciamo dalla questione delle perdite pregresse: dopo l'introduzione dell'art. 6 d.l. liquidità la commissione società del Consiglio Notarile di Milano ha emanato la massima n. 191 nella quale si affermava che la norma avrebbe dovuto trovare applicazione «a prescindere da quale sia la data di riferimento del bilancio di esercizio o della situazione patrimoniale infra-annuale, dai quali emergono le predette perdite»: perciò anche una società che avesse perdite pregresse al 2020 (come in origine previsto dalla norma) avrebbe potuto beneficiare della sospensione dagli obblighi di riduzione del capitale. La soluzione, benché non pacifica, era a mio avviso conforme all'originaria formulazione letterale della disposizione, che sospendeva fino alla fine del 2020 l'applicazione degli indicati articoli «per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro [il 31 dicembre 2020]»: tali sono pure le perdite realizzate nel 2019 o prima. La richiamata massima riportava in motivazione anche un argomento abbastanza convincente: e cioè che fra le disposizioni sospese vi erano gli art. 2446, 2° comma, e 2482-bis, 4° comma, c.c., vale a dire l'obbligo per l'assemblea che approva il bilancio di ridurre le perdite oltre il terzo riportate a nuovo dall'esercizio precedente; è chiaro che le tali perdite (di cui nel 2020 non è più obbligatorio effettuare la riduzione) non possono che essere le perdite emerse in esercizi precedenti (se nel 2020 si approva il bilancio del 2019, sono le perdite riportate a nuovo nel 2018)<sup>9</sup>. D'altra parte, se si vuol ragionare su un piano di equità sostanziale, non si può disconoscere che anche le imprese con perdite maturate anteriormente all'epidemia si sono trovate a dover effettuare una ricapitalizzazione in una condizione nella quale il costo e la difficoltà di approvvigionamento di capitale di rischio si sono accresciuti in modo anomalo a causa di una crisi

---

<sup>9</sup> Nello stesso senso, PAOLINI, GARCEA, *Riduzione del capitale sociale per perdite nella legislazione emergenziale "Covid 19" e problematiche connesse alla parità di trattamento tra imprese*, in *Dirittifondamentali.it*, fasc. 2/2020, 1297; U. URBANI, *Covid-19: disposizioni temporanee su riduzione del capitale per perdite e finanziamenti dei soci. Prime note (critiche) sugli artt. 6 e 8 del Decreto Liquidità*, in *IlSocietario.it*, 30 aprile 2020. Ma parte della dottrina interpretava restrittivamente la sospensione degli obblighi della riduzione di capitale, escludendo quelle maturate nell'esercizio 2019 o anteriormente, sulla base dell'argomento che il d.l. liquidità non potesse, né intendesse operare retroattivamente su fattispecie verificatesi anteriormente alla sua entrata in vigore (il 9 aprile 2020): BUSANI, *Il 2020 come anno "di grazia" per le perdite da COVID-19*, in *Società*, 541; TOMBARI e LUCIANO, *Il diritto societario al tempo del coronavirus*, in *IlSocietario*, 9 luglio, 2020; DIMUNDO, *La "messa in quarantena" delle norme sulle perdite del capitale e sullo scioglimento delle società. Note sull'art. 6 del "decreto liquidità"*, in *Ilcaso.it*, 21 aprile 2020, 28, il quale si spinge a ritenere che le perdite "neutralizzate" siano solo quelle causate dall'epidemia di Covid-19 e dunque non necessariamente tutte quelle emerse nell'esercizio (originariamente previsto) del 2020.

sanitaria di cui le società non hanno colpa (in fondo non è questa la tesi autoassolutoria che lo Stato italiano applicava a se stesso mentre negoziava, nello stesso periodo di tempo, con i *partners* europei la concessione a fondo perduto delle risorse del *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza* ?).

Come anticipato, tuttavia, l'art. 6 d.l. liquidità è stato riscritto dalla legge n. 178/2020 e prorogato di un anno dal d.l. 288/2021, ed adesso la norma espressamente ha per oggetto «le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021».

In conseguenza di ciò, il Consiglio notarile di Milano ha sostituito la massima n. 191 con una nuova massima (la 196, emanata *prima che fosse esteso il periodo di grazia alla fine del 2021*), ma ha sostanzialmente confermato il suo precedente orientamento: «Per “perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020”, ai sensi dell'art. 6, comma 1, d.l. 23/2020 (convertito con l. 40/2020), come modificato dall'art. 1, comma 266 della l. 178/2020, si devono intendere tutte le perdite risultanti dal bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infra-annuale riferiti a esercizi o frazioni di esercizi in corso alla data del 31 dicembre 2020, a prescindere da quale sia l'esercizio in cui le perdite si siano prodotte». Ovviamente, dopo l'intervento operato dal d.l. 288/2021, i riferimenti della massima al “31 dicembre 2020” vanno riportati al nuovo termine del “31 dicembre 2021”, ma ciò è ininfluenza per la comprensione della posizione assunta dal notariato milanese: se una perdita si è prodotta nel 2018, ma risulta ancora nell'esercizio del 2021, la sospensione opera per i successivi 5 anni.

Questo però mi pare meno convincente. La norma chiede che le perdite siano “emerse” nel corso dell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021, non che “risultino” semplicemente. “Emerse” vuol dire che prima non si conoscevano quelle perdite: o più precisamente, che le stesse perdite sono contabilmente imputabili (“prima iscrizione”) all'esercizio in corso alla data di riferimento originariamente prevista del 31 dicembre 2020 oppure a quello in corso alla data del 31 dicembre 2021. Perciò, la lettura del Consiglio notarile mi pare un po' forzata. E anche l'argomento basato sulla disattivazione dell'obbligo di ridurre le perdite già portate a nuovo nella nuova formulazione della norma sembra perdere consistenza. La disposizione riscritta continua a disporre la disapplicazione degli art. 2446, 2° comma, e 2482-*bis*, 4° comma, c.c. (e forse su questo il Consiglio notarile di Milano, che non ha motivato ancora la massima n. 196, si è basato per confermare la lettura precedente). Tuttavia, questa esenzione assume un diverso significato nella nuova sistemica del decreto liquidità: gli artt. 2446, 2° comma, e 2482-*bis*, 4° comma, c.c. non si applicano perché l'art. 6 adesso contiene (al 2° comma) speciali disposizioni che li sostituiscono indicando le modalità con cui attuare la riduzione delle perdite portate a nuovo emerse nell'esercizio 2020.

Ritengo pertanto che la riformulazione dell'art. 6 abbia avuto un significato non solo formale ma sostanziale, e nello specifico quello di escludere la retroattività dell'esenzione per perdite emerse anteriormente all'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020. E nello stesso senso si è orientato il Ministero dello Sviluppo economico, con l'orientamento interpretativo espresso nella lettera del 29 gennaio 2021, prot. n. 26890<sup>10</sup>.

Procediamo adesso col secondo aspetto della questione, quello delle perdite successive.

---

<sup>10</sup> La posizione più permissiva è invece sostenuta da ASSONIME, *Legge di bilancio 2021: la nuova disciplina sulla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione*, Circolare n. 2 del 3 febbraio 2021, 8.

La riscrittura operata dalla legge n. 178/2020 e dal d.l. 228/2021 introduce un meccanismo in base al quale le società che evidenziano perdite emerse nel bilancio in corso alla fine del 2020 o del 2021 possono posticipare la riduzione del capitale fino al quinto esercizio successivo al 2021, cioè fino all'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2026. E ciò anche se la perdita ha determinato la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, senza obbligo di ricostituire il capitale e senza che operi la relativa causa di scioglimento per perdite. Solo l'assemblea che approva il bilancio del 2026 dovrà attuare i provvedimenti previsti, rispettivamente, per la perdita oltre il terzo e per la perdita anche del minimo di capitale.

Il punto da accertare è il seguente: se durante il periodo di moratoria quinquennale emergono negli esercizi successivi al 2021 ulteriori perdite, sono anch'esse coperte dalla disattivazione degli obblighi di riduzione del capitale, oppure bisogna intendere l'art. 6 come una disposizione volta a sterilizzare solo quelle perdite verificatesi nell'esercizio in corso alla fine del 2021? In sostanza, la seconda opzione significherebbe che, ai fini dell'applicazione delle norme sulla riduzione del capitale, le perdite del 2020-2021 andrebbero scorporate dal calcolo dell'ammontare complessivo delle perdite; perciò, se le perdite accumulate nel 2022, 2023 o esercizi successivi fossero *da sole* sufficienti a determinare la riduzione di oltre un terzo del capitale sociale, o la perdita del minimo, allora sarebbe necessario che la società proceda alla relativa riduzione<sup>11</sup>.

Sulla ragionevolezza di una o dell'altra soluzione si potrebbe discutere. Certo si potrebbe con ottimi argomenti sostenere che, se una società ha accumulato perdite rilevanti nel 2020-2021 a causa della pandemia, è difficile che le perdite subite nel 2022 siano dovute a tutt'altra ragione; così come è anche possibile però che le perdite emerse nel 2026 non siano dovute alla crisi da Covid-19. Ma forse questi ragionamenti ha poco senso: si tratta di norme emergenziali di sostegno e quindi, alla fine, è una scelta discrezionale del legislatore stabilire in che misura concedere l'agevolazione.

A me pare che un indizio a favore della tesi che limita l'esenzione alle sole perdite emerse negli esercizi in corso alla data del 31 dicembre 2020 e del 31 dicembre 2021 si possa ricavare dal 4° comma della norma (sempre introdotto dalla legge n. 178/2020). La disposizione stabilisce che «Le perdite di cui ai commi da 1 a 3 [vale a dire le perdite dell'esercizio in corso al 31-12-2021 di cui viene disposto il rinvio ad esercizi futuri] devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio». È chiaro che se le perdite del 2020-2021 fossero, per così dire, "coese" a quelle degli esercizi successivi (nel senso che sono soggette alle stesse regole di riduzione del capitale) non avrebbe alcun senso darne una separata evidenza contabile; né vi sarebbero "movimentazioni" riguardanti solo quelle perdite, perché qualsiasi operazione avvenute come risultato la riduzione delle perdite le ridurrebbe tutte nel complesso, non solamente quella porzione originata in un certo esercizio.

Se si accetta questa impostazione, occorre concludere che una società colpita da perdite rilevanti degli esercizi del 2020 e del 2021 non sarà completamente esonerata dal dover effettuare una riduzione del capitale per perdite nei cinque esercizi successivi al 2021, né dallo scioglimento per perdite: bensì dovrà procedere alla riduzione nominale quando le perdite accumulate, sottratte le perdite neutralizzate relative agli esercizi

---

<sup>11</sup> È questa la posizione sostenuta dalla citata Circolare di ASSONIME, *Legge di bilancio 2021*, cit., 12.

del 2020-2021, determinano la riduzione di oltre un terzo del capitale.

Più precisamente: in presenza di perdite rilevanti (oltre il terzo del capitale) emerse negli esercizi dal 2020 al 2026, resta fermo l'obbligo per gli amministratori di convocare l'assemblea e sottoporre ai soci una relazione patrimoniale in quanto non risultano derogati o sospesi i doveri stabiliti agli artt. 2446, 1° comma e 2482-*bis*, 1°-3° commi, c.c.; inoltre, in caso di perdita del minimo l'art. 6, 3° comma, d.l. liquidità ribadisce espressamente l'obbligo degli amministratori di convocare senza indugio l'assemblea.

Per le perdite oltre il terzo del capitale emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020 o del 31 dicembre 2021 la riduzione del capitale è sempre "facoltativa" fino all'approvazione del bilancio dell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2026<sup>12</sup>. Se tuttavia l'assemblea ritenesse di dover procedere a tale operazione, si tratterà comunque di una riduzione del capitale "per perdite" e non di una riduzione volontaria ai sensi dell'art. 2445 e 2482 c.c. con conseguente inapplicabilità del diritto di opposizione dei creditori.

Fra i provvedimenti alternativi che l'assemblea può adottare, va certamente ricompreso quello di effettuare un aumento a pagamento di capitale senza operare precedentemente la riduzione per perdite: a questa conclusione non è di ostacolo la tesi, peraltro non priva di contestazioni anche in tempi recenti, secondo cui l'effettuazione di un aumento di capitale presuppone il previo assolvimento degli obblighi di riduzione delle perdite: qualunque soluzione si ritenga corretta in merito al problema generale è irrilevante nel caso di specie, appunto perché per le perdite maturate nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020 ed in quello in corso al 31 dicembre 2021 non vi è alcun obbligo di riduzione del capitale<sup>13</sup>.

Per le perdite emerse nei cinque esercizi successivi, la sospensione degli obblighi di riduzione del capitale non opera, ma è necessario che i relativi presupposti applicativi (perdita oltre il terzo, perdita del minimo) siano raggiunti senza computare le perdite emerse nell'esercizio in corso alla fine del 2020 ed in quello in corso alla fine del 2021<sup>14</sup>. Nell'operare la riduzione l'assemblea dovrà indicare quali perdite sono ridotte:

---

<sup>12</sup> Può essere utile precisare che tali perdite non devono necessariamente essersi verificate nel biennio 2020-2021: nel caso di esercizi di durata non allineata con l'anno solare sono ricomprese nel termine di grazia anche le perdite emerse nella frazione di esercizio relativa al 2022. Ad esempio, se l'esercizio della società si estende da marzo 2021 a febbraio 2022, anche le perdite emerse nel gennaio 2022 sono relative ad un esercizio «in corso alla data del 31 dicembre 2021». Questa interpretazione mi sembra opportuna per non irrigidire senza necessità il dato normativo rispetto a perdite che, pur manifestatesi nel corso del nuovo anno, trovano origine quasi certamente nella crisi epidemica.

<sup>13</sup> Così anche la massima del Consiglio notarile di Milano n. 191 e 196. Peraltro lo stesso Consiglio notarile ha espresso orientamento favorevole alla realizzabilità di un aumento di capitale a pagamento senza previa riduzione delle perdite, purché all'esito dell'operazione le perdite stesse siano ridotte al di sotto di un terzo (Massima n. 122/2011). Nel caso di applicabilità della disciplina speciale dell'art. 6 d.l. liquidità, la nuova massima n. 196, condivisibilmente, non ritiene necessario che l'eventuale aumento di capitale "diluisca" le perdite esistenti in modo che risultino inferiori ad un terzo. Per ulteriori riferimenti in merito alla discussione sulla necessità di assolvere gli obblighi di riduzione del capitale come condizione per effettuare un aumento dello stesso a pagamento, sia consentito fare riferimento a G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, 10a ed. a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2020, 507; nonché, in senso opposto alla massima notarile milanese (n. 122/2011), l'orientamento del Com. not. Trivente, H.G.19.

<sup>14</sup> Ritengo che le perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020 o al 31 dicembre 2021 debbano essere sottratte alle perdite dei successivi anni anche se le prime non abbiano da sole superato il terzo del capitale sociale (e dunque pure se la neutralizzazione degli artt. 2446, 2447 e 2482-*bis* è irrilevante perché non si è comunque verificata la fattispecie che fa scattare dell'obbligo di riduzione del capitale): ad esempio, se nell'esercizio del 2021 risultano perdite pari al 20% del capitale e in quello del 2022 viene per-

potrà perciò limitarsi a soddisfare la parte obbligatoria, imputando la riduzione alle sole perdite maturate negli esercizi 2022-2026, oppure ridurre in tutto o in parte anche quelle del biennio 2020-2021<sup>15</sup>. La stessa imputazione andrà compiuta quando si utilizzassero eventuali utili di esercizi futuri o versamenti a fondo perduto dei soci per ridurre le perdite preesistenti: andrà quindi indicato se gli utili o i versamenti devono andare a coprire le perdite del 2020-2021 o di esercizi successivi. Di qui l'esigenza dello schema delle variazioni delle perdite del 2020-2021 da riportare nelle note integrative, come richiesto dall'art. 6, 4° comma.

4. *I doveri di gestione degli amministratori.* – La normativa emergenziale pone delicati problemi di coordinamento con la disciplina dei doveri degli amministratori nella fase della crisi.

Ed invero, il d.l. liquidità ha sospeso le norme relative alla riduzione degli obblighi di capitale e la causa di scioglimento della società per perdite (art. 2484, 1° comma, n. 4, e art. 2545-*duodecies*). Tuttavia:

- ha mantenuto il dovere degli amministratori di convocare senza indugio l'assemblea in presenza di perdite superiori al terzo del capitale;
- non ha sospeso inoltre:

1) la causa di scioglimento per impossibilità di raggiungimento dell'oggetto sociale (art. 2484, 1° comma, n. 2), che può essere determinata anche dalla sopravvenuta impossibilità economica per la società di realizzare l'oggetto sociale<sup>16</sup>;

2) l'art. 2086, 2° comma, che fa obbligo agli amministratori di istituire un assetto organizzativo e contabile adeguato, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di «attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

---

so un ulteriore 20%, gli amministratori sono tenuti a convocare l'assemblea ai sensi dell'art. 2446, 1° comma, (perché le perdite complessive ammontano al 40% del capitale) ma non si verificheranno le conseguenze dell'obbligo di riduzione del capitale previste dal 2° comma, in quanto le perdite del 2022 da sole non sono superiori al terzo del capitale.

<sup>15</sup> È chiaro che se nell'esempio fatto (perdite degli esercizi 2022-2026 superiori al terzo) la società non potrebbe invece limitarsi a ridurre la quota di perdite del biennio 2020-2021, in quanto non risulterebbero adempiuti gli obblighi di riduzione del capitale.

<sup>16</sup> Che la causa di scioglimento prevista dall'art. 2484, 1° comma, n. 2, possa essere integrata anche da una perdita definitiva e irreversibile della continuità aziendale è orientamento ormai largamente condiviso dalla dottrina: SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, IV agg., Milano, 2000, 229 ss.; RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 223 ss.; nonché BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 288; CENTONZE, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da ABBADESSA, PORTALE, tomo II, Milano, 2016, sub art. 2484, 2460; LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 176 ss.; ROSAPEPE, *Lo scioglimento e la liquidazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di IBBA, MARASÀ, vol. III, Milano, 2020, 2675 (opportunitamente precisando che lo scioglimento per perdita definitiva della continuità aziendale non si identifica con la causa di scioglimento per perdita del capitale sociale); STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 627. Invece, la tesi secondo cui sarebbero irrilevanti cause di impossibilità dell'oggetto sociale dipendenti da condizioni "soggettive" della società, è ribadita da MONTAGNANI, *Crisi dell'impresa e impossibilità dell'oggetto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 245; BALZARINI, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali. Artt. 2484-2496 c.c.*, a cura di BIANCHI, STRAMPELLI, Milano, 2016, sub art. 2484, 18.

3) l'art. 217 l. fall., 1° comma, n. 4, (applicabile agli amministratori di società in forza del richiamo contenuto all'art. 224 l. fall.) e del corrispondente art. 323 CCI che punisce come reato di bancarotta semplice il comportamento del debitore che ha aggravato il proprio dissesto astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento (o l'apertura della liquidazione giudiziale) o con altra colpa grave.

Da questo insieme di regole, sospese e non sospese, si ricava che gli amministratori devono certamente mantenere un sistema di controlli di gestione atto a monitorare il verificarsi di perdite di capitale o l'emersione di uno stato di crisi o di insolvenza.

Qualora risultino perdite gravi perdite di capitale, essi devono, come già segnalato, convocare l'assemblea per l'assunzione degli opportuni provvedimenti. L'assemblea può deliberare di riportare a nuovo le perdite del 2020 o del 2021 nei successivi cinque esercizi, anche nel caso di perdite che riducono il capitale sotto il minimo. Se l'assemblea (ordinaria) adotta una simile decisione, non opera la causa di scioglimento per perdite<sup>17</sup>.

Ciò non esonera tuttavia gli amministratori dal vigilare, per tutto il periodo del rinvio a nuovo delle perdite, se una condizione di definitiva perdita di continuità aziendale possa determinare la causa di scioglimento per impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale. Nel qual caso saranno pur sempre tenuti ad iscrivere la causa di scioglimento prevista dall'art. 2484, 1° comma, n. 2 nel registro delle imprese, attenersi ad una gestione conservativa (pena l'applicabilità dei penalizzanti criteri di quantificazione del danno previsti dal nuovo art. 2486, 3° comma, c.c.) ed attivare il procedimento di nomina dei liquidatori<sup>18</sup>.

Neppure sono esonerati gli amministratori dal dovere di vigilare sull'esistenza di una crisi finanziaria dell'impresa, e nel caso vi fosse, di attivarsi senza indugio ai sensi dell'art. 2086, 2° comma, c.c. per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento di tale momento di difficoltà economica. Il che non significa necessariamente presentare domanda per l'attivazione di una proce-

<sup>17</sup> Da quanto indicato in testo risulta che, se invece l'assemblea non delibera il riporto a nuovo delle perdite che intaccano il minimo di capitale, né assume altra misura ripianatoria delle stesse, la causa di scioglimento per perdite invece opera e gli amministratori dovranno agire di conseguenza. Non ritengo invece che (a differenza di quanto sostenuto dal MISE nella ricordata lettera del 29 gennaio 2021, prot. 26890), la delibera dell'assemblea ordinaria debba prestare uno specifico consenso allo scioglimento immediato per perdite.

Sempre per le perdite sotto il minimo legale, l'art. 6, 3° comma, d.l. liquidità stabilisce che, in caso di rinvio a nuovo, «l'assemblea che approva il bilancio» del quinto esercizio successivo «deve procedere alle deliberazioni di cui agli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile». Tali provvedimenti (riduzione e contestuale aumento, trasformazione o scioglimento), per la loro stessa natura, non possono che essere assunti nella parte dell'assemblea convocata in forma straordinaria, benché la norma non lo precisi chiaramente.

<sup>18</sup> Cfr. TOMBARI e LUCIANI, *op. loc. cit.*; nello stesso senso anche SALAMONE, *Crisi patrimoniali e finanziarie nella legislazione emergenziale del Paese di Acchiappacitrulli. Note sugli articoli 5-10 d.l. n. 23/2020 in materia di diritto delle società di capitali e procedure concorsuali*, in *Dirittifondamentali.it*, fasc. 2/2020, 28; D'ATTORRE, *op. cit.*, 600 ss.

Al riguardo può osservarsi che l'art. 7 d.l. liquidità ha introdotto una presunzione di sussistenza della "continuità aziendale" nei bilanci dell'esercizio 2020 se tale condizione preesisteva nell'esercizio precedente (in proposito STRAMPELLI, *op. cit.*, 384 ss.). Tuttavia, a prescindere dall'osservazione che tale presunzione vale per l'applicazione delle regole contabili e non è affatto sicuro che possa estendersi anche ai fini della valutazione dell'osservanza dei doveri gestori, certamente essa non esonera gli amministratori dal monitorare la persistenza della continuità aziendale negli esercizi 2021-2026.

Resta fermo, tuttavia, la perdita del minimo (o anche integrale) del capitale sociale non comporta di per sé impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale (NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, volume 7°, tomo 3°, Torino, 1997, 272 ss.).

dura concorsuale, quando la crisi risulta superabile in altro modo: ad esempio, un taglio di costi, un programma di dismissioni, nuovi conferimenti dei soci, un accordo di ristrutturazione stragiudiziale del debito con i creditori, ecc. Ma ove ciò non fosse possibile, e la crisi sfoci in insolvenza, resta fermo il dovere degli amministratori di presentare ricorso per l'apertura della liquidazione giudiziale della società, nonostante si sia nel periodo di grazia dalla riduzione del capitale, onde evitare fra l'altro di esporsi a responsabilità penale per bancarotta.

Per quanto riguarda quest'ultimo e più drammatico passaggio, occorre ricordare che l'art. 10 decreto liquidità ha reso improcedibili nel periodo tra il 9 marzo e il 30 giugno 2020 i ricorsi di fallimento, anche presentati in proprio dal debitore, salvo «quando l'insolvenza non è conseguenza dell'epidemia di COVID-19». Se ne è dedotto, con buoni argomenti, che nell'indicato periodo gli amministratori non erano tenuti a presentare domanda di fallimento della loro società insolvente a causa della pandemia, né l'omissione configurava il reato di previsto dall'art. 217, 1° comma, n. 4<sup>19</sup>. Con la scadenza del termine di improcedibilità dei ricorsi fallimentari, non vi sono ragioni tuttavia per sottrarre gli amministratori all'adempimento di tali doveri ed alle relative sanzioni in caso di omissione.

4. *Conclusioni.* – Il quadro che risulta da un'interpretazione sistematica dell'art. 6 decreto liquidità è certamente quello di una protezione non incondizionata offerta alle società alle prese con le difficoltà economiche determinate dall'epidemia di Covid-19, e potrebbe anche sembrare in parte contraddittorio: si consente alle società un periodo di esenzione dagli obblighi di mantenimento del capitale anche in presenza di perdita integrale o di patrimonio netto negativo, ma non si esonerano gli amministratori dal provocarne la liquidazione giudiziale in caso di insolvenza; si sospende la causa di scioglimento per perdite, ma non viene invece parimenti sospesa un'altra causa di scioglimento affine sul piano economico, quella relativa all'impossibilità di realizzazione dell'oggetto sociale.

In realtà però un disegno razionale (non saprei quanto consapevole) può anche essere intravisto in questo coacervo di disposizioni eccezionali e di regole generali: perché altro è preservare un'impresa ancora vitale, seppure afflitta da un deficit patrimoniale a causa della crisi e dei divieti imposti da esigenze sanitarie, nella speranza che la ripresa economica attesa al termine dell'emergenza sanitaria consenta di superare anche il momentaneo difetto di patrimonializzazione della società; altro è mantenere in vita artificialmente, per cinque anni, società "zombie" ormai senza possibilità di risanamento.

Del resto in questa direzione non si è mossa solo l'Italia. Ad esempio, in Germania il § 1 del *COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz (COVInsAG)* del 27 marzo 2020 ha rinviato fino al 30 settembre 2020 l'obbligo di presentare domanda di autofallimento, tranne che l'insolvenza non fosse dovuta alle conseguenze dell'epidemia di Covid-19 oppure non vi fossero prospettive di superare lo stato di insolvenza esistente («wenn keine Aussichten darauf bestehen, eine bestehende Zahlungsunfähigkeit zu beseitigen»). La misura è stata in seguito prorogata fino al 31 ottobre 2020 dal *Gesetz zur Änderung der COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetzes* del 25 settembre 2020, con la precisazione che nel periodo di prolungamento l'obbligo di autofallimento è stato so-

<sup>19</sup> D'ATTORRE, *op. cit.*, 600.

speso solo per causa di eccessivo indebitamento (*Überschuldung*) e non invece quando il debitore è insolvente<sup>20</sup>. Perciò, l'impresa irrimediabilmente decotta non viene artificialmente mantenuta in vita.

Se una contraddizione si vuole vedere, questa era semmai da individuare nel comportamento di un legislatore che differisce fino al 2027 (ossia quando si approveranno i bilanci del 2026) le regole sulla capitalizzazione delle società, mentre continuava ad indicare fra gli indicatori della crisi, atti a dare avvio ad una procedura di allerta secondo il codice della crisi e dell'insolvenza, anche «l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi» (come prevedeva in origine l'art. 13, 1° comma, CCI)<sup>21</sup>.

A questa antinomia ha però posto rimedio il d.lgs. 17.6.2022, n. 83, che ha riformato il codice della crisi e dell'insolvenza poco prima che entrasse in vigore. Con questo intervento normativo *in extremis*, fra l'altro, è stato espunto il riferimento all'adeguatezza della dotazione di mezzi propri dall'elenco degli indizi di crisi (oggi contenuto nel nuovo art. 3, 4° comma, CCI), e nel contempo si è collegato l'obbligo per l'organo di controllo di fare scattare la c.d. allerta "interna" all'ipotesi (più generica e flessibile) che sussistano i presupposti per la presentazione della domanda di accesso alla fase di composizione negoziale della crisi (art. 25-*octies*, 1° comma, CCI).

---

<sup>20</sup> La misura è stata in seguito dapprima ulteriormente prorogata dall'art. 10 *SanInsFoG* del 22 dicembre 2020 fino al 31 gennaio 2021 e poi fino al 30 aprile 2021 (dal *Gesetz zur Verlängerung der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und des Anfechtungsschutzes für pandemiebedingte Stundungen sowie zur Verlängerung der Steuerklärungsfrist in beratenen Fällen und der zinsfreien Karenzzeit für den Veranlagungszeitraum 2019*, del 15 febbraio 2021), ma solo per le imprese che hanno fatto istanza di accesso ai fondi del programma di sostegno pubblico alle imprese colpite dalla crisi del Covid-19 e purché non risultino evidentemente mancanti i presupposti per l'ammissione.

<sup>21</sup> Vedi, infatti, i rilievi giustamente critici sul punto di ASSONIME, *Legge di bilancio 2021*, cit., 23.



# I COMPENSI DEGLI AMMINISTRATORI DI SOCIETÀ QUOTATE TRA TESTO UNICO DELLA FINANZA E CODICE DI *CORPORATE GOVERNANCE*

di *Barbara Petrazzini*

SOMMARIO 1. Il quadro normativo e il suo perimetro di applicazione. – 2. Il nuovo art. 123 *ter* t.u.f. e il ruolo dell'assemblea. – 2.1. La relazione sulla politica di remunerazione. – 2.2. La relazione sui compensi corrisposti. – 3. Le remunerazioni nel Codice di *Corporate Governance*.

1. *Il quadro normativo e il suo perimetro di applicazione.* – Nel provare ad offrire un quadro delle recenti modifiche (legislative, regolamentari e derivanti dall'adesione a codici di autodisciplina) che hanno interessato il tema dei compensi degli amministratori di società quotate e nel provare ad esaminare le concrete ricadute che tali modifiche hanno avuto o potranno avere sulle politiche in tema di remunerazione, occorre anzitutto definirne il perimetro di applicazione.

Accanto alle disposizioni generali degli artt. 2364, n. 3, e 2389 c.c., applicabili alla generalità delle società per azioni, la materia è infatti disciplinata da un lato dagli artt. 114 *bis* e 123 *ter* t.u.f. (e dalle corrispondenti disposizioni di attuazione contenute negli artt. 84 *bis* e 84 *quater* del Regolamento Emittenti), dall'altro dall'art. 5 del Codice di *Corporate Governance*, dedicato alla Remunerazione, e infine (nella misura in cui gli obiettivi di performance cui sia legata l'erogazione delle componenti variabili della remunerazione comprendano parametri non finanziari) dalla Dichiarazione non Finanziaria pubblicata congiuntamente alla Relazione finanziaria annuale di cui all'art. 154 *ter* t.u.f.

Questa prima, sommaria, elencazione delle fonti che toccano il tema delle remunerazioni mette in luce due aspetti: anzitutto che il perimetro delle società che ne sono destinatarie, pur in larga parte sovrapponibile, presenta profili di non perfetta coincidenza e, in secondo luogo, che tutte le disposizioni citate concentrano la propria attenzione sulla trasparenza delle modalità di assunzione delle decisioni relative alle remunerazioni e sulle informazioni in ordine alla loro struttura.

E così, quanto al primo aspetto, mentre le informazioni sui piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori devono essere rese da tutti gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante (art. 114 *bis*, co. 2, t.u.f.)<sup>1</sup>, la relazione sulla politica in materia di remunera-

---

<sup>1</sup> Così come definiti dall'art. 2 *bis* del Regolamento Emittenti, emanato in attuazione dell'art. 116 t.u.f. Su tale categoria di società azionarie si veda, da ultimo, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, 1251 ss.

zione e sui compensi corrisposti deve essere predisposta, in virtù di quanto previsto dall'art. 119 t.u.f., dalle sole società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea; il Codice di *Corporate Governance* si rivolge invece a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana, prevedendo inoltre misure di flessibilità e proporzionalità che consentono di graduare l'applicazione di Principi e Raccomandazioni in base alle dimensioni della società e al grado di concentrazione dell'azionariato<sup>2</sup>, là dove la Dichiarazione non Finanziaria deve essere predisposta dagli enti di interesse pubblico (così come individuati dall'art. 16, co. 1, del d.lgs. n. 39/2010) e dai gruppi di grandi dimensioni qualora abbiano avuto, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due dei limiti dimensionali indicati nell'art. 2 del d.lgs. n. 254/2016<sup>3</sup>.

Tale precisazione si rende necessaria al fine di poter analizzare con i dovuti *distinquo* i dati statistici contenuti nei documenti cui si farà riferimento nei successivi paragrafi per esaminare le concrete ricadute delle nuove disposizioni nei loro primi anni di applicazione, ovvero a) il *Report on corporate governance of Italian listed companies del 2021* (pubblicato da Consob nel febbraio 2022)<sup>4</sup>, b) la *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, a cura del Comitato Italiano per la Corporate Governance<sup>5</sup>, c) le relazioni curate da Assonime su *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, relativa all'anno 2020<sup>6</sup> e quella su *Corporate Governance in Italy: the implementation of the italian Corporate Governance Code*, relativa all'anno 2021<sup>7</sup> e d) il terzo *Rapporto* elaborato nel marzo 2021 dall'Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione Non Finanziaria<sup>8</sup>.

<sup>2</sup> Il riferimento è alle due definizioni, introdotte con il Codice del 2020, di società «grande» e di «società a proprietà concentrata», intendendosi, quanto alla prima, la società la cui capitalizzazione è stata superiore a un miliardo di euro l'ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei tre anni solari precedenti e, quanto alla seconda, la società in cui uno o più soci che partecipano a un patto parasociale di voto dispongono, direttamente o indirettamente (attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona) della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria. Sul punto cfr. P. MONTALENTI, *Il nuovo codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 39; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2020, 268; G. ALPA, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, in *Contr. e impr.*, 2020, 567 e M. VENTURUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439.

<sup>3</sup> L'importanza della Dichiarazione non Finanziaria è destinata a crescere nel prossimo futuro, quando sarà approvata la proposta di Direttiva in materia di comunicazione finanziaria sulla sostenibilità. Il nuovo testo, pubblicato il 21 aprile 2021, modifica e integra la Direttiva 2014/95/UE ed estende gli obblighi di rendicontazione a tutte le imprese di grandi dimensioni con più di 250 dipendenti (fermi restando gli altri limiti dimensionali), indipendentemente dal fatto che siano quotate o meno, e, a partire dal 1° gennaio 2026, a tutte le PMI quotate sui mercati europei a eccezione delle micro-imprese, così come individuate dalla Raccomandazione 2003/361/CE. In argomento cfr. M. DI SARLI, *Una proposta di direttiva della Commissione UE in materia di Corporate Sustainability Reporting*, in *NDS*, 9, 2021, 1561.

<sup>4</sup> Reperibile sul sito istituzionale della Commissione all'indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>.

<sup>5</sup> Reperibile sul sito di Borsa Italiana s.p.a. all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2021.pdf>.

<sup>6</sup> Cfr. ASSONIME EMITTENTI TITOLI, *Note e studi 3/2021*, reperibile su [https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Note-e-Studi-3\\_2021.aspx](https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Note-e-Studi-3_2021.aspx).

<sup>7</sup> Cfr. ASSONIME-EMITTENTI TITOLI, *Note e studi 4/2022*, reperibile su [https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/pagine/note-e-studi-4\\_2022.aspx](https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/pagine/note-e-studi-4_2022.aspx).

<sup>8</sup> Il rapporto, elaborato dalla società di revisione Deloitte con il supporto del Dipartimento di Scienze

Quanto al secondo aspetto, le scelte compiute dal nostro legislatore (e dai codici di autodisciplina) si pongono nel solco di quelle innestate dal dibattito sul ruolo che i compensi degli amministratori hanno avuto quale “concausa” della crisi finanziaria del 2008<sup>9</sup> e trasfusa, da ultimo, nella Seconda *Shareholders' Rights Directive* (2017/828/UE)<sup>10</sup>: esclusa, in linea di principio, la scelta di prevedere forme di controllo sulla determinazione e la composizione della remunerazione affidandole ad autorità esterne<sup>11</sup>, si è così posto l'accento sulla trasparenza delle decisioni in ordine ai compensi e sulla informazione in ordine alla loro corresponsione, sul presupposto che un maggiore coinvolgi-

---

Economiche e Aziendali dell'Università di Pavia, è reperibile su <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/audit/articles/osservatorio-nazionale-sulla-rendicontazione-non-finanziaria-2020.html>.

<sup>9</sup> Cfr. il rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission*, istituita nel 2009 negli Stati Uniti (consultabile all'indirizzo <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, in particolare p. 61 ss.) e il Rapporto de Larosière, *The high-level group on financial supervision in the EU*, del febbraio 2009 (reperibile sul sito [www.europa.eu](http://www.europa.eu), in particolare la Raccomandazione n. 117); sul punto si vedano inoltre L. BEBCHUCK-J. FRIED, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Torino, 2010, BOZZI, *La remunerazione manageriale. Lezioni dalla crisi e proposte di riforma*, Milano, 2011, M. BELCREDI-S. BOZZI-A. CIAVARELLA-V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 76, febbraio 2014, 7, consultabile su [www.consob.it](http://www.consob.it). e AA.VV. *Remunerazione e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA-R. LENER, in *AGE*, 2014.

<sup>10</sup> Sul dibattito che ha portato all'emanazione della Seconda *SHRD* si vedano, con particolare riferimento al tema dei compensi degli amministratori, S. BRUNO-F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. Soc.*, 2014, 1297 ss.; E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di “say on pay”*, in *Rivista ODC*, 1/2016, in [www.rivistaodc.eu](http://www.rivistaodc.eu); C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholders Rights Directive*, *ivi*, 2/2016, in [www.rivistaodc.eu](http://www.rivistaodc.eu). Per un esame delle fonti europee sull'argomento (a partire dalle Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE e 2009/385/CE) si veda, da ultimo, I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, 1891 ss.

<sup>11</sup> Come invece stabilito per le remunerazioni degli organi delle società operanti nel settore dei servizi finanziari e nel settore assicurativo. Cfr., quanto alle prime, l'art. 53, co. 1, lett. d), t.u.b., che attribuisce alla Banca d'Italia il compito di emanare disposizioni di carattere generale aventi ad oggetto i sistemi di remunerazione e incentivazione, e la Parte I, Titolo IV, Capitolo 2 della Circolare di Banca d'Italia n. 285/2013, recante le *Disposizioni di Vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, così come aggiornata nel dicembre 2021 per adeguarla alla Direttiva 2019/878/UE (CRD V), che modifica la Direttiva 2013/36/UE (CRD IV), e agli *Orientamenti EBA in materia di politiche di remunerazione* (EBA/GL/2021/04). Quanto alle seconde, si vedano l'art. 191 del d.lgs. n. 209/2005, che attribuisce analogo potere regolamentare all'Ivass, e il Regolamento Ivass n. 38/2018, ispirati ai principi contenuti nella Direttiva 2009/138/CE e nel Regolamento delegato 2015/35/UE. In argomento, oltre a I. CAPELLI, *op. ult. cit.*, 1926 ss., cfr. A. CHILOIRO, *Le remunerazioni degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 81; G. FERRARINI-M. SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, in *AGE*, 2014, 415; C. AMATUCCI-G. MOLLO, *La remunerazione degli amministratori di banche e di imprese di investimento nella Direttiva 2013/36/UE*, *ivi*, 453; S. CAPPIELLO, *I compensi variabili dei vertici bancari e l'Europa: un difficile rapporto*, *ivi*, 439.

Ancora più rigida la posizione assunta dalla Commissione in materia di aiuti di stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria: la *Comunicazione 2013/C 216/01*, al par. 38, prevede infatti che «Qualsiasi banca beneficiaria di aiuti di Stato sotto forma di misure di ricapitalizzazione o di sostegno a fronte di attività deteriorate dovrebbe pertanto limitare ad un livello adeguato la retribuzione complessiva del personale, compresi i membri del consiglio di amministrazione e gli alti dirigenti. [...] La retribuzione complessiva dei singoli non può pertanto essere superiore a 15 volte il salario medio nazionale nello Stato membro in cui è stata costituita la banca beneficiaria oppure 10 volte il salario medio dei dipendenti della banca beneficiaria. Le restrizioni in materia di retribuzione devono applicarsi fino alla fine del periodo di ristrutturazione o fino a quando la banca ha rimborsato gli aiuti di Stato, se questo si verifica prima».

mento degli azionisti e dell'organo assembleare, unito alla possibilità di monitorare *ex ante* ed *ex post* le scelte compiute in sede di composizione della remunerazione (in particolare per quanto riguarda il rapporto tra componente fissa e variabile e l'individuazione dei criteri utilizzati per parametrare quest'ultima) sia lo strumento maggiormente idoneo ad incentivare comportamenti "virtuosi", disinnescando i rischi legati a scelte degli esponenti aziendali tese a privilegiare orizzonti di breve periodo e valorizzando politiche gestorie maggiormente rispondenti all'interesse degli azionisti e, a cascata, degli *stakeholders*<sup>12</sup>.

2. *Il nuovo art. 123 ter t.u.f. e il ruolo dell'assemblea.* – «Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società» si legge nel ventottesimo Considerando della *SHRD 2* «è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società».

Partendo da tale considerazione la Direttiva ha così imposto agli Stati membri di prevedere che gli azionisti si debbano pronunciare sulla remunerazione degli amministratori in due diverse occasioni: *ex ante*, con cadenza almeno quadriennale o in caso di "modifiche rilevanti", sulla politica di remunerazione (art. 9 *bis*) ed *ex post* sulla relazione che annualmente descrive ed illustra i compensi concessi nell'ultimo esercizio finanziario (art. 9 *ter*). E se il voto su quest'ultima relazione è, per sua natura, meramente consultivo (art. 9 *ter*, par. 4), salvo l'obbligo di spiegare in quella dell'esercizio successivo in che modo si è tenuto conto del voto dell'assemblea, decisamente più incisive sono le indicazioni sulla *policy* in materia di remunerazione, dovendo i legislatori nazionali assicurare che le società remunerino i propri amministratori solo in conformità della politica di remunerazione approvata dall'assemblea generale *con voto vincolante* (art. 9 *bis*, par. 2); scelta che, ancorché parzialmente depotenziata dalla possibilità che i singoli Stati stabiliscano che il voto abbia natura consultiva (art. 9 *bis*, par. 3), si pone nel solco di quel maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società che – per usare le parole del quattordicesimo Considerando della Direttiva – «rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite».

Nel dare attuazione alla Direttiva, il nostro legislatore ha così provveduto con il d.lgs. n. 49/2019 a riformulare l'art. 123 *ter* t.u.f. e, dopo aver sancito che «la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società», ha previsto che le società quotate, in

<sup>12</sup> E cfr. già le considerazioni di M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2011, 703, nonché di P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, *ivi*, 2018, 303 e ID., *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA-A. MIRONE-R. PENNISI-P.M. SANFILIPPO-R. VIGO, Vol. II, *Impresa, Società, Crisi d'impresa*, Torino, 2021, 671.

occasione dell'assemblea convocata ai sensi dell'art. 2364, co. 2, c.c., debbano mettere a disposizione del pubblico (non dei soli azionisti, quindi)<sup>13</sup> una relazione (cui devono essere allegati i piani di compensi previsti dall'art. 114 *bis* t.u.f.) articolata in due distinte sezioni, dedicate rispettivamente alla politica di remunerazione e ai compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento, rendendo vincolante il voto sulla prima (co. 3 *ter*)<sup>14</sup> e confermando il carattere meramente consultivo del voto sulla seconda (co. 6).

La scelta a favore di un sistema di *say on pay* che attribuisce all'assemblea un ruolo "forte" sulle politiche di remunerazione non sembra in realtà destinata ad avere ricadute decisive sull'esito del voto assembleare: in un contesto come quello nazionale, nel quale l'86% delle società quotate sul MTA è controllato di diritto, di fatto o attraverso patti parasociali<sup>15</sup>, è infatti improbabile – salvo eventuali casi di clamoroso contrasto tra il management e il socio di controllo – che quest'ultimo scelga di non avallare le proposte che, di fatto, provengono dal primo.

Il voto assembleare diviene allora importante non tanto per il suo esito – scontato<sup>16</sup> – quanto come momento di *disclosure*, che, consentendo di valutare anzitutto la posizione degli investitori istituzionali, nella loro veste di soci di minoranza consapevoli, rispetto alle remunerazioni proposte, può fornire utili indicazioni sul consenso di questa particolare categoria di azionisti sulle politiche del management e, conseguentemente, sulle future strategie di investimento o disinvestimento nella società<sup>17</sup>.

E analoghe considerazioni possono essere fatte in relazione al voto non vincolante sulla sezione della relazione volta ad illustrare i compensi effettivamente corrisposti: l'obbligo di rendere disponibile l'esito della votazione sul sito Internet della società, con espressa indicazione dei voti favorevoli e contrari e del numero di astensioni, può infatti svolgere un'importante funzione come strumento di *moral suasion* e responsabi-

<sup>13</sup> Cfr. I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *ODC*, 2, 2020, 553.

<sup>14</sup> Nel solco delle scelte compiute in altri ordinamenti: cfr. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., 702 ss.; C. VAN DER ELST, *Answering the Say for No Pay (August 2016)*. Working Paper n. 325/2016, consultabile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2818502](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2818502), e P. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 899 ss.

<sup>15</sup> In base ai dati del *Report 2020 on corporate governance of Italian listed companies*, delle 228 società quotate sull'MTA a fine 2019, 115 sono controllate di diritto, 57 sono sottoposte a *weakly control* (società nelle quali un unico azionista detiene almeno il 30% delle azioni ordinarie, ovvero un unico socio detiene una partecipazione superiore al 20% delle azioni ordinarie e superiore alla metà della somma delle azioni ordinarie detenute da tutti i maggiori azionisti) e 24 sono controllate attraverso un patto parasociale; solo 19 società quotate hanno un flottante superiore al 70% delle azioni ordinarie (v. Tabella 1.2, p. 13).

<sup>16</sup> Nella stagione assembleare 2021, la sezione della Relazione sulle politiche di remunerazione è stata approvata dall'88,6% del capitale rappresentato in assemblea (pari al 65,9% del capitale avente diritto di voto) e la sezione sui compensi corrisposti è stata approvata dall'87,7% del capitale rappresentato in assemblea (pari al 66% del capitale avente diritto di voto): cfr. le Tabelle 3.4. e 3.7 del *Report 2021* citato alla nota 4, p. 100 e p. 103.

<sup>17</sup> Sempre nella stagione assembleare 2021 il 34,4% degli investitori istituzionali (pari al 9,9% dei voti rappresentati in assemblea) non ha votato a favore della Relazione sulle politiche di remunerazione (comprendendo in tale percentuale sia i voti contrari sia le astensioni): tra gli azionisti diversi dagli investitori istituzionali il voto favorevole ha raggiunto il 97,4%. Percentuali pressoché sovrapponibili si riscontrano in merito alla Relazione sui compensi corrisposti che non è stata approvata dal 36% degli investitori istituzionali (pari all'11% dei voti rappresentati in assemblea), mentre ha ricevuto il voto favorevole del 97,7% degli altri azionisti. Cfr. le Tabelle citate alla nota precedente.

lizzazione per gli organi competenti a determinare i compensi, con importanti ricadute in termini reputazionali per la società<sup>18</sup>.

Fatte queste premesse, si possono quindi esaminare i punti più significativi delle due sezioni della relazione, avendo cura di precisare come la disposizione del t.u.f. – che concentra la sua attenzione sulla governance del processo di approvazione – debba essere integrata con quanto stabilito nell’art. 84 *quater* e nell’Allegato 3A – Schema 7 *bis* del Regolamento Emittenti<sup>19</sup> – i quali definiscono in dettaglio forme e contenuti dei due documenti.

2.1. *La relazione sulla politica di remunerazione.* – Se il voto vincolante dell’assemblea è destinato, per le ragioni illustrate in precedenza, ad avere ricadute poco significative, rendendo nei fatti poco probabile la concreta applicazione del comma 3 *ter* della disposizione in commento (in base alla quale qualora l’assemblea non approvi la politica di remunerazione “la società continua a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall’assemblea o, in mancanza, può continuare a corrispondere remunerazioni conformi alle prassi vigenti”, sottoponendo al voto dei soci una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall’art. 2364, co. 2, c.c.), molto più rilevanti appaiono le indicazioni contenute nel co. 3 *bis* e nell’art. 84 *quater*, co. 2 *bis*, del Regolamento Emittenti in merito alla possibilità di derogare alla *policy* e alla necessità di illustrare la struttura della remunerazione.

Quanto al primo punto, l’art. 123 *ter* t.u.f., dopo aver stabilito che le società possono attribuire compensi “solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci” e che questi ultimi debbono pronunciarsi anche “in occasione di modifiche della politica medesima”, prevede – riproducendo pressoché alla lettera il dettato del par. 4 dell’art. 9 *bis* della *SHRD* – che la società possa derogare temporaneamente alla *policy* approvata in presenza di circostanze eccezionali<sup>20</sup>, a condizione che la politica di remunerazione stessa indichi le condizioni procedurali e gli elementi cui la deroga può essere applicata. La facoltà di deroga è stata prevista dalla maggioranza delle società ed è solitamente collegata alla necessità di erogare bonus eccezionali per attrarre o trattenere manager di talento o di modificare i parametri di performance per tener conto di eccezionali circostanze esterne, di variazioni del perimetro di gruppo

<sup>18</sup> Cfr., con riferimento al testo dell’art. 123 *ter* t.u.f. antecedente alle modifiche introdotte con il d.lgs. n. 49/2019, che prevedeva unicamente il voto consultivo dell’assemblea sui compensi corrisposti, M. BELCREDI-S. BOZZI-A. CIAVARELLA-V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 76, febbraio 2014, consultabile su [www.consob.it](http://www.consob.it), nonché, sugli effetti reputazionali del voto consultivo, G.B. PORTALE, *Compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal «nobile officium» ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 530 ss.; ID., *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l’adeguatezza del compenso dei Vorstandmitglieder*, in *Riv. Soc.*, 2010, 1 ss.

<sup>19</sup> Così come modificati dalla delibera Consob n. 21623 del 10 dicembre 2020, in attuazione dei co. 8 e 9 dell’art. 123 *ter* t.u.f.: in argomento cfr. P. VALENSISE, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHDR 2*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>20</sup> Intendendosi per tali “solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato” (così l’art. 123 *ter*, co. 3 *bis*, ultimo periodo, t.u.f.).

o di operazioni straordinarie non precedentemente pianificate<sup>21</sup>; frequente è inoltre l'utilizzo di formule più ampie e generiche che fanno riferimento a "modifiche all'assetto organizzativo, gestionale o amministrativo della società" o a "eventi straordinari di particolare gravità".

In tutte queste ipotesi, nelle quali la facoltà di deroga, sottratta al voto assembleare, apre la strada a valutazioni discrezionali del consiglio di amministrazione, la tutela della trasparenza e della correttezza procedimentale è affidata alla disciplina delle operazioni con parti correlate<sup>22</sup>. In virtù di quanto previsto dall'art. 13, co. 3, lett. b) del Regolamento OPC, adottato dalla Consob con delibera n. 17221/2010 (così come aggiornato nel dicembre 2020 in attuazione della delega contenuta nell'art. 2391 *bis* c.c.), le deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche possono infatti essere escluse dall'applicazione del Regolamento citato solo a condizione che a) la società abbia adottato una politica di remunerazione approvata dall'assemblea, b) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti e c) la remunerazione assegnata sia individuata in conformità con tale politica e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali.

Quanto alla struttura della remunerazione, occorre fare riferimento allo Schema 7 *bis* dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti che, in attuazione di quanto disposto dalla lett. b) del co. 2 *bis* dell'art. 84 *quater*<sup>23</sup>, garantisce ai soci informazione e trasparenza su tutti gli aspetti relativi alla politica di remunerazione e ai criteri adottati per la sua determinazione. È così previsto che la Relazione debba indicare, tra l'altro: gli organi o i soggetti coinvolti nella predisposizione, approvazione ed eventuale revisione della politica, compreso l'eventuale intervento del comitato per la remunerazione (e la relativa composizione) o di altri eventuali esperti indipendenti; la descrizione delle politiche in materia di componenti fisse e variabili della remunerazione, con particolare riguardo alla relativa proporzione rispetto alla retribuzione complessiva e distinguendo tra le componenti variabili legate a obiettivi di breve periodo (*Management by Objectives* o *MBO*) o di medio-lungo termine (*Long-Term Incentives Plans* o *LTI*)<sup>24</sup>; i parame-

---

<sup>21</sup> Cfr. i dati riportati da ASSONIME, *Note e studi 3/2021 La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, cit., 82 ss.

<sup>22</sup> E v. le considerazioni di P. MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?*, relazione al convegno *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, organizzato dal Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale e dalla Fondazione Courmayeur, 9 aprile 2021, in *Riv. Dir. Comm.*, 2022, 1 ss., nonché di G. SICCHIERO, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: analisi, problematiche e possibili soluzioni*, in *Contr. e impr.*, 2021, 350 ss.

<sup>23</sup> Secondo cui la politica in materia di remunerazione «definisce le diverse componenti della remunerazione che possono essere riconosciute. In caso di remunerazione variabile, stabilisce criteri per il riconoscimento di tale remunerazione chiari esaustivi e differenziati, basati su obiettivi di performance finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa».

<sup>24</sup> L'esistenza di una componente variabile della remunerazione è presente in 196 delle 225 società quotate sull'MTA a fine 2020, pari all'89,5% del totale (ma la mancata previsione di una remunerazione variabile può dipendere dal fatto che i consiglieri percepiscono una remunerazione variabile in qualità di dirigenti dell'emittente o di società controllate): cfr. ASSONIME, *Note e studi 4/2022*, cit., 165) e nel 97,4% dei casi tali società fissano un *cap* ad almeno una parte della remunerazione variabile. In 186 casi, pari al 94,9% delle società che indicano la presenza di una componente variabile, questa risulta legata ad obiettivi di breve

tri di riferimento cui è legata la componente variabile della remunerazione e il contributo di quest'ultima alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società<sup>25</sup>; gli eventuali meccanismi di correzione *ex post* della componente variabile della remunerazione, ovvero le eventuali clausole di *malus* o di *claw-back* che prevedono rispettivamente, al verificarsi di determinate condizioni, di trattenere somme maturate, ma non ancora corrisposte, ovvero di chiedere la restituzione di somme già attribuite<sup>26</sup>; la politica relativa ai trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, ivi compresi gli effetti della cessazione dell'incarico sui diritti assegnati nell'ambito di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari o la previsione di contratti di consulenza per un periodo successivo alla cessazione del rapporto<sup>27</sup>.

2.2. *La relazione sui compensi corrisposti.* – Le informazioni contenute nella seconda sezione della Relazione si caratterizzano per un elevatissimo livello di dettaglio, rivelando l'intenzione del legislatore di dare alla nozione di remunerazione un significato ampio, comprensivo di ogni guadagno o utilità che il beneficiario tragga a seguito dell'attività svolta per la società<sup>28</sup>.

Secondo quanto previsto dall'art. 123 *ter*, co. 4, t.u.f. la Relazione, predisposta dagli amministratori<sup>29</sup>, deve fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che

---

periodo (*MBO*), percentuale che scende al 79,1% nel caso obiettivi di medio-lungo periodo (*LTI*). Cfr. ancora i dati e i grafici riportati da ASSONIME, *op. loc. ult. cit.*, nonché dalla *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, a cura del Comitato Italiano per la Corporate Governance, 69 ss.

<sup>25</sup> La descrizione dei parametri cui è legata la remunerazione variabile è presente nel 96% delle società che prevedono tale componente della remunerazione: nella quasi totalità dei casi si fa riferimento a indicatori di matrice contabile (96% dei casi), seguiti da obiettivi "di business" (67%) o a parametri legati al valore di mercato delle azioni (65%). Gli obiettivi di business possono essere tanto di natura finanziaria quanto di natura non finanziaria e possono riguardare "obiettivi strategici individuali così come obiettivi di fatturato, *compliance*, reputazionali, riduzione dei costi, soddisfazione dei clienti e/o dei dipendenti, riduzione delle emissioni, sovente combinati tra loro": cfr. ASSONIME, *Note e studi 3/2021*, cit., 73 nonché ID., *Note e studi 6/2021. Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 18 marzo 2021, 21; sul tema degli obiettivi non finanziari legati a fattori ESG cfr. *infra*, il par. 3.

<sup>26</sup> Presenti nelle politiche di remunerazione di 135 emittenti (pari al 61% del totale, percentuale che cresce fino al 94% nelle banche: si veda la Parte I. IV.2.23 della citata Circolare di Banca d'Italia n. 285/2013, recante le *Disposizioni di Vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*); per un'analisi di questo tipo di clausole contrattuali cfr. G. RUGOLO, *Compensi variabili, claw back clauses e regolamentazione del rapporto di amministrazione*, in *RDS*, 2017, 385 e, per il settore bancario, V. DEL GAISO, *Retribuzione flessibile e incentivante nel settore bancario e meccanismi correttivi previsti dalle clausole di claw back e malus*, in *Riv. it. dir. lavoro*, 2021, 313.

<sup>27</sup> Cfr., sul tema della necessità di assoggettare le indennità di fine carica degli amministratori a criteri predeterminati di calcolo, a procedure qualificate di deliberazione e a regole precise di trasparenza, le osservazioni di P. MONTALENTI, *La società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 173.

<sup>28</sup> Così I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, cit., 1903.

<sup>29</sup> La verifica dell'avvenuta predisposizione della seconda sezione della Relazione è affidata dal legislatore al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio (art. 123 *ter*, co. 8 *bis*, t.u.f.). Si è rilevato (cfr. I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, cit., 553) come manchi nella disposizione del t.u.f. ogni riferimento ad un possibile intervento dell'organo di controllo in caso di inerzia dell'organo amministrativo (comunque ricavabile dal generale obbligo di vigilanza del



compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento (lett. *a*) e deve illustrare analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate (lett. *b*), indicando altresì come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione (lett. *b-bis*).

Analogamente a quanto avviene per la sezione della Relazione dedicata alle politiche di remunerazione, le indicazioni sulle concrete informazioni che devono essere fornite agli azionisti sono state precisate dalla Consob nello Schema 7 *bis* dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti e nelle relative Tabelle – dedicate ai compensi corrisposti (Tabella A), alle *stock-option* assegnate (Tabella B), ai piani di incentivazione basati su strumenti finanziari, diversi dalle *stock-option* (Tabella 3A) e ai piani di incentivazione monetari (Tabella 3B) – e sono differenziate in base al ruolo ricoperto<sup>30</sup> e alle dimensioni dell'emittente<sup>31</sup>.

Pur essendo oggetto di voto non vincolante da parte dell'assemblea, è indubbio che la consultazione di tale documento da parte dei soci costituisce un importante momento di confronto nella dialettica tra amministratori e assemblea, utile soprattutto – come si accennava in precedenza – a verificare la posizione degli azionisti di minoranza qualificati rispetto alla concreta attuazione della politica sulle remunerazioni. E che le due sezioni della relazione (pur tenendo conto della diversa portata di un voto vincolante e di un voto meramente consultivo e del fatto che la relazione sulla *policy* può avere una cadenza temporale più dilatata rispetto alla relazione sui compensi corrisposti<sup>32</sup>) finiscano con

---

collegio sindacale sull'osservanza della legge): il silenzio del legislatore sul punto è tanto più evidente se paragonato a quanto previsto dall'art. 3, co. 7, d.lgs. n. 254/2016 che, in tema di dichiarazione non finanziaria, prevede che "l'organo di controllo, nell'ambito delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento, vigila sull'osservanza delle disposizioni stabilite nel presente decreto e ne riferisce nella relazione all'assemblea".

<sup>30</sup> La Relazione deve illustrare nominativamente: a) i compensi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, nonché dei direttori generali e b) i dirigenti degli altri dirigenti con responsabilità strategiche che abbiano percepito nel corso dell'esercizio compensi complessivi (monetari e basati su strumenti finanziari) maggiori rispetto al compenso complessivo più elevato attribuito ai soggetti indicati alla lettera a). Per i dirigenti che non rientrano in nessuna delle due categorie, le informazioni possono essere fornite a livello aggregato.

Il documento curato da ASSONIME, *Note e studi 4/2022*, cit., alle pp. 58 ss. riporta i dati sulla misura e la struttura delle remunerazioni corrisposte nell'esercizio 2021 e offre la possibilità di un'analisi disaggregata per ruolo, differenziando tra amministratori delegati, presidenti e vicepresidenti (che non rivestano anche il ruolo di amministratore delegato), amministratori esecutivi privi di cariche, componenti non esecutivi del comitato esecutivo, amministratori non esecutivi non indipendenti, amministratori indipendenti che non rientrano in nessuna delle categorie precedenti.

<sup>31</sup> Le società che risultano "di minori dimensioni" ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. *f*) del Regolamento OPC (ovvero le società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro) possono fornire le informazioni sui compensi percepiti dagli altri dirigenti con responsabilità strategiche in forma aggregata anche per i dirigenti individuati nella nota precedente dalla lett. *b*).

<sup>32</sup> Il voto consultivo sulla seconda sezione della relazione ha infatti cadenza annuale, mentre la cadenza di quello vincolante sulle politiche di remunerazione è rimessa alle scelte compiute dal singolo emittente, ferma restando la necessità di un intervento dell'assemblea almeno ogni tre anni o in occasione di ogni modifica alle politiche medesime. Sui possibili vantaggi e svantaggi di una *policy* triennale cfr. le considerazioni di P. VALENSISE, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHDR 2*, cit., 23.

l'aver reciproche interferenze emerge chiaramente dalle disposizioni del Regolamento Emittenti; in particolare là dove esse prevedono che la relazione sui compensi corrisposti *i*) debba dare conto della sua conformità con la politica in materia di remunerazione di riferimento e delle modalità con cui la remunerazione contribuisce ai risultati a lungo termine della società, *ii*) debba fornire indicazioni degli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti, salva la facoltà per le società di omettere tali informazioni ove necessario per la tutela della riservatezza delle informazioni commercialmente sensibili o dei dati previsionali non pubblicato, motivandone le ragioni, *iii*) debba fornire informazioni su qualsiasi deroga alla politica delle remunerazioni, applicata in circostanze eccezionali, e sull'eventuale applicazione di meccanismi di correzione *ex post* della componente variabile della remunerazione, indicando in sintesi le motivazioni, l'ammontare oggetto della correzione e l'esercizio di riferimento dei compensi oggetto delle misure.

3. *Le remunerazioni nel Codice di Corporate Governance.* – Le previsioni in tema di remunerazione contenute nel Testo unico della finanza e nel Regolamento Emittenti trovano un puntuale riscontro nelle nuove disposizioni del Codice di Corporate Governance, approvato dal Comitato per la Corporate governance nel gennaio 2020 e applicabile dal primo esercizio che inizi successivamente al 31 dicembre 2020<sup>33</sup>.

E tale “rinvio incrociato” tra fonti di *hard law* e fonti di *soft law* è rinvenibile sin dalla lettura dei Principi enunciati dall'art. 5 del Codice, nei quali i riferimenti ad una politica per la remunerazione «*funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società*», a piani di remunerazione «*basati su azioni che incentivano l'allineamento con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine*» e a politiche che tengano conto «*della necessità di disporre, di trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società*», richiamano nella loro formulazione il dettato del co. 3 *bis* dell'art. 123 *ter* t.u.f. (là dove prevede che «*la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società*»), del par. 6 dell'art. 9 *bis* della SHRD (per cui «*la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo*») e del Considerando 2 della Raccomandazione 2004/913/CE (secondo cui gli elementi che compongono la retribuzione «*dovrebbero facilitare l'assunzione e la permanenza di amministratori che abbiano le qualità richieste per dirigere una società*»). Con la conseguenza, ci sembra, di assottigliare la distinzione tra disposizioni vincolanti e disposizioni ad adesione volontaria, aprendo la strada alla possibilità di valorizzare le regole di autodisciplina alle quali la società dichiara di aderire come criteri di interpretazione del generale obbligo di diligenza professionale gravante sugli amministratori<sup>34</sup>.

<sup>33</sup> Secondo quanto stabilito nell'*Introduzione* al Codice, le informazioni relative alla sua applicazione devono essere contenute nella relazione sul governo societario prevista dall'art. 123 *bis* t.u.f. pubblicata nel corso del 2022: ciò significa che alcuni tra i documenti richiamati *supra* nel par. 1 (e, in particolare, la *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, a cura del Comitato Italiano per la Corporate Governance) continuano a fare riferimento alla precedente versione del Codice, risalente al luglio 2018, e alla relativa numerazione).

<sup>34</sup> Così, testualmente, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale*

Ciò premesso, le indicazioni del Codice di Corporate Governance non si discostano molto da quelle contenute nelle precedenti versioni.

Tra le innovazioni più significative, meritano tuttavia di essere segnalati due aspetti, entrambi relativi alla componente variabile delle remunerazioni.

Il primo riguarda la maggiore apertura verso la possibilità di corrispondere compensi variabili per gli amministratori non esecutivi. Mentre infatti la precedente versione del Codice escludeva che questi ultimi potessero essere destinatari di piani di remunerazione basati su azioni, salvo motivata decisione dell'assemblea dei soci<sup>35</sup>, l'attuale Raccomandazione 29 dell'art. 5 consente che il loro compenso – adeguato alla competenza, alla professionalità e all'impegno richiesto dai compiti svolti in seno al consiglio di amministrazione – possa essere legato, ancorché per una parte non significativa, a obiettivi di *performance* finanziaria. Innovazione, come sottolineato nei primi commenti<sup>36</sup>, che presenta il vantaggio di rendere maggiormente attrattiva l'assunzione dell'incarico di amministratore non esecutivo, mitigando, soprattutto nelle società di minori dimensioni, il rischio di selezione avversa legato alla prospettiva di retribuzioni spesso non proporzionate rispetto all'impegno richiesto, ai possibili profili di responsabilità e ai rischi sanzionatori e reputazionali che il ruolo comporta<sup>37</sup>.

Il secondo, sicuramente più rilevante, è codificato nella Raccomandazione 29, lett. c), dell'art. 5, e riguarda l'espreso richiamo al «successo sostenibile» tra gli obiettivi di *performance* cui, in coerenza con gli obiettivi strategici della società, può essere legata l'erogazione delle componenti variabili del compenso degli amministratori esecutivi<sup>38</sup> e del *top management*<sup>39</sup>, utilizzando, ove rilevanti, anche parametri non finanzia-

---

di rischio, cit., 1279. Sul punto cfr. altresì le osservazioni di R. ROLLI, *L'impatto sui fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021 e G. ALPA, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, cit., 572, che, dopo aver osservato come la violazione delle regole deontologiche non implichi violazione di legge, precisa: “sempre che i principi o le raccomandazioni non siano il riflesso di fattispecie casistiche della interpretazione e applicazione delle norme del codice civile o delle leggi speciali”.

<sup>35</sup> Criterio 6.C.4 del *Codice di Autodisciplina*, luglio 2018.

<sup>36</sup> Cfr. in particolare P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, cit., 279 e M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate governance 2020: le principali novità*, 446, nonché G. AMATO-N. PIEROTTI, *Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: ruolo dell'organo amministrativo e remunerazione*, in *www.dirittobancario.it*, novembre 2020, 21.

<sup>37</sup> In base ai dati riportati da ASSONIME, *Note e studi 4/2022*, cit., 62, nell'ultimo anno la remunerazione media degli amministratori non esecutivi è stata pari a 74,600 mila euro per i non indipendenti e a 61 mila euro per gli indipendenti, a fronte dei 281,600 mila euro riconosciuti in media agli amministratori esecutivi privi di cariche, diversi quindi da presidenti, vicepresidenti o amministratori delegati. Il punto era peraltro stato evidenziato dal Comitato per la Corporate Governance già nella *Relazione annuale 2019*, 93 ss., come possibile area critica sulla quale sollecitare un miglioramento delle prassi di *governance* degli emittenti, sottolineando la inadeguatezza delle remunerazioni riconosciute agli amministratori non esecutivi delle società di minori dimensioni, sia in rapporto all'impegno richiesto (soprattutto in relazione alla partecipazione ai lavori dei comitati endo-consiliari, cui sono attribuite crescenti funzioni istruttorie, propositive e consultive), sia in rapporto alle corrispondenti remunerazioni riconosciute nelle società estere (in particolare nel Regno Unito).

<sup>38</sup> Ovvero, secondo la definizione fornita dal Codice, “– il presidente della società o di una società controllata avente rilevanza strategica, quando gli siano attribuite deleghe nella gestione o nell'elaborazione delle strategie aziendali; – gli amministratori che sono destinatari di deleghe gestionali e/o ricoprono incarichi direttivi nella società o in una società controllata avente rilevanza strategica, o nella società controllante quando l'incarico riguardi anche la società; – gli amministratori che fanno parte del comitato esecutivo della società e, nelle società che adottano il modello *two-tier*, gli amministratori che fanno parte dell'organo cui

ri e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Richiamo che, al di là dell'indubbia vaghezza dell'espressione<sup>40</sup>, apre la strada ad un utilizzo sempre più significativo di parametri legati a obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale<sup>41</sup>, mettendo in luce la stretta interconnessione tra la relazione sulla gestione ex art. 123 *bis* t.u.f., la relazione sulla politica di remunerazione di cui all'art. 123 *ter* t.u.f. e la dichiarazione non finanziaria prevista dal d.lgs. n. 254/2016, pubblicata congiuntamente alla relazione finanziaria annuale di cui all'art. 154 *ter* t.u.f.<sup>42</sup>.

E, imponendo alle società di considerare adeguatamente la coerenza dei parametri individuati per la remunerazione variabile con gli obiettivi strategici dell'attività di impresa e il perseguimento del successo sostenibile, porta ancora una volta al centro del dibattito il tema, più volte esplorato dall'Autore cui è dedicato questo volume, dell'interesse sociale<sup>43</sup>.

---

sono attribuiti i compiti di gestione (per le società italiane che adottano il modello dualistico, i componenti del consiglio di gestione”.

<sup>39</sup> Comprendente, secondo la definizione del Codice stesso, gli “alti dirigenti che non sono membri dell'organo di amministrazione e hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società e del gruppo ad essa facente capo”.

<sup>40</sup> E v. le considerazioni di M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 16, nonché ID., *Il “successo sostenibile” del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, in *www.diritto bancario.it*, febbraio 2021.

<sup>41</sup> Secondo quanto riportato nella *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, a cura del Comitato Italiano per la Corporate Governance, p. 76, tra le società che indicano gli obiettivi di performance per la remunerazione variabile, la previsione di obiettivi ambientali e sociali è prevista dal 91% delle FTSE MIB, dal 75% delle Mid Cap e dal 41% delle Small Cap. L'utilizzo di parametri ESG (presente sia nei piani di remunerazione legati a obiettivi di breve periodo sia in quelli di medio-lungo termine) varia significativamente in relazione all'identità dell'azionista di riferimento ed è nettamente più elevato nelle società pubbliche (dove è presente nel 64% delle componenti MBO e nel 76% dei piani LTI), mentre si riduce notevolmente in quelle a controllo familiare (nelle quali le percentuali sono pari, rispettivamente, al 33% e al 27%).

La citata *Relazione* (p. 77) sottolinea peraltro come la qualità di tali obiettivi sia soggetta a significative differenze: mentre il 40% circa delle società ha previsto chiari obiettivi ambientali (31%) e/o obiettivi di natura sociale (di cui il 5% per obiettivi di salute e sicurezza sul lavoro o legati alla catena di fornitura; 6% per obiettivi di welfare aziendale, inclusa la *diversity*), è ancora maggioritaria (58%) la previsione di obiettivi generici di “ESG” o di “sostenibilità” che non rispondono ai criteri di misurabilità degli obiettivi di performance raccomandati dal Codice per le componenti variabili.

<sup>42</sup> Il Terzo rapporto dell'Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria (citato *supra*, nota 8) ha esaminato i dati delle 202 società soggette all'applicazione del d.lgs. n. 254/2016 che hanno pubblicato la Dichiarazione Non Finanziaria entro il 7 ottobre 2020, 53 delle quali non sono quotate: la percentuale di società che dichiara di avere un sistema di incentivazione e/o remunerazione legato ad obiettivi di sostenibilità è pari al 25% (contro il 13% dell'anno precedente) e aumenta sensibilmente tra le società quotate sul segmento FTSE-MIB raggiungendo in questo caso il 74% (pari a 25 società su 34).

<sup>43</sup> Si vedano tra le numerose riflessioni dedicati dall'Autore all'argomento (oltre ai contributi già citati in precedenza) P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 89 ss.; ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in *Impresa, società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 215 ss.; ID., *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. Soc.*, 2018, 303.

## NOTE IN TEMA DI «SPECIFICHE COMPETENZE» DEGLI AMMINISTRATORI DELLA S.R.L.

di *Federico Briolini*

SOMMARIO: 1. Introduzione. «Natura dell’incarico» e «specifiche competenze» degli amministratori della società per azioni (e della società a responsabilità limitata). – 2. (*Segue*): di taluni argomenti contrari all’applicabilità del criterio delle «specifiche competenze» al di fuori del diritto delle società azionarie. – 3. (*Segue*): la rilevanza del principio dell’art. 2381, ult. comma, c.c. e delle (nuove) regole in tema di azione di responsabilità dei creditori sociali e di controllo giudiziario sulla gestione della s.r.l. – 4. Alcune possibili ipotesi di gestione da svolgersi secondo lo schema del “buon amministratore” di s.r.l. Conclusione.

1. *Introduzione. «Natura dell’incarico» e «specifiche competenze» degli amministratori della società per azioni (e della società a responsabilità limitata).* – A distanza di quasi vent’anni dalla riforma del diritto societario, e dopo le novità introdotte dal più recente codice della crisi e dell’insolvenza (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, così come modificato dal d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147<sup>1</sup>), credo sia utile tornare a discutere della diligenza degli amministratori della s.r.l., in particolare del problema dell’applicabilità a questi ultimi della regola per cui gli amministratori devono adempiere i propri doveri con la diligenza richiesta, oltre che dalla «natura dell’incarico», dalle «loro *specifiche competenze*» (art. 2392, comma 1, primo periodo, c.c.).

I termini della questione – colta nei suoi termini essenziali sin dal 2003 – sono invero più che noti. In sintesi, si tratta di coordinare in modo sistematicamente e operativamente adeguato un materiale normativo che, a fronte del silenzio mantenuto dall’art. 2476 c.c. circa la diligenza esigibile dagli amministratori della società a responsabilità limitata, pone l’interprete dinanzi all’alternativa di far capo al precetto dell’art. 2260 c.c., che con riguardo alle società personali rinvia agli schemi del mandato e (per ulteriore *relatio*: art. 1710, comma 1, c.c.) al canone della diligenza del buon padre di famiglia *ex* art. 1176, comma 1, c.c., oppure a quello dell’art. 2392, comma 1, c.c., che come accennato poc’anzi enuncia per gli amministratori della s.p.a. i criteri, apparentemente nuovi, della diligenza richiesta dalla «natura dell’incarico» e dalle «loro *specifiche competenze*». È pure noto, d’altro canto, come nell’ambito della riflessione sviluppatasi nella giurisprudenza teorica e pratica si sia consolidato il convincimento che – anche a voler escludere la possibilità di risolvere il problema mercé l’applicazione analogica dell’art. 2392 c.c. – il comportamento degli amministratori della s.r.l. debba valutarsi alla luce della «natura dell’incarico» dagli stessi ricoperto<sup>2</sup> in forza della re-

---

<sup>1</sup> E, in tempi ancora più vicini, dal d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83, e dal d.l. 21 giugno 2022, n. 73, convertito in l. 4 agosto 2022, n. 122 (ma relativamente a profili che qui non rilevano).

<sup>2</sup> In tema di società per azioni, prevale l’idea che il criterio della «natura dell’incarico» imponga di giu-

gola del comma 2 dell'art. 1176 c.c.: regola che, lì dove esige che in caso di attività di carattere professionale<sup>3</sup> la diligenza del debitore si apprezzi avendo presente la *natura dell'attività esercitata*<sup>4</sup>, esprime un principio generale, come tale valevole *anche* quan-

dicare il comportamento degli amministratori avendo riguardo ad elementi – quali le dimensioni dell'impresa societaria, la sua struttura organizzativa, il settore nel quale la società svolge la propria attività, l'importanza dell'operazione da compiere, ecc. – che possono far sì che la funzione gestoria risulti più o meno complessa e che «il grado di cura, di attenzione, di applicazione esigibile nell'amministrazione» possa variare sensibilmente da s.p.a. a s.p.a. [così (N. ABRIANI)-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV-1, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 614; nello stesso senso A. DE NICOLA, *Art. 2392*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. Ghezzi-M. NOTARI, *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, Milano, 2005, 555; AN. ROSSI, *Art. 2392*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, 792; V. ALLEGRI, *L'amministrazione e il controllo*, in AA.VV., *Diritto commerciale*<sup>5</sup>, Bologna, 2007, 226; S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV-1, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 661; A. TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*<sup>5</sup>, Milano, 2012, 235 s.; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*<sup>14</sup>, a cura di C. ANGELICI-G.B. FERRI, Torino, 2015, 337; Trib. Prato 14 settembre 2012, in *www.ilcaso.it*]. È invece più dubbio, per quanto la soluzione positiva appaia preferibile, se il criterio in esame imponga di diversificare il giudizio, all'interno della medesima società, anche da amministratore ad amministratore, nell'ipotesi in cui il singolo soggetto sia – non già destinatario di deleghe, essendo tale caso autonomamente regolato dalla parte finale del primo comma e dal secondo comma dell'art. 2392 c.c. (F. BRIOLINI, *Art. 2392*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2016, 1385 s.), ma – investito di specifiche funzioni ovvero titolare di particolari incarichi pur in assenza di organi delegati (A. DE NICOLA, *op. cit.*, 555; AN. ROSSI, *op. cit.*, 792; G. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, 312; F. PERNAZZA, *Art. 2392*, in *Codice commentato delle società*<sup>2</sup>, a cura di G. BONFANTE-D. CORAPI-G. MARZIALE-R. RORDORF-V. SALAFIA, Milano, 2007, 515 s.; R. TETI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2007, 635; G. FERRI, *op. cit.*, 337; sostiene che il riferimento alla «natura dell'incarico» attenga solo alla «posizione assunta nell'ambito del consiglio di amministrazione, piuttosto che [al]l'attività svolta dalla società», M. SANDULLI, *Art. 2392*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. SANDULLI-V. SANTORO, 2/I, Torino, 2003, 473; rilievi nella stessa direzione in M. SPIOTTA, *Art. 2392*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASO-P. MONTALENTI, I, Bologna, 2004, 766; F. VASSALLI, *Art. 2392*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. D'ALESSANDRO, II-2, Padova, 2011, 153 s.; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*<sup>4</sup>, Bologna, 2012, 177; P.M. SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2020, 526 s.; cfr. anche A. DE NICOLA, *op. cit.*, 555, che fa l'esempio del presidente del c.d.a. responsabile, considerata la «natura dell'incarico» svolto, per aver omesso la convocazione del consiglio; v. pure, a tale specifico proposito, P. CUOMO, *Il presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 591, nonché il cenno di G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2015, 218].

<sup>3</sup> Invero, non può seriamente dubitarsi che anche quelle relative alla gestione della s.r.l. siano «obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale», ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c., pure per tale tipo societario potendo ripetersi l'osservazione per cui gli amministratori prestano «un'attività... che è particolarmente qualificata e che richiede prudenza, cure e attenzioni superiori e più specifiche di quelle proprie dell'uomo medio» (così, riferendosi agli amministratori di s.p.a., F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 249).

<sup>4</sup> Molto significative in proposito sono le (notissime) parole della *Relazione* al codice civile, n. 559, che da una parte afferma che il criterio della diligenza del buon padre di famiglia «riassume in sé quel complesso di cure e di cautele che ogni debitore deve normalmente impiegare nel soddisfare la propria obbligazione, avuto riguardo alla natura del particolare rapporto e di tutte le circostanze di fatto che concorrono a determinarlo», dall'altra precisa che la regola in punto di diligenza professionale – contenuta nel secondo comma dell'art. 1176 c.c. – opera *ad instar* di «semplificazione legislativa» del principio per cui la diligenza del debitore «va commisurat[a] al tipo speciale del singolo rapporto» (corsivi aggiunti).

do occorra pronunciarsi sulla correttezza della condotta dei gestori di una s.r.l.<sup>5</sup>

Rispetto al criterio delle «specifiche competenze» – del quale, almeno *prima facie*, non vi è traccia nell'art. 1176 c.c. –, le opinioni sono invece decisamente meno uniformi<sup>6</sup>. Prima di darne conto, ritengo sia opportuno operare due precisazioni preliminari (e, in verità, non particolarmente originali).

Innanzitutto, va detto che le «competenze» di cui discorre la norma in tema di società per azioni devono intendersi non come sinonimo di attribuzioni o compiti degli amministratori – il che condurrebbe a sovrapporre il concetto di «specifiche competenze» a quello di «natura dell'incarico»<sup>7</sup> – ma nel senso di *capacità e conoscenze* particolari del singolo amministratore<sup>8</sup>. L'elemento che caratterizza l'art. 2392, comma 1, c.c. appare infatti costituito da ciò, che l'interprete – e al vertice il giudice – è chiamato a compiere una *valutazione differenziata* (della correttezza) dell'operato degli amministratori, avendo riguardo al diverso “bagaglio” di conoscenze di cui ogni amministratore può essere munito in confronto agli altri. Conoscenze che (è appena il caso di aggiungere) possono discendere sia dal possesso di dati titoli di studio o qualifiche professionali da parte dell'amministratore, sia dall'esperienza che lo stesso abbia maturato

<sup>5</sup> In questo senso, in luogo di molti, M. SANDULLI, *Azione di responsabilità e di revoca verso gli amministratori di s.r.l.*, in *Società*, 2005, 483 s.; R. TETI, *op. cit.*, 638; A. ANGELLIS-G. SANDRELLI, *Art. 2476*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. BIANCHI, Milano, 2008, 679; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, II, Milano, 2010, 1057 ss.; P. MONDINI, *La responsabilità degli amministratori nei confronti della società: profili sostanziali*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a G.B. PORTALE, Milano, 2011, 633; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*<sup>2</sup>, Torino, 2020, 221; G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità gestoria: le azioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA-G. MARASÀ, II, Milano, 2020, 1853; in giurisprudenza, Trib. Roma, Sez. spec. impr., 20 aprile 2020, in *Foro it.*, 2020, I, 2899; Trib. Roma, Sez. spec. impr., 8 aprile 2020 (ord.), in *Giur. it.*, 2021, 103, con nt. di M. TABELLINI; Trib. Roma 25 ottobre 2013, in [www.leggiditaliaprofessionale.it](http://www.leggiditaliaprofessionale.it); Trib. S.M. Capua Vetere 15 novembre 2004 (ord.), in *Società*, 2005, 477.

<sup>6</sup> Invero, pare senz'altro ottimistica – poiché presenta come (da tempo) risolto un problema in realtà ancora discusso – l'affermazione di Trib. Bologna, Sez. spec. impr., 1° settembre 2018, in [www.giurispriudenzedelleimprese.it](http://www.giurispriudenzedelleimprese.it), secondo cui «si ritiene ormai pacificamente che, come per gli amministratori di s.p.a. (art. 2392 c.c.), anche per quelli di s.r.l. debba farsi riferimento alla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze possedute».

<sup>7</sup> Almeno qualora si ritenga che con tale ultima formula si faccia riferimento – anche, o solo – alle funzioni o incarichi attribuiti ai singoli amministratori (*supra*, nt. 2). Prospetta l'interpretazione indicata nel testo, senza respingerla espressamente, V. ALLEGRI, *op. cit.*, 226.

<sup>8</sup> *Ex multis*, L. DE ANGELIS, *Amministrazione e controllo nelle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 479 s.; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. dir. civ. e dir. pubbl. econom.*, diretto da F. GALGANO, XXIX, Padova, 2003, 278; M. SANDULLI, *Art. 2392*, cit., 473; V. DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 647 ss.; M. SPIOTTA, *op. cit.*, 767; A. DE NICOLA, *op. cit.*, 557 s.; An. ROSSI, *op. cit.*, 793 s.; P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2, Torino, 2006, 839; V. ALLEGRI, *op. cit.*, 226; A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, 36; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009, 438; S. AMBROSINI, *op. cit.*, 661 s.; P. PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgment rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1170; A. TOFFOLETTO, *op. cit.*, 235 s.; G. PRESTI-M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*<sup>6</sup>, Bologna, 2013, 478; G. FERRI, *op. cit.*, 337; G.C.M. RIVOLTA, *op. cit.*, 218; M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura organizzativa*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2020, 747.

– per dir così, “sul campo” – in uno specifico settore dell’attività di impresa, sia, evidentemente, dall’una e dall’altra circostanza<sup>9</sup>.

Il secondo rilievo è che la società potrebbe avere *interesse* – in considerazione dei benefici che essa potrebbe ricavarne – ad annoverare tra i propri amministratori uno o più soggetti dotati di tali competenze. Del tema si occupa innanzitutto, in materia di s.p.a., l’art. 2387, comma 1, c.c., lì dove prevede (dettando una norma applicabile pure alla s.r.l.<sup>10</sup>) che lo statuto possa subordinare l’assunzione della carica di amministratore al possesso di «*speciali requisiti*» in punto, fra l’altro, di «professionalità»<sup>11</sup>: in tale ipotesi, è *in re ipsa* che per la società – la quale ha consacrato l’interesse cui si allude in una precisa regola statutaria<sup>12</sup> – sia fondamentale che gli amministratori dispongano di determinate competenze<sup>13, 14</sup>. Tuttavia, non può dubitarsi che anche una s.r.l. il cui

<sup>9</sup> La conclusione è implicitamente confermata – ammesso (e non concesso) che una conferma sia necessaria – dall’art. 358, comma 1, d.lgs. n. 14/2019, ove si prevede che possano essere chiamati a svolgere le funzioni di curatore, commissario giudiziale e liquidatore nelle procedure regolate dal codice della crisi e dell’insolvenza non solo gli iscritti in certi albi professionali (quelli degli avvocati, dei dottori commerciali e degli esperti contabili e dei consulenti del lavoro), ma altresì coloro che, pur non essendo iscritti in tali albi, «abbiano svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in società di capitali o società cooperative, dando prova di adeguate capacità imprenditoriali» (art. 358, comma 1, lett. a e c, d.lgs. n. 14/2019). Nella stessa direzione, significativo è pure il decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze in tema di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell’incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti (d.m. 23 novembre 2020, n. 169), ove si prevede – con riguardo ai cc.dd. criteri di competenza degli esponenti aziendali, intesi a provare l’idoneità di tali soggetti ad assumere l’incarico – che debbano essere prese in considerazione tanto «la conoscenza teorica... acquisita attraverso gli studi e la formazione», quanto «l’esperienza pratica, conseguita nello svolgimento di attività lavorative precedenti o in corso» (art. 10, comma 1).

<sup>10</sup> È pacifico che l’art. 2387, comma 1, c.c. – che ad avviso di molti sarebbe norma, se non superflua, di carattere soltanto programmatico, esaurendosi nell’individuazione di «un percorso “virtuoso” verso il quale... indirizzare le società per azioni» [M. SANDULLI, *Art. 2387*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, a cura di M. SANDULLI-V. SANTORO, 2/I, Torino, 2003, 436; G.D. MOSCO, *Art. 2387*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI-A. STAGNO D’ALCONTRES, II, Napoli, 2004, 625 (del quale sono le parole trascritte)], nel segno di quel «primato della competenza» in cui si scorge uno strumento fondamentale per il «rilancio della logica d’impresa» (così V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 176) – valga anche per la società a responsabilità limitata (anzi, a maggior ragione per tale tipo sociale, ove lo spazio lasciato all’autonomia statutaria è ancora più esteso che nella s.p.a.): cfr., tra gli altri, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, V-1, Padova, 2007, 226; G. ZANARONE, *op. cit.*, 946; M. BIANCHINI, *Nomina degli amministratori e cause di ineleggibilità*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. PORTALE, Milano, 2011, 529; D. REGOLI, *Gli amministratori*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA-G. MARASÀ, II, Milano, 2020, 1712.

<sup>11</sup> V., per alcuni esempi, A. SIRONI, *Art. 2387*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, Milano, 2005, 292 s. Com’è noto, l’art. 2387, comma 1, c.c. prosegue riconoscendo la possibilità di far capo ai «requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati regolamentati» (il riferimento è, oggi, innanzitutto ai *Codice di Corporate Governance* elaborato dal *Comitato per la Corporate Governance* costituito da ABI, ANIA, Assonime, Confindustria, Assogestioni e Borsa Italiana, il cui ultimo testo risale al 31 gennaio 2020).

<sup>12</sup> E in una regola che conduce all’ineleggibilità – ovvero alla decadenza dall’ufficio – del soggetto sfornito di siffatti requisiti (art. 2382 c.c., cui l’art. 2387, comma 1, ult. per., c.c. fa espresso rinvio).

<sup>13</sup> Benché sia diffusa (e, entro certi limiti, anche condivisibile) l’osservazione per cui le due norme – l’art. 2387, comma 1, e l’art. 2392, comma 1, c.c. – si collocano e operano su piani diversi, la prima riguardando i requisiti eventualmente prescritti (in astratto) ai fini della nomina di dati soggetti quali amministratori, la seconda la condotta che (in concreto) deve essere tenuta dai gestori onde assolvere all’obbligo di



atto costitutivo o statuto taccia al riguardo (come molto spesso accade<sup>15</sup>) possa, in linea di principio, profittare della particolare e più elevata competenza di uno o più amministratori: e questo vuoi nel caso in cui essa abbia un organo amministrativo pluripersonale, in ragione della più efficace *divisione del lavoro*<sup>16</sup> che la presenza di sogget-

---

diligente amministrazione della società (così, tra gli altri, V. ALLEGRI, *Contributo*, cit., 226; M. SANDULLI, *Art. 2387*, cit., 438; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 109), il legame tra l'una e l'altra emerge con evidenza tutte le volte in cui si imputi all'amministratore – previamente scelto in ragione del possesso di una particolare professionalità, ex art. 2387, comma 1, c.c. – di aver avuto un comportamento non in linea con quello che la società avrebbe potuto attendersi da un soggetto così qualificato: ipotesi nella quale appare arduo sostenere che le competenze dell'amministratore, decisive ai fini dell'assunzione della carica, non abbiano poi rilievo lì dove si discuta della responsabilità dello stesso soggetto, a mente dell'art. 2392 c.c., per non aver impiegato le medesime competenze [orientati nello stesso senso M. LANDINI, *Art. 2387*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, artt. 2325-2396, Padova, 2005, 719; A. SIRONI, *op. cit.*, 293 s.; M. MAGNANI, *Art. 2387*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2007, 509; M. FRANZONI, *Società per azioni. III. Dell'amministrazione e del controllo. I. Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, 2008, 284; D. REGOLI, *Art. 2387*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, a cura di D. SANTOSUOSSO, artt. 2452-2510, Torino, rist. 2016, 237 (che discorre di una «pre-sunzione di competenza», derivante dal possesso dei requisiti di professionalità previsti dallo statuto); sul punto v. pure il cenno di C. ANGELICI, voce *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 1007].

<sup>14</sup> Piuttosto remoto (almeno nella s.r.l.) pare invero il pericolo, paventato da M. SANDULLI, *Art. 2387*, cit., 437, che la previsione di requisiti di professionalità particolarmente puntuali determini una «chiusura di casta», tanto da «impedire che nuove capacità possano essere inserite in un organo amministrativo», sembrando che nel tipo sociale in discorso sia – se mai – più probabile che il socio o i soci di controllo vogliano mantenersi liberi di scegliere gli incaricati della gestione della “propria” società. In argomento v. altresì P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 302 ss., che con riguardo alla società per azioni pone l'accento sul rischio che una disciplina statutaria che circoscriva oltremisura il novero dei legittimati passivi alla carica comprometta la «possibilità per l'assemblea di disporre del rapporto di “fiducia” con i preposti», in contrasto con il principio generale – valevole nella s.p.a., ex art. 2383, comma 2, c.c., ma oggi non riprodotto nella s.r.l.: art. 2475, 1° cpv., c.c. – della temporaneità dell'incarico gestorio; in termini analoghi G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Tratt. delle s.p.a.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 4, Torino, rist. 1995, 30 s.; nonché, ancor prima, rilevando come l'indicazione nell'atto costitutivo di «requisiti particolari di capacità» non possa spingersi sino al punto di ledere l'ulteriore e connesso principio della revocabilità in ogni tempo degli amministratori (come accadrebbe nel caso limite in cui i revocandi fossero gli unici in possesso di siffatti requisiti), G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 100.

<sup>15</sup> Come rilevato nella nota che precede, è verosimile che il silenzio mantenuto dagli statuti sul punto derivi dal fatto che i soci preferiscono conservare la libertà – anche nei casi in cui la gestione della s.r.l. richieda o consigli competenze superiori alla media – di scegliere la persona di volta in volta (ritenuta) più adatta a ricoprire l'incarico, piuttosto che vincolarsi con la previsione già nell'atto costitutivo di requisiti di professionalità più o meno rigidi (e modificabili solo nelle forme indicate dagli artt. 2436 e 2480 c.c.). Tale silenzio sembra inoltre potersi spiegare – da un diverso punto di vista – notando che nelle s.r.l. non si pone l'esigenza (che affiora soprattutto nel caso di s.p.a. con azioni negoziate in un mercato) di trasmettere al pubblico e agli *stakeholders* il “messaggio” positivo che «la società è gestita da soggetti tecnicamente idonei» (così A. SIRONI, *op. cit.*, 291).

<sup>16</sup> La divisione del lavoro della quale si parla nel testo è non solo quella tra soci e amministratori (e la cui esigenza si pone alla base, in modo evidente nella s.p.a. e senz'altro meno netto nella s.r.l., della progressiva concentrazione della gestione dell'impresa in capo ai secondi e dell'attribuzione di un carattere professionale all'attività degli stessi: cfr. C. ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, 1221 s.), ma anche – e, ai fini che qui interessano, soprattutto – quella che si realizza all'interno dell'organo amministrativo, nei casi in cui, per l'appunto, i suoi componenti vantino diverse competenze e specializzazioni e possano allora concentrarsi (se del caso tramite lo strumento della delega) ciascuno su particolari profili dell'attività imprenditoriale, salvo poi il necessario momento di confronto e di sintesi delle differenti prospettive e valutazioni che ha luogo, almeno in linea di

ti muniti di specifiche competenze permette di conseguire (in confronto all'ipotesi in cui tutti gli amministratori siano "genericamente" competenti, o meglio possiedano le competenze del "buon amministratore" di società capitalistiche)<sup>17</sup>; vuoi quando la società sia gestita da un amministratore unico<sup>18</sup>, che, grazie alla speciale preparazione tecnica e/o esperienza posseduta in uno o più campi, sia in grado di prendere decisioni "migliori" – ovvero più informate, consapevoli e meditate – rispetto a chi sia privo di analoga preparazione o esperienza. Il che significa, in definitiva, che la discussione svolta in queste pagine sulle «specifiche competenze» degli amministratori della s.r.l. concerne sì i presupposti e i confini della *responsabilità* di costoro – mirando essa a chiarire se possa essere chiamato a rispondere, a norma dell'art. 2476 c.c., l'amministratore che abbia tenuto un comportamento non in linea con il contegno che *da lui* ci sarebbe potuti attendere, alla luce delle particolari capacità vantate dallo stesso –, ma non soltanto tale aspetto. Invero, deve credersi che un'ipotetica risposta negativa all'interrogativo ora prospettato sottintenderebbe, in termini più ampi, il convincimento che al diritto delle s.r.l. *non interessi* che siffatte capacità siano utilizzate a vantaggio della società (capacità che l'amministratore "specificamente competente" potrebbe allora non impiegare, comportandosi alla stregua del generico "buon amministratore" di s.r.l. evocato poc'anzi<sup>19</sup>), ovvero che il sistema consideri quella in esame una questione di esclusiva pertinenza dei soci (la cui scelta di non stabilire nulla al riguardo nell'atto costitutivo non potrebbe pertanto essere superata, per via interpretativa, in ragione dell'esigenza di tutelare interessi ulteriori rispetto a quelli "privati" dei membri della compagine). Su tali profili, in ogni caso, dovrà tornarsi più avanti.

---

principio, in seno all'organo collegiale (v. sempre C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, Padova, 2006, 163 s.; nonché, più in generale, V. DI CATALDO, *op. cit.*, 650).

<sup>17</sup> Per quanto il punto sia intuitivo (e, come tale, non bisognevole di particolari dimostrazioni), può essere utile richiamare quanto stabilito dal già citato d.m. n. 169/2020, sui requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche e di altri intermediari, che da una parte prevede che la composizione degli organi di amministrazione (e di controllo) debba essere «adeguatamente diversificata in modo da: alimentare il confronto e la dialettica interna agli organi; favorire l'emersione di una pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei temi e nell'assunzione di decisioni; supportare efficacemente i processi aziendali di elaborazione delle strategie, gestione delle attività e dei rischi, controllo sull'operato dell'alta dirigenza; tener conto dei molteplici interessi che concorrono alla sana e prudente gestione della banca» (art. 11, comma 1), dall'altra dispone che a tal fine occorre che negli organi di amministrazione (e di controllo) siano presenti esponenti aziendali «le cui competenze, collettivamente considerate, siano idonee a realizzare gli obiettivi» appena menzionati (art. 11, comma 2, lett. b).

<sup>18</sup> Ne conviene R. TETI, *op. cit.*, 639.

<sup>19</sup> Si dovrebbe cioè sostenere non solo che – al di fuori delle note ipotesi di società che svolgono la propria attività in particolari settori (*supra*, nt. 17, ma si v. anche il caso delle società qualificabili imprese sociali, il cui atto costitutivo deve prevedere, ai sensi dell'art. 7, comma 3, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, «specifici requisiti di ... professionalità» dei titolari delle cariche sociali) – «l'ordinamento non abbracci[a] l'idea che si debba assicurare a qualunque organismo privato un gestore efficiente» (così V. DI CATALDO, *Gli statuti speciali delle società azionarie, in Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. ABBADESSA-A. ROJO, Milano, 1993, 58), il che invero sembra incontestabile, ma altresì che lo stesso ordinamento neppure richiede, ove siffatto «organismo privato» (in specie una s.r.l.) si trovi ad avere un amministratore con tali caratteristiche, che costui faccia uso delle proprie capacità affinché la gestione sia (più) efficiente.

2. (Segue): *di alcuni argomenti contrari all'applicabilità del criterio delle «specifiche competenze» al di fuori del diritto delle società azionarie.* – Come detto, il silenzio serbato dall'art. 1176 c.c. sulle «specifiche competenze» del debitore rende disagevole seguire una via analoga a quella percorsa da quanti – al cospetto dell'art. 2476 c.c., e muovendo dall'idea che l'autonomia dei due tipi faccia apparire come un'*extrema ratio* l'applicazione alla s.r.l. di norme dettate per la s.p.a. – ritengono di poter far capo alla regola generale in tema di adempimento delle obbligazioni (l'art. 1176 c.c., appunto), onde valutare l'operato degli amministratori alla luce della «natura dell'attività» svolta da costoro e, dunque, pervenire a un esito analogo a quello conseguibile in forza del criterio della «natura dell'incarico», ex art. 2392, comma 1, c.c.<sup>20</sup>.

Nella stessa direzione – nel senso cioè che le «specifiche competenze» menzionate dall'art. 2392 c.c. siano forse un *quid pluris* rispetto alla «natura» o al «tipo speciale del singolo rapporto»<sup>21</sup> di cui si discorre con riguardo all'art. 1176 c.c. – sembrerebbero d'altro canto deporre ulteriori argomenti. Fra questi, va rammentata in primo luogo la diversa formula (in confronto a quella che figura nell'art. 2392, comma 1, c.c.) dell'art. 2407, comma 1, c.c., dove si legge che i sindaci debbono adempiere i propri doveri «con la professionalità e la diligenza richieste dalla natura dell'incarico»; ovvero dell'art. 2489, comma 1, c.c., che si esprime in termini identici con riferimento ai liquidatori di società capitalistiche<sup>22</sup>; o quella dell'art. 2409-terdecies, comma 3, c.c., ove è previsto che i componenti del consiglio di sorveglianza debbano «adempiere i loro doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico»; o, ancora, il disposto dell'art. 38, comma 1, l. fall. (nel testo introdotto dal d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5), che prescrive – al pari del più recente art. 136, comma 1, d.lgs. n. 14/2019 – che il curatore adempia i doveri del proprio ufficio con la diligenza richiesta (anche in questo caso) «dalla natura dell'incarico». In effetti, sarebbe improprio o addirittura aprioristico sup-

<sup>20</sup> Riferimenti *retro*, nt. 5. In realtà, già prima della riforma del 2003 – ovvero quando l'art. 2392 c.c. si limitava a disporre che gli amministratori dovessero adempiere i propri doveri «con la diligenza del mandataro» – si era affermato, valorizzando la norma dell'art. 1176, cpv., c.c. e in specie il riferimento *ivi* contenuto alla «natura dell'attività esercitata», che «la *peritia artis* all'interno degli organi amministrativi collegiali» potesse «variare a seconda della funzione dei componenti», e si era concluso nel senso che anche la responsabilità degli amministratori dovesse «essere nello stesso modo diversificata» (V. ALLEGRI, *Contributo*, cit., 175, che prospettava l'esempio della «più accentuata» responsabilità del commercialista in materia economico-contabile ovvero del «tecnico» in tema di funzionalità degli impianti). Analogamente, in tempi più vicini, fanno leva sul principio del comma 2 dell'art. 1176 c.c. e sostengono su tale base che (anche) gli amministratori di s.r.l. debbano impiegare la diligenza richiesta dalle loro «specifiche competenze», Trib. Roma, Sez. spec. impr., 20 aprile 2020 (ord.), cit.; Trib. Roma, Sez. spec. impr., 8 aprile 2020 (ord.), cit.; Trib. Trieste, Sez. spec. impr., 1° marzo 2018, in [www.leggiditaliaiprofessionale.it](http://www.leggiditaliaiprofessionale.it); Trib. Roma, Sez. spec. impr., 21 dicembre 2016, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Roma, Sez. spec. impr., 21 novembre 2016, *ivi*; Trib. Roma, Sez. spec. impr., 19 ottobre 2015, in *dejure.it*; Trib. Napoli, Sez. spec. impr., 5 agosto 2015, *ivi* (a cui avviso l'art. 2476, comma 1, c.c. «riproduce in sostanza il contenuto» dell'art. 2392 c.c., «seppure con formula più sintetica»); Trib. Roma, Sez. spec. impr., 25 marzo 2015 (ord.), in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Bologna, Sez. spec. impr., 25 marzo 2014 (ord.), in [www.leggiditaliaiprofessionale.it](http://www.leggiditaliaiprofessionale.it); Trib. Milano 28 febbraio 2011, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 205 (solo massima), e in [www.leggiditaliaiprofessionale.it](http://www.leggiditaliaiprofessionale.it); in argomento v. pure i rilievi di M. FRANZONI, *op. cit.*, 464 ss., e – soprattutto – quelli di A. TINA, *op. cit.*, 39 ss.

<sup>21</sup> Sono sempre le parole della *Relazione* al codice civile, n. 559, ricordate *retro*, nt. 4.

<sup>22</sup> Pone l'accento su tali norme anche G. ZANARONE, *op. cit.*, 1058, n. 41; nel senso, tuttavia, che la differente formula dei due precetti – e in particolare l'omessa menzione del parametro delle «specifiche competenze» – non meriti di essere enfatizzata A. TINA, *Art. 2407*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2016, 1705, e S. TURELLI, *Art. 2489*, *ivi*, 2936 s.

porre – dinanzi a precetti di tale tenore (tutti coevi se non successivi all'art. 2392 c.c.), ove il sintagma «natura dell'incarico» è sempre presente, mentre quello «specifiche competenze» non figura mai – che non vi siano ragioni particolari che giustificano, almeno nella *mens* del legislatore del 2003, la peculiare regola dell'art. 2392, comma 1, c.c. (l'unica, va ribadito, che si esprime nei termini ricordati), ovvero sostenere che la norma in tema di diligenza degli amministratori di s.p.a. non apporti in realtà alcuna vera innovazione rispetto al quadro normativo e interpretativo previgente, esaurendo in tal modo la discussione sul punto.

Ma non sono solo questi cenni, per quanto certamente rilevanti, a convincere dell'opportunità di una riflessione meno sommaria sul problema di cui si sta discorrendo. È noto, infatti, come l'originalità del criterio delle «specifiche competenze» – e, al tempo stesso, la sua non “esportabilità” al di fuori dei confini del diritto delle società azionarie – sia stata argomentatamente sostenuta da chi, all'indomani della riforma del 2003, ha posto l'accento su taluni elementi differenziali della disciplina della società per azioni rispetto a quella della società a responsabilità limitata: elementi in grado di mostrare, ad avviso dell'autore cui si allude, non solo l'assenza nel secondo tipo societario della separazione fra “proprietà” e “gestione” che, nel primo, esalta il *significato professionale* dell'attività degli amministratori, ma anche la (tendenziale) non riconoscibilità nella s.r.l. di quell'esigenza di *divisione del lavoro* al cui soddisfacimento – come visto poc'anzi – si volge la regola sulle «specifiche competenze» degli amministratori di s.p.a.<sup>23</sup>.

3. (Segue): *la rilevanza del principio dell'art. 2381, ult. comma, c.c. e delle (nuove) regole in tema di azione di responsabilità dei creditori sociali e di controllo giudiziario sulla gestione della s.r.l.* – Non è questa la sede per soffermarsi su ciascuno dei meditati richiami compiuti a sostegno della conclusione ora indicata e tantomeno, in termini ancor più generali, per (provare a) discutere della visuale di vertice su cui riposa la riflessione così rapidamente compendiata. Piuttosto, credo sia opportuno dar conto di tre specifiche novità normative, che sembrerebbero nel complesso infirmare – e probabilmente indurre a respingere – l'idea che la disciplina dettata per il tipo “superiore” in

<sup>23</sup> Così, com'è noto, C. ANGELICI, *Note*, cit., 1217 ss., il quale muove dall'idea che l'attività degli amministratori della s.r.l. sia piuttosto inquadrabile nella prospettiva della «gestione di interessi altrui», o meglio di interessi «riferibili... ad una collettività alla quale fondamentalmente si partecipa», e, sulla base di tale premessa, conclude nel senso che la norma cui far capo sia l'art. 2260 c.c., che si occupa della diligenza degli amministratori delle società personali rinviando a schemi – come detto, quelli del mandato – intrinsecamente coerenti con la prospettiva appena descritta (a meno che l'assetto organizzativo della singola s.r.l. non sia piuttosto conformato secondo il modello della s.p.a.: caso in cui, sempre secondo l'autore, potrebbe e anzi dovrebbe farsi riferimento alla disciplina dettata per quest'ultimo tipo in punto di diligenza e di presupposti della responsabilità dei gestori, *id est* l'art. 2392, comma 1, c.c.). Nella stessa direzione, con diversi approfondimenti, S. ROSSI, *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1060, nt. 3; F. PASQUARIELLO, *Art. 2476 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, III, Padova, 2005, 1974; A. ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci «cogestori»: luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 518 s.; v. pure, nel senso che nella s.r.l. occorre utilizzare il parametro della «diligenza del *bonus pater familias*, allorché l'assunzione della carica gestoria non sia stata espressione di una scelta professionale, ma sia stata ispirata da ragioni occasionali», Trib. Napoli 11 novembre 2004, in *Società*, 2005, 1007.

punto di diligenza e di (presupposti della) responsabilità degli amministratori non possa, in linea di principio, essere estesa al tipo “inferiore”.

La prima di tali novità – tutte introdotte dal codice della crisi e dell’insolvenza – è costituita dal rinvio, effettuato ora dal comma 6 dell’art. 2475 c.c. (sia pur nei limiti della compatibilità), alla regola dell’art. 2381 c.c.: ovvero al precetto che si occupa dei compiti del presidente del c.d.a., prevede la possibilità di istituire organi delegati e (soprattutto) sancisce l’ampio principio onde «gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato». Invero, (mi) sembra che tale precetto – già da altri richiamato ai fini che qui rilevano<sup>24</sup> – meriti attenzione sotto almeno due profili. Per un verso, pare significativa la precisa *formalizzazione procedimentale* dei compiti degli organi delegati e dei rapporti fra questi e il c.d.a. (anche per quanto concerne l’adempimento dell’obbligo oggi sancito dall’art. 2086, comma 2, c.c.): formalizzazione che palesa un *modo di intendere* l’amministrazione societaria che – una volta trasposto nell’ambito della s.r.l., come appunto l’art. 2475, comma 6, c.c. impone adesso di fare – si rivela indubbiamente lontano dall’idea che, nel tipo “inferiore”, lo schema di riferimento sia piuttosto quello, caratteristico del mandato e dell’amministrazione delle società personali (artt. 1710 e 2260, comma 1, c.c.), nonché alieno da ogni forma di divisione del lavoro, della gestione di una «collettività alla quale [lo stesso gestore] partecipa»<sup>25</sup>. Per altro verso, poco meno che decisivo ai fini del discorso che si sta svolgendo sembra il principio per cui «gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato» (art. 2381, comma 6, c.c.), che non solo grava gli amministratori di un *dovere di informarsi* (innanzitutto chiedendo agli organi delegati eventualmente costituiti di fornire in c.d.a. le informazioni relative alla gestione societaria), ma postula altresì – se ben si vede – che gli stessi amministratori *utilizzino nell’interesse della società* le notizie e i dati ricevuti o acquisiti, analizzandoli, valutandoli e (ri)elaborandoli onde prendere sulla loro base le decisioni “migliori”<sup>26</sup>. Il che sembra rafforzare l’impressione che gli amministratori, ora anche nella s.r.l. come già nella s.p.a., *siano chiamati* dal sistema a fare uso delle capacità e delle cognizioni di cui essi dispongano, ovvero che non possa reputarsi diligente quell’amministratore che – *pur avendo tutti i mezzi* per interpretare criticamente e per impiegare nel modo più proficuo per la s.r.l. le informazioni di cui egli sia munito (e delle quali il codice *esige* che si munisca) – trascuri di farlo, comportandosi nello stesso modo di chi di quelle informazioni sia semplicemente privo e allora disperdendo, verrebbe da dire senza ragione, le proprie peculiari competenze<sup>27</sup>.

Le altre regole su cui va posto l’accento sono costituite dall’art. 2476, comma 6, e dall’art. 2477, comma 6, c.c., che come ben noto hanno reintrodotta nel diritto della

<sup>24</sup> V., con spunti nella direzione indicata nel testo, S. FORTUNATO, *op. cit.*, 221 s.; M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria: profili generali*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA-G. MARASÀ, II, Milano, 2020, 1774 ss.; prima della modifica di cui si sta parlando, pone(va) l’accento sull’art. 2381 c.c., ma per valorizzarne la (ritenuta) inapplicabilità alla s.r.l., C. ANGELICI, *Note*, cit., 1227 ss.

<sup>25</sup> Così, come visto, C. ANGELICI, *Note*, cit., 1229.

<sup>26</sup> Cfr. S. FORTUNATO, *op. cit.*, 221 s.; M. RESCIGNO, *op. cit.*, 1776 s.

<sup>27</sup> È chiaro d’altro canto che se così non fosse – se, cioè, l’amministratore “specificamente competente” in possesso di tutti i dati rilevanti potesse difendersi, in un eventuale giudizio di responsabilità, osservando che la corretta interpretazione di tali dati avrebbe richiesto conoscenze superiori a quelle di un generico “buon amministratore” di s.r.l. – l’utilità del flusso informativo che l’art. 2381 c.c. richiede si instauri virtuosamente tra organi e uffici della società e, ancor di più, del principio dell’agire informato ne risulterebbe per molti aspetti ridimensionata.

s.r.l. – sempre che ne fossero state espunte nel 2003 – le figure dell’azione di responsabilità dei creditori sociali e del controllo giudiziario sulla gestione (art. 2409 c.c.). La rilevanza di tali regole ai fini delle brevi considerazioni sviluppate in questo scritto pare invero rinvenirsi in ciò, che esse *indeboliscono* l’idea che la gestione della s.r.l. – e l’impegno profuso dagli amministratori nell’adempimento dei propri doveri – sia materia di interesse preminente, se non esclusivo, dei soci, ovvero che i problemi sollevati dalla *mala gestio* dei primi riguardino essenzialmente (come si sostiene accadere nelle società di persone) la dialettica dei rapporti fra “mandanti” e “mandatari”<sup>28</sup>.

Che questa sia una delle ricadute delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 14/2019 emerge con chiarezza sol che si consideri – rispetto alla prima delle due norme citate, che ammette (di nuovo) il ceto creditorio ad agire contro gli amministratori per il danno che la *mala gestio* di costoro può aver recato alla garanzia dei creditori – che, all’indomani della riforma societaria, l’assenza nella disciplina della s.r.l. di una previsione quale l’art. 2394 c.c. era stata spiegata *proprio* facendo leva sul significato contrattuale, piuttosto che professional-manageriale, dell’attività degli amministratori, e, in definitiva, sulla (ritenuta) disponibilità nella s.r.l., diversamente che nella s.p.a., degli interessi incisi da tale attività<sup>29</sup>. Una linea di ragionamento, questa, che ora sembra lecito e anzi doveroso percorrere in senso inverso, scorgendo nella scelta normativa di tornare ad attribuire ai creditori della s.r.l. un’azione della stessa lega di quella regolata, per la s.p.a., dall’art. 2394 c.c. – ovvero di riconoscere espressamente la *rilevanza anche esterna* (del corretto adempimento) dell’incarico gestorio<sup>30</sup> – il punto di emersione di una visuale che reputa i creditori dell’una e dell’altra società non solo meritevoli della stessa tutela, ma anche portatori di *un’analoga aspettativa* di comportamento da parte del debitore (e, per esso, degli amministratori). Il che può anche esprimersi, da un angolo d’osservazione solo in parte diverso, notando che se è vero che il criterio delle «specifiche competenze» implica che gli amministratori delle società azionarie debbano utilizzare *tutte* le capacità e *tutte* le conoscenze possedute, sul presupposto (inespresso, ma chiaro) che ciò contribuisca a rendere più efficiente ed efficace l’attività gestoria, a beneficio dei vari soggetti e delle diverse serie di interessi coinvolti; se questo è vero, appare ragionevole supporre che anche nella s.r.l. – ove pure affiora un *nucleo indisponibile di interessi altrui*, come testimoniato dalle norme richiamate poc’anzi<sup>31</sup>, dei quali i gestori sono tenuti a farsi carico – gli amministratori debbano modella-

<sup>28</sup> Senza trascurare il rilievo (di M. RESCIGNO, *op. cit.*, 1773) secondo cui una simile prospettiva – ammesso che sia la più appropriata per le società personali, come pure parrebbe sulla base del richiamo fatto dall’art. 2260, comma 1, c.c. delle «norme sul mandato» – sembra non del tutto pertinente con riguardo a una società, quale appunto la s.r.l., ove i creditori non possono fare affidamento sulla responsabilità illimitata dei soci amministratori.

<sup>29</sup> Cfr. ancora C. ANGELICI, *Note*, cit., 1236 s.

<sup>30</sup> Sia pur nel contesto di un diverso discorso, parla a proposito dell’art. 2394 c.c. di «un indice positivo di emersione della rilevanza “esterna” (*idest*: extracorporativa) del rapporto di amministrazione» F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004, 254.

<sup>31</sup> Ivi compresa, come si notava sopra nel testo, quella dell’art. 2409 c.c., la cui rinnovata applicabilità alla s.r.l., sancita adesso dall’art. 2477, comma 6, c.c., sembra a sua volta costituire un argomento a sostegno dell’idea che i problemi originati dalla – cattiva – gestione societaria (*rectius*: quelli sollevati dalla commissione di «gravi irregolarità» da parte degli amministratori) esorbitino dai confini della semplice dialettica contrattualistica mandanti-mandatari, ovvero di una visuale secondo cui i soci possono disporre nei modi ritenuti più convenienti di quelli che il sistema considera solo interessi “privati”, atteso che di fronte a simili irregolarità può oggi presentare la denuncia prevista dalla norma – nonostante l’inerzia dei soci, o la

re la propria prestazione su un omologo *standard* di comportamento, impiegando nella gestione della società *ogni competenza* di cui essi dispongano.

In definitiva, questi spunti inducono a ritenere – sia pur con la cautela imposta dalla delicatezza del problema e dagli inevitabili margini di opinabilità della sua soluzione – che oggi, dopo la novella concorsuale, si presenti all’interprete un quadro tale da giustificare (ben) più che in passato *l’applicazione in via analogica* alla società a responsabilità limitata della regola dell’art. 2392, comma 1, c.c.<sup>32</sup>, segnatamente del precetto per cui gli amministratori devono gestire la società con la diligenza richiesta, oltre che dalla natura dell’incarico, dalle «loro specifiche competenze»<sup>33</sup>.

4. *Alcune possibili ipotesi di gestione da svolgersi secondo lo schema del “buon amministratore” di s.r.l. Conclusione.* – Si tralascia di dire dei corollari di questa conclusione per quanto concerne il vincolo della *solidarietà* che lega gli amministratori della s.r.l. (al pari di quelli della s.p.a.): vincolo di cui sembra difficile – come in altra circostanza è parso di notare<sup>34</sup> – non riconoscere l’*allentamento*, una volta che si ammetta che ogni amministratore possa avere un “bagaglio” di competenze diverso dall’altro, e un “bagaglio” la cui maggiore o minore ampiezza sembra invero riflettersi – anche – sulla valutazione *ex art.* 2476, comma 1, sec. per., c.c. (ove, com’è noto, si richiede che l’amministratore, per sottrarsi a responsabilità, sia «esent[e] da colpa» e faccia «constare del proprio dissenso»).

Piuttosto che discorrere di tali aspetti, credo che nella presente sede convenga, prima che l’analisi si chiuda, soffermarsi ancora un momento sulla tesi dell’applicabilità analogica alla s.r.l. dell’art. 2392, comma 1, c.c.: e questo anche per evitare che a una simile tesi possano muoversi le stesse critiche cui – come visto in apertura – si esporrebbe chi volesse partire dal presupposto, in verità discutibile, di una “dimenticanza” del legislatore del 2003, e far quindi capo, *sic et simpliciter*, alla disciplina delle società

---

loro connivenza (se non addirittura coincidenza soggettiva) con gli amministratori – tanto l’organo di controllo, quanto il pubblico ministero (in quest’ultimo caso, a condizione che si ammetta che la s.r.l., sussistendone i presupposti, possa essere qualificata «società che [fa] ricorso al mercato del capitale di rischio»: art. 2409, ult. comma, c.c., in relazione all’art. 2325-*bis* c.c.).

<sup>32</sup> In termini del tutto generali, non credo che si possa invero dubitare della circostanza che una lacuna possa emergere per effetto dell’interpretazione di una o più norme (preesistenti o nuove), o per meglio dire che «il materiale normativo... a disposizione [p]ossa essere interpretato in modo tale che si presenti una lacuna» e che un simile esito prelude all’individuazione – mediante quella tecnica di integrazione del diritto costituita dall’analogia – di una «norma implicita idonea a dare soluzione al caso» (così, per tutti, R. GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, già diretto da A. CICU-F. MESSINEO e continuato da L. MENGONI, I, 1, Milano, 1998, 262 s.).

<sup>33</sup> Prima del d.lgs. n. 14/2019, pervenivano allo stesso risultato, sia pur con varietà di argomentazioni e di approfondimenti, O. CAGNASSO, *op. cit.*, 248 s.; R. TETI, *op. cit.*, 639 s.; N. ABRIANI, *Art. 2476*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, *Delle società – Dell’azienda – Della concorrenza*, a cura di D. SANTOSUOSSO, artt. 2452-2510, Torino, rist. 2016, 616; (sembra) A. STAGNO D’ALCONTRES-N. DE LUCA, *Le società. II. Le società di capitali*, Torino, 2017, 653 s.; in senso diverso, escludendo la sussistenza di una lacuna da colmare tramite l’analogia, G. ZANARONE, *op. cit.*, 1059 [la cui conclusione sembra tuttavia non in linea con la tesi (che l’autore pare condividere: ID., *op. cit.*, 1058, nt. 41) che la regola onde la condotta degli amministratori di s.p.a. deve valutarsi alla luce delle «specifiche competenze» di costoro non sia un mero corollario del principio della diligenza richiesta dalla «natura dell’attività esercitata», *ex art.* 1176, cpv., c.c.].

<sup>34</sup> Sia consentito far rinvio alle considerazioni svolte – con riguardo alla s.p.a. – in F. BRIOLINI, *Art. 2392*, cit., 1400 s.

azionarie (obliterando però ogni elemento differenziale tra s.r.l. e s.p.a., ovvero le possibili ragioni alla base dell'impiego, solo nell'art. 2392, comma 1, c.c. e non anche in altre regole ad esso coeve o successive, della formula delle «specifiche competenze»).

In tale ordine di idee, potrebbe allora pensarsi di valorizzare la diffusa osservazione secondo cui la nomina, da parte dei soci, di dati soggetti quali amministratori implica anche un *affidamento* circa la diligenza nell'esecuzione della prestazione gestoria, come pure l'ulteriore rilievo onde nella s.r.l. – a differenza che nella società per azioni – sembrerebbe darsi lo spazio perché gli uni *definiscano per via contrattuale* il regime di responsabilità degli altri, nel rispetto della norma dettata dall'art. 1229 c.c.

Con riguardo al primo profilo, si tratta invero di aggiungere ai cenni delle precedenti pagine la constatazione, per alcuni aspetti quasi banale, che – all'esito della nomina degli amministratori della società – si instaura un rapporto che le parti *si aspettano* sia adempiuto nei termini convenuti: tanto in positivo, ovvero nel senso che l'amministratore "debitore", per eseguire esattamente la propria prestazione (ex art. 1218 c.c.), deve impiegare le competenze (generali e speciali) delle quali lo stesso disponga<sup>35</sup>; quanto in negativo, non potendo la società "creditrice" dolersi del fatto che il singolo amministratore sia privo delle specifiche capacità che, in ipotesi, essa reputi necessarie per l'esatto adempimento della prestazione, ma il cui possesso non era stato richiesto all'atto della costituzione del rapporto<sup>36</sup>.

Quanto, invece, al secondo (e collegato) profilo, mi riferisco all'idea – non necessariamente legata alla visuale, qui non condivisa, che gli amministratori di s.r.l. debbano amministrare la società alla stregua di semplici gestori di interessi altrui – che le parti di siffatto rapporto, nell'esplicazione dell'autonomia privata, possano *limitare o escludere* in via preventiva la responsabilità degli amministratori, e allora indirettamente incidere sulla condotta dovuta da costoro onde adempiere all'obbligo di diligente gestione della società<sup>37</sup>.

Se i superiori spunti fossero condivisi, potrebbe non essere azzardato immaginare che, in particolari casi e situazioni, il rapporto che corre fra la s.r.l. e gli amministratori possa essere conformato in modo tale da *escludere* in concreto l'*affidamento* di cui si parlava, ovvero da indurre a ritenere che il "creditore" e il "debitore" abbiano reputato soddisfacente uno *standard* di comportamento – da osservare nell'esecuzione della prestazione gestoria – *meno rigoroso* di quello che, in punto di principio, l'art. 2392, comma 1, c.c. fissa per le società azionarie e (come si è tentato di mostrare) per la so-

<sup>35</sup> Sul punto v. R. TETI, *op. cit.*, 636; nonché A. TINA, *L'esonero*, cit., 41, che richiama i principi di buona fede e correttezza, rilevando come essi «impong[ano] al debitore di fare ricorso a tutte le sue risorse (nei limiti della loro esigibilità) per garantire la soddisfazione dell'interesse del creditore». È appena il caso di notare che l'aspettativa di cui si parla nel testo risulta ancora più marcata, dal punto di vista della società "creditrice", lì dove questa abbia, come di regola accade (cfr. G. GIANNELLI-A. DELL'OSSO, *Art. 2389*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2016, 1319), sopportato costi più elevati – in termini di compensi dovuti – per dotarsi di amministratori muniti di particolari competenze (e v. An. ROSSI, *op. cit.*, 794).

<sup>36</sup> Cfr., discorrendo a tale proposito di un principio di autoresponsabilità, C. ANGELICI, *Note*, cit., 1221 s. (cfr. anche, nella stessa direzione, ID., *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 677 ss.); si veda pure il cenno di B. LIBONATI, *op. cit.*, 524.

<sup>37</sup> V. i rilievi di C. ANGELICI, *Note*, cit., 1230 ss.; G. ZANARONE, *op. cit.*, 1060 s.; V. PINTO, *Gli atti di disposizione dell'azione di responsabilità*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a G.B. PORTALE, Milano, 2011, 692 s.; nonché, più in generale, l'ampia analisi (condotta con riferimento alla s.p.a.) di A. TINA, *L'esonero*, cit., 289 ss.



cietà a responsabilità limitata. Casi e situazioni, in altri termini, nei quali *per scelta delle parti* il criterio delle «specifiche competenze» non potrebbe venire in gioco, e gli amministratori sarebbero tenuti a gestire la società – con una diligenza parametrata alla «natura dell’incarico» ricoperto (la cui caratterizzazione professionale non viene meno) – impiegando le competenze, ma nulla più delle competenze, che appaia ragionevole attendersi da un (generico) “*buon amministratore*” di s.r.l.

Se non si vede male, un simile esito potrebbe prospettarsi – oltre che nelle ipotesi, tendenzialmente remote, in cui si dia un’esplicita clausola statutaria in tal senso – quando l’investitura nel ruolo di amministratore sia effettuata con modalità tali da palesare l’*indifferenza* per la società gestita (e per il gruppo dei soci) *dell’incaricato* della gestione: come accade ove siano previsti meccanismi (sulla cui legittimità non vi è peraltro concordia di vedute<sup>38</sup>) di attribuzione “automatica” della funzione amministrativa – ad es. qualora sia stabilito, anche indipendentemente dall’adozione dei modelli personalistici *ex artt.* 2257 o 2258 c.c., che gli eventuali acquirenti della quota di uno o più soci amministratori subentrino *eo ipso* nella carica –, ovvero di designazione degli amministratori ad opera di soci che posseggano dati requisiti oggettivi (per es., siano titolari di una certa partecipazione al capitale), ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c., o, *a fortiori*, da parte di un soggetto estraneo alla compagine. Evenienze, queste, di certo poco diffuse, le quali tuttavia appaiono accomunate dal fatto che i soci – nell’esplicazione di quell’autonomia contrattuale la cui estesa valorizzazione permea la disciplina della s.r.l. – non solo abdicano al potere di nomina che gli artt. 2475 e 2479 c.c. accordano loro, ma esprimono altresì in modo inequivoco il proprio *disinteresse* rispetto alle qualità, alle capacità e finanche all’identità dei “debitori” della prestazione gestoria. Non sembra allora illogico supporre che, in tali casi, in mancanza di previsioni statutarie di segno diverso<sup>39</sup>, l’*aspettativa* dei primi in merito al (livello del)la prestazione dovuta dai secondi inesorabilmente *si riduca*, e sia la medesima che può vantarsi nei confronti di un generico “buon amministratore” di società a responsabilità limitata (*ad instar* di quanto accade nelle società personali, ogni volta che l’investitura nel ruolo di amministratore promani, piuttosto che da una scelta dei soci, dalla regola-base dell’art. 2257, comma 1, sec. per., c.c.)<sup>40</sup>.

Al di fuori delle superiori ipotesi – nelle quali, come accennato, l’attività amministrativa preserva comunque la *valenza professionale* che (anche nella s.r.l.) le è propria, no-

<sup>38</sup> Da ultimo v., anche per riferimenti, G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA-G. MARASÀ, II, Milano, 2020, 1657 ss., e D. REGOLI, *Gli amministratori*, cit., 1701 ss.

<sup>39</sup> Come, ad es., una clausola che subordini l’assunzione della carica di amministratore – quali che siano le modalità di nomina concretamente adottate – al possesso di «speciali requisiti» in punto di «professionalità» (art. 2387, comma 1, c.c.: *retro*, nt. da 10 a 15). È chiaro, invero, che in un’ipotesi di tal fatta la scelta dei soci di rinunciare al potere *ex artt.* 2475, comma 1, e 2479, comma 1, n. 2, c.c. sarebbe, per dir così, controbilanciata dalla decisione di stabilire *ex ante* le qualifiche professionali e le competenze di cui ciascun amministratore deve disporre: decisione dinanzi alla quale non potrebbe più discorrersi dell’indifferenza per il gruppo dei soci delle qualità del soggetto investito dell’incarico gestorio, ché la società “creditrice” avrebbe pieno titolo per pretendere che il “debitore” – per quanto individuato tramite uno dei meccanismi indicati nel testo – tenga un comportamento in linea con quello ragionevolmente esigibile da un soggetto così qualificato (*retro*, nt. 13).

<sup>40</sup> In questo senso potrebbe forse intendersi lo spunto – che si rinviene nella già ricordata pronunzia di Trib. Napoli 11 novembre 2004, cit. – onde nella s.r.l. dovrebbe farsi capo al criterio della «diligenza del *bonus pater familias*, allorché l’assunzione della carica gestoria non sia stata espressione di una scelta professionale, ma sia stata ispirata da ragioni occasionali».

nostante il minor rilievo attribuito dai soci alla specializzazione dei gestori e alla più efficace divisione del lavoro che questa consente di realizzare –, ritengo che l'evoluzione interpretativa e normativa degli ultimi anni imponga di ribadire la conclusione, che le presenti note hanno inteso argomentare, che ciascun amministratore sia oggi tenuto a contribuire alla gestione impiegando *tutte le competenze* di cui egli disponga, a norma dell'art. 2392, comma 1, c.c., applicato *per analogia* alla società a responsabilità limitata.

# LE OBBLIGAZIONI SOLIDALI NELLE AZIONI DI RESPONSABILITÀ CONTRO GLI ORGANI DI CONTROLLO NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

di Massimo Fabiani

SOMMARIO. 1. Inquadramento del tema. – 2. Il vincolo di solidarietà. – 3. Le transazioni parziali. – 4. Alcuni problemi processuali. – 5. Conclusioni.

1. *Inquadramento del tema.* – Quando si discute delle azioni di responsabilità proposte nei confronti degli organi sociali si è soliti prendere in esame una serie di questioni che pertengono a temi di vertice del diritto commerciale e del diritto societario in particolare.

È consueto pensare al tema degli obblighi che gravano sugli amministratori, sui sindaci, sui revisori; al tema delle *rules* e degli *standard* di comportamento<sup>1</sup>. Quando le azioni, come accade in misura dominante, sono promosse da organi delle procedure concorsuali si dibatte sulla legittimazione, sulla misura del danno, sui riflessi sulle azioni individuali<sup>2</sup>.

Ciò nondimeno, nelle azioni di responsabilità si dibattono anche i temi della colpa e del dolo, così come la questione, centrale, del nesso di causalità tra condotta ed evento pregiudizievole<sup>3</sup>. Già in questa prospettiva ci si accosta a problematiche che pertengono, direttamente, al diritto delle obbligazioni perché non bisogna mai porre nell'oblio il fatto che le azioni di responsabilità, contrattuali od extracontrattuali che siano, vanno, comunque, ricondotte al paradigma delle azioni risarcitorie e, in questa chiave di lettura,

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss.; ID., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss.; O. CAGNASSO, *La qualificazione della responsabilità per la violazione dei principi di corretta gestione nei confronti dei creditori della società eterodiretta*, in *Fall.*, 2008, 1438 ss.; F. BONELLI, *Responsabilità degli amministratori di spa*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 620 ss.; A. JORIO, *Perdita del capitale sociale, responsabilità degli amministratori e par condicio creditorum*, *ivi*, 1986, I, 175 ss.

<sup>2</sup> N. DE LUCA, *Pagamenti preferenziali e azioni di responsabilità – Spunti di riflessione*, in *Fall.*, 2018, 945 ss.; L. BALESTRA, *Azioni di responsabilità e legittimazione del curatore: la questione dei pagamenti preferenziali*, *ivi*, 2017, 662 ss.; G. D'ATTORRE, *La legittimazione del curatore all'esercizio delle azioni di responsabilità nelle imprese collettive non societarie*, in *Banca e borsa*, 2015, I, 162 ss.; N. ABRIANI, *Le azioni di responsabilità nei confronti degli organi della società fallita*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 371 ss.; A. NIGRO, *La responsabilità degli amministratori nel fallimento delle società*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 758 ss.

<sup>3</sup> D. GALLETTI, *La responsabilità del sindaco al crocevia della causalità omissiva: prove tecniche nell'attesa del codice della crisi*, in *Società*, 2021, 742; R. CAMPIONE, *L'accertamento del nesso di causalità*, in *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, a cura di L. BALESTRA, Milano, 2016, 267 ss.; G. DONGIACOMO, *La responsabilità verso la società*, in AA.VV., *Organi sociali, responsabilità, controlli*, Milano, 2019, 342 ss.; Trib. Milano, 19 dicembre 2006, in *Società*, 2008, 333 ss.

ra, i principi del diritto civile e di quello delle obbligazioni, ancor più nello specifico, divengono fondamentali.

È noto come una delle maggiori criticità che si incontrano nelle azioni di responsabilità, specie se conseguenti a dissesti di dimensioni ragguardevoli, è quella della rilevante asimmetria tra entità del danno allegato ed entità dei patrimoni responsabili<sup>4</sup>, tant'è che proprio per sopperire a questa criticità fattuale, dottrina e giurisprudenza hanno spesso cavalcato altri percorsi volti ad ampliare la responsabilità, transitando dalla responsabilità per danno a quella per debito<sup>5</sup>. Questa asimmetria spiega la ragione per la quale lo spettro della responsabilità viene agitato in funzione di prevenzione generale da comportamenti negligenti<sup>6</sup>. È, poi, parimenti noto che l'accentuato dislivello tra danno e patrimonio responsabile rischia, altresì, di far apparire tali azioni più sanzionatorie che risarcitorie e una simile visione, diffusamente praticata nel concreto, merita di essere, invece, contrastata sul piano ideologico. Difatti, ciò di cui gli organi sociali sono chiamati a rispondere non è mai una violazione in sé e per sé, ma una violazione di obblighi e doveri che ha recato un pregiudizio alla società e ai creditori sociali. Il movente risarcitorio non deve mai essere posto in disparte perché non è scopo del diritto civile punire, ma restaurare le conseguenze economiche pregiudizievoli di una determinata condotta<sup>7</sup>. L'asimmetria, però, non è frutto di un eccesso – ancorché tale impressione sia diffusa e non raramente suggerita da comportamenti non sempre lineari dei danneggiati – ma la diretta derivazione di un fatto, talmente noto, da non dover proprio essere dimostrato: l'emersione della crisi o dell'insolvenza avviene (purtroppo) nella maggior parte dei casi a distanza di anni, tant'è che nella dimostrazione del ritardo viene frequentemente agitato lo 'spetto' dello Z-Score di Altman<sup>8</sup>. Ma se si

<sup>4</sup> F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, IV, Milanofiori-Assago, 2015, 473 ss.

<sup>5</sup> Il tema, vastissimo, include la platea dei casi di ampliamento della responsabilità patrimoniale, a partire dal socio tiranno per giungere in tempi più recenti alla società di fatto, la c.d. supersocietà, tra società di capitali; cfr., per tutti, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società eterodirette e selezione dei soggetti fallibili: la c.d. supersocietà tra società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 147 ss.; F. GUERRERA, *Considerazioni sistematiche sulla c.d. supersocietà di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 975 ss.; F. FIMMANÒ, *L'estensione «inversa» del fallimento della supersocietà di fatto controllata ai soci-srl controllanti e «subornati»*, in *Società*, 2016, 453 ss.

<sup>6</sup> F. GALGANO, *op. cit.*, 474.

<sup>7</sup> Cass., Sez. Un., 6 maggio 2015, n. 9100, in *Foro it.*, 2016, I, c. 282 ss., ha espressamente statuito che le azioni di responsabilità sono azioni con un contenuto strettamente risarcitorio e non possono trasformarsi in azioni con vocazione sanzionatoria; V. BISIGNANO, *Le azioni di responsabilità esercitate dal curatore fallimentare: profili processuali e risarcitori*, in *Società*, 2016, 624 ss.; E. GABRIELLI, *La quantificazione del danno nell'azione di responsabilità verso amministratori e sindaci della società fallita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 29 ss.; G. CABRAS, *Differenza tra attivo e passivo e quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 655 ss.; M. ROSSI, *Prime note sulla quantificazione del danno per violazione dell'art. 2386, comma, 1°, cod. civ.*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 1143 ss. Sul rischio, però, che la vocazione sanzionatoria venga ripescata col nuovo art. 2486 c.c., in merito al danno differenziale attivo/passivo cfr., M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali dopo il codice della crisi*, in M. ARATO-G. D'ATTORRE-M. FABIANI, *Le nuove regole societarie dopo il codice della crisi e dell'insolvenza* (a cura di) Torino, 2020, 174 ss.

<sup>8</sup> La formula Z-score di Altman, sviluppata nel 1968, è un test statistico per prevedere il rischio di fallimento di una società all'interno di un periodo di due anni. Il modello di Altman è una funzione lineare di variabili che rappresentano alcuni indici di bilancio selezionati mediante l'analisi discriminante lineare multipla. Sostituendo il valore degli indici di una società alle variabili della formula, si ottiene un punteggio (lo Z-score); quanto più lo score sarà inferiore ad una data soglia tanto maggiore sarà il rischio di fallimento della società. La formula è stata concepita come metodo predittivo del rischio di fallimento della società,

lasciano in disparte queste suggestioni astratte che spesso non sono coerenti con le realtà delle imprese domestiche, resta incontrovertibile il fatto che più tardi il dissesto è proclamato, maggiori sono le perdite e, di riflesso, maggiori sono i danni che si ripercuotono sui creditori. In tale contesto non è allora banale rifugiarsi nel principio di proporzionalità che deve fungere da bussola per equilibrare i diritti dei danneggiati senza alzare l'asticella verso i responsabili, anche perché se l'asticella si posiziona su una altezza insuperabile, può venir meno l'interesse ad assumere condotte responsabili.

Orbene, in questo quadro che da subito si rivela denso di asperità, le aspettative di chi agisce in giudizio possono essere rese ancor più complicate dalla ferrea applicazione delle norme tratte dal diritto civile e dal diritto delle obbligazioni.

L'indagine si concentrerà sulle regole in tema di solidarietà con i conseguenti riflessi sulla ripartizione del debito da responsabilità, secondo la disciplina riconducibile al Libro IV del codice civile sulle obbligazioni. Questi temi saranno indagati trasversalmente e cioè ricomprendendo tanto le piccole società di capitali, quanto le società quotate perché i regimi differenziali incidono sulla responsabilità ma appaiono neutrali con riguardo alla solidarietà; la prospettiva si arresterà ai casi delle società-monadi.

2. *Il vincolo di solidarietà.* – Il diritto delle obbligazioni prevede che quando più soggetti assumono un comune debito o quando un fatto illecito è ascrivibile a più soggetti (o quando concorrono la violazione di un obbligo specifico e la violazione del *neminem laedere*)<sup>9</sup>, vale la regola della responsabilità solidale che si traduce nel fatto che ciascuno risponde verso il creditore per l'intera obbligazione, a prescindere dal grado di partecipazione alla condotta lesiva e a prescindere dal grado di colpa o dal dolo<sup>10</sup>. Il principio generale (artt. 1298 e 2055 c.c.<sup>11</sup>) è quello per il quale, appunto, nei

---

vale a dire per prevedere la probabilità che un'impresa finisca in stato di insolvenza nell'arco di due anni. Al Modello di Altman potranno ora giustapporsi gli indicatori della crisi elaborati dal CNDCEC in attuazione del codice della crisi.

<sup>9</sup>C. D'ALESSANDRO, *Prescrizione ed obbligazioni solidali*, in *Iuscivile.it.*; Cass., 16 dicembre 2005, n. 27713, in *Giur. it. Mass.*, 2005.

<sup>10</sup>Con specifico riferimento alle azioni di responsabilità v., Trib. Milano, 1° settembre 2010, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 325 ss., secondo cui la responsabilità degli amministratori e dei sindaci di società ha natura solidale ai sensi dell'art. 1292 c.c. e tale vincolo sussiste in caso sia di responsabilità contrattuale sia extracontrattuale e anche se l'evento dannoso è collegato da nesso eziologico a più condotte distinte, ciascuna delle quali abbia concorso a determinarlo, restando irrilevante nel rapporto col danneggiato la diversa valenza causale.

<sup>11</sup>Cfr., Cass., 25 maggio 2005, n. 11018, in *Impresa*, 2005, 1993 ss., secondo cui il principio generale di solidarietà tra coobbligati di cui all'art. 2055, 1° comma, c.c., benché sia stabilito espressamente in materia di responsabilità extracontrattuale, è applicabile anche in tema di responsabilità contrattuale, con la conseguenza che, nel caso di azione di responsabilità proposta dal curatore del fallimento nei confronti degli amministratori di una società di capitali ex art. 146 l.fall., che cumula l'azione sociale (art. 2393 c.c.) e l'azione spettante ai creditori della società (art. 2394 c.c.), sussiste nei rapporti esterni la responsabilità solidale degli amministratori, indipendentemente dalla natura della responsabilità (contrattuale o extracontrattuale), nei confronti dei creditori sociali (fattispecie nella quale, *ratione temporis*, sono stati applicati gli artt. 2393 e 2394 c.c. nel testo vigente anteriormente alle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 6/2003); App. Milano, 6 febbraio 1998, in *Giur. it.*, 1998, 2350 ss.; Trib. Como, 16 marzo 1998, in *Società*, 1998, 965 ss.; Cass., 15 maggio 1991, n. 5445, *ivi*, 1992, 33 ss.; in argomento v. anche Cass., 30 luglio 1980, n. 4891, in *Foro it.*, 1981, I, c. 440 ss., che nel limitare sotto il profilo del nesso causale la responsabilità dei sindaci nel caso di specie ravvisa al tempo stesso nel disposto dell'art. 2407, 2° comma, c.c. «una norma che deroga ai principi generali in tema di partecipazione causale nella produzione dell'evento, per i quali tutti i soggetti

confronti del creditore si risponde per l'intero debito, assumendo rilevanza le porzioni di responsabilità solo all'interno dei reciproci rapporti tra condebitori<sup>12</sup> e sempre che taluno dei condebitori ne chieda l'accertamento giudiziale (v., *infra*).

Con specifico riguardo alla posizione degli organi di controllo si postula che gli stessi pur rispondendo, sempre, per fatto proprio<sup>13</sup> (ovverosia per la violazione dei doveri riconnessi all'incarico di sindaco o per la violazione delle obbligazioni assunte contrattualmente dal revisore), concorrano nell'illecito di amministratori e direttori generali e siano tenuti a rispondere per l'intero quand'anche il loro apporto causale alla produzione del danno sia di gran lunga inferiore a quello dell'organo amministrativo<sup>14</sup> e la colpa possa risultare marginale<sup>15</sup>: perché la responsabilità sia affermata è sufficiente la dimostrazione della sussistenza del nesso causale tra la condotta omissiva (consistente nella violazione di un dovere specifico) e il pregiudizio sofferto dalla società e dai creditori sociali<sup>16</sup>. Il vincolo di solidarietà si impone anche rispetto al revisore perché la formula "Nei rapporti interni tra i debitori solidali, essi sono responsabili nei limiti del contributo effettivo al danno cagionato" (art. 15, d.lgs. n. 39/2010) vale, appunto, solo nei rapporti interni tra condebitori<sup>17</sup>.

Non solo, poiché si discute di responsabilità nelle obbligazioni solidali, è principio pacifico quello della presenza di un litisconsorzio (solo) facoltativo tra tutti i condebi-

---

che, sia pure con fatti ed in misura diversi, hanno concorso a determinare un evento dannoso, ne rispondono ciascuno, per l'intero, in solido con gli altri compartecipi»; in senso contrario, v. F. CHIOMENTI, *La responsabilità dimezzata (dalla Cassazione) dei sindaci con gli amministratori per i fatti o le omissioni dannose di questi*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, II, 229 ss. Su tali aspetti in dottrina, v. G. CAVALLI, *I sindaci*, in *Tratt. soc. az.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 5, Torino, 1988, 177 ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 121 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 1999, 391 ss., nota 2; L. PICONE, *Responsabilità degli amministratori: solidarietà e prescrizione*, in *Società*, 1998, 1423 ss.; G. DOMENICHINI, *Il collegio sindacale nella società per azioni*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. RESCIGNO, 16, Torino, 1985, 581 ss.

La regola enunciata da Cass., 28 maggio 1998, n. 5287, in *Giust. civ.*, 1998, I, 3113 ss., rappresenta un riflesso dell'applicabilità dell'art. 2055 c.c. anche ad ipotesi di responsabilità contrattuale, secondo una giurisprudenza oramai pacifica che ammette la convergenza nella solidarietà di responsabilità fondate su titoli di natura diversa: v. Cass., 10 dicembre 1996, n. 10987, in *Foro it. Rep.*, 1996, voce *Responsabilità civile*, n. 205; Cass., 19 gennaio 1996, n. 418, *ibid.*, n. 203; Cass., 26 giugno 1995, n. 7231, in *Foro it. Rep.*, 1995, voce *cit.*, n. 188; Cass., 4 dicembre 1991, n. 13039, in *Foro it. Rep.*, 1992, voce *APPALTO*, n. 37.

<sup>12</sup> F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, *cit.*, 23 ss.; A. BERTELOTTI, *I controlli nelle s.p.a.*, Bologna, 2018, 222 ss.; E. QUARANTA, *I controlli nelle società di capitali*, in AA.VV., *Organi sociali, responsabilità, controlli*, Milano, 2019, 650 ss.

<sup>13</sup> L. FARENGA, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2020, 331 ss.; A. BERTELOTTI, *I controlli nelle s.p.a.*, *cit.*, 223; E. QUARANTA, *I controlli nelle società di capitali*, *cit.*, 653.

<sup>14</sup> S. AMBROSINI, *Il collegio sindacale*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. RESCIGNO, 16, Milanofiori-Assago, 2013, 281 ss.

<sup>15</sup> M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, 640 ss.; S. LOPREIATO-G.D. MOSCO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 148 ss.

<sup>16</sup> G.E. COLOMBO, *La revisione contabile nelle società non quotate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 534 ss.; A. BERTELOTTI, *Società per azioni, collegio sindacale. Revisori, denuncia al tribunale*, Milano, 2015, 301 ss.; P. MAGNANI, *sub art. 2407*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2005, 261 ss.

<sup>17</sup> A. BERTELOTTI, *Società per azioni, collegio sindacale. Revisori, denuncia al tribunale*, *cit.*, 471; ID., *I controlli nelle s.p.a.*, *cit.*, 527.

tori<sup>18</sup>, talché non si può affatto escludere che una azione di responsabilità venga radicata, soltanto, nei confronti degli organi di controllo<sup>19</sup>.

3. *Le transazioni parziali.* – Quando, come più frequentemente accade, l'azione viene promossa nei confronti di più convenuti che assumono la posizione di condebitori, è probabile che tra il creditore e alcuni dei condebitori solidali vengano raggiunti accordi transattivi<sup>20</sup>. Ci si interroga, dunque, su quali effetti si producano rispetto ai convenuti nei cui confronti tale accordo non sia stato concluso.

La norma matrice è quella di cui all'art. 1304 c.c. che stabilisce che la transazione tra il creditore ed un obbligato solidale non produce effetto rispetto agli altri salvo che costoro non intendano approfittarne<sup>21</sup>. Sennonché, tale disposizione, per lettura corrente, si reputa applicabile al solo caso in cui il creditore e il condebitore vogliano transigere l'intero debito<sup>22</sup>. In tal caso, dunque, gli altri condebitori possono decidere di approfittare della transazione, potendo la manifestazione di volontà essere qualificata alla stregua di un diritto potestativo<sup>23</sup> (sempre che il creditore ed il condebitore non abbia-

<sup>18</sup> Cass., 27 settembre 2017, n. 22672, in *Foro it. Rep.*, 2017, voce *Responsabilità civile*, n. 214; per Cass., 29 ottobre 2013, n. 24362, in *Giur. comm.*, 2016, II, 19 ss., l'azione di responsabilità, promossa contro i sindaci della società ai sensi dell'art. 2407 c.c., instaura un'ipotesi di litisconsorzio facoltativo, ravvivandosi un'obbligazione solidale passiva tra i medesimi, con la conseguenza che, in caso di azione originariamente rivolta contro una pluralità di soggetti, essi non devono necessariamente essere parti in ogni successivo grado del giudizio; A. BORTOLOTTI, *Società per azioni, collegio sindacale. Revisori, denuncia al tribunale*, cit., 301.

<sup>19</sup> Trib. Milano, 21 febbraio 2018, *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Milano, 3 novembre 2017, *ivi*; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, IV, cit., 473.

<sup>20</sup> N. ABRIANI, *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*, in *Responsabilità societarie e assicurazione*, a cura di P. MONTALENTI, Milano, 2009, 11 ss.; M. RESCIGNO, *Regole giurisprudenziali in tema di transazione delle obbligazioni solidali e disciplina delle azioni di responsabilità contro gli organi di gestione e di controllo delle società di capitali*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2011, 471 ss.; A. GENTILI, *Solidarietà e transazione secondo l'art. 1304 c.c.*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 316 ss.

<sup>21</sup> Su come possa essere variamente intesa la manifestazione di volontà di profittare della transazione v., F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, cit., 25; D. RUBINO, *Delle obbligazioni solidali*, in *Commentario Scialoja-Branca del codice civile*, Bologna-Roma, 1958, 275 ss.; cfr., M. COSTANZA, *Obbligazioni solidali e transazione*, Milano, 1978, 35 ss., la quale ritiene che si tratti di una eccezione (di estinzione dell'obbligazione) che il condebitore può sollevare per paralizzare la presa di adempimento, tesi che, però, è sempre stata rifiutata in giurisprudenza.

<sup>22</sup> F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, Milano, 2019, 544 ss. In luogo di molte, Cass., 30 agosto 2019, n. 21842, in *Foro it. Rep.*, 2019, voce *Obbligazioni in genere*, n. 61; Cass., 19 dicembre 2019, n. 33879, *ibid.*, voce *Tributi in genere*, n. 756; Cass., 21 giugno 2018, n. 16323, in *Foro it.*, 2018, I, 3620 ss.; Cass., 11 luglio 2014, n. 15895, in *Notariato*, 2014, 544 ss.; sino a risalire, senza soluzione di continuità a Cass., 29 agosto 1990, n. 8957, in *Giur. it. Mass.*, 1990; con specifico riguardo alle azioni di responsabilità, v., Trib. Milano, 14 luglio 2017, in *Società*, 2018, 760 ss.; Trib. Milano, 3 ottobre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 2301 ss.; Trib. Milano, 10 febbraio 2010, *ivi*, 2010, 2555. Nella transazione "pro quota", il giudice di legittimità rimanda al principio di diritto enunciato da Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2011, n. 30174, in *Foro it.*, 2012, I, c.1822 ss., annotata da F. GRECO, *La transazione pro quota: la clausola limitativa della c.d. «facoltà di volersene avvalere» ed il criterio di riduzione del debito*, in *Giur. it.*, 2012, 2544 ss., secondo cui il condebitore solidale esterno alla transazione non può profittare della stessa allorché, trattandosi di obbligazione divisibile in cui la solidarietà sia stata prevista nell'interesse del creditore, emerga dall'applicazione dei criteri legali in materia di interpretazione dei contratti la sua riferibilità alla sola quota del condebitore transigente.

<sup>23</sup> Cass., 30 agosto 2019, n. 21842, in *Foro it. Rep.*, 2019, voce *Obbligazioni in genere*, n. 61; Cass., 25 settembre 2014, n. 20250, *ivi*, Rep. 2014, voce cit. n. 61; Cass., 11 luglio 2013, n. 17198, *ibid.*, 2014, I, 897

no espressamente previsto nella transazione che questa non possa essere invocata dagli altri condebitori, risultando però questa causa di esclusione di incerta legittimità<sup>24</sup>), in quanto la *ratio* di tale norma, infatti, risiede nella comunanza dell'oggetto della transazione e consente al debitore in solido di profittarne in deroga al principio secondo cui il contratto produce effetto solo tra le parti, ai sensi all'art. 1372 c.c. Secondo una certa lettura<sup>25</sup>, la disposizione sarebbe, però, applicabile nei soli casi di unicità del titolo di debito – ciò a dire, nel caso in esame, unicità del titolo di responsabilità – ma questo non sarebbe un impedimento perché nelle azioni di responsabilità si assume che più soggetti partecipino alla produzione dell'evento lesivo.

Tale deroga ben si iscrive tra quelle che generano una estensione degli effetti favorevoli per il debitore, qual è, anche, quella di cui all'art. 1306 c.c. in tema di giudicato<sup>26</sup>.

L'inefficacia della intervenuta transazione nei confronti dei condebitori che non vi hanno preso parte e non ne vogliono profittare comporta che, in sede di regresso, il debitore che ha concluso la transazione possa chiedere, comunque, ai condebitori la quota relativa al debito originario e non quella relativa al diverso importo della transazione<sup>27</sup>;

---

ss.; Cass., 23 febbraio 2005, n. 3747, in *Giur. it. Mass.*, 2005; Trib. Milano, 12 ottobre 2018, *giurisprudenzadelleimprese.it*; F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 544. Pertanto, la manifestazione di volontà non necessita di accettazione da parte di colui che ha stipulato l'atto con l'intenzione di metterne a disposizione gli effetti. Si tratta, secondo tale impostazione, di un atto unilaterale recettizio che, in quanto tale, permette l'estensione degli effetti della transazione nel momento in cui venga a conoscenza del destinatario.

<sup>24</sup> Per la legittimità, in virtù del principio di autonomia negoziale, v., Cass., 3 marzo 2011, n. 5108, in *Contratti*, 2011, 480 ss.; Cass., 24 aprile 2007, n. 9901, in *Giur. it.*, 2007, 2757 ss.; ma in senso contrario v., Cass., 18 giugno 2018, n. 16087, in *Foro it. Rep.*, 2018, voce *Obbligazioni in genere*, n. 58, secondo cui "l'art. 1304, 1° comma, c.c. si riferisce unicamente alla transazione che abbia ad oggetto l'intero debito, e non la sola quota del debitore con cui è stipulata, poiché è la comunanza dell'oggetto della transazione che comporta, in deroga al principio per cui il contratto produce effetti soltanto tra le parti, la possibilità per il debitore solidale di avvalersene, pur non avendo partecipato alla sua stipulazione; né la conseguente riduzione dell'ammontare dell'intero debito, pattuita in via transattiva con uno solo dei debitori, ma operativa anche nei confronti del debitore che dichiara di voler profittare, può essere impedita dalla pattuizione di una clausola di contrario tenore, essendo inibito alle parti contraenti disporre del diritto potestativo attribuito dalla legge ad un terzo estraneo al vincolo negoziale ed esercitabile, come tale, anche nel corso del processo, senza alcun requisito particolare di forma né limiti di decadenza"; Cass., 7 ottobre 2015, n. 20107, in *Foro it. Rep.*, 2015, voce *Obbligazioni in genere*, n. 73; Cass. 30 dicembre 2011, n. 30174, *ivi*, 2012, I, 1822 ss.; Cass., 15 maggio 2003, n. 7548, in *Giur. it. Mass.*, 2003; in dottrina, sul presupposto della intangibilità dei diritti dei condebitori, A. GENTILI, *Solidarietà e transazione secondo l'art. 1304 c.c.*, cit., 316 ss.; A. D'ADDA, *L'oggetto della transazione: il caso della transazione con il debitore solidale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 307 ss.; E. DEL PRATO, *La transazione*, Milano, 1992, 51 ss.; M. COSTANZA, *Le obbligazioni solidali e transazione*, cit., 44; D. RUBINO, *Delle obbligazioni*, cit., 201; G. CERDONIO CHIAROMONTE, *Transazione e solidarietà*, Padova, 2002, 261 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Transazione stipulata dal debitore solidale e diritto del debitore di profittarne*, in *Giust. civ.*, 2012, I, 2068 ss. Per l'inefficacia della clausola v., M. DELLA CASA, *La transazione, o meglio "le transazioni" e le obbligazioni solidali: lineeguida delle sezioni unite*, *ibid.*, 2628 ss. Più probabilmente, però, l'inserzione di una siffatta clausola potrebbe dimostrare la volontà di transigere solo la quota v., F. D'ARCANGELO, *Obbligazioni solidali e transazione*, in *Obbl. e contr.*, 2006, 139 ss.

<sup>25</sup> Cass., 16 settembre 2004, n. 18652, in *Guida al diritto*, 2004, 46, 83 ss., l'estensione degli effetti della transazione conclusa con il creditore da uno dei debitori agli altri condebitori solidali, ai sensi dell'art. 1304 c.c., presuppone l'unicità del titolo in forza del quale più soggetti siano tenuti alla medesima prestazione nei confronti del medesimo creditore.

<sup>26</sup> A. GENTILI, *Solidarietà e transazione secondo l'art. 1304 c.c.*, cit., 310.

<sup>27</sup> M. COSTANZA, *Obbligazioni solidali e transazione*, cit., 31



infatti, quando la transazione ha ridotto o aumentato l'ammontare del debito originario, la misura del regresso va determinata applicando le percentuali delle quote interne all'ammontare originario e non a quello ridotto o aumentato. Solo così si consentirebbe al soggetto transigente di non vedere vanificati gli effetti della convenzione posta in essere, in quanto conserverebbe il vantaggio economico derivatogli dal contratto di transazione, quale corrispettivo della rinuncia a proseguire nella lite, mentre la conservazione per intero degli oneri debitori in capo al condebitore rimasto estraneo alla transazione è consequenziale al disposto di cui all'art. 1304 c.c.

Ma se l'art. 1304 c.c. pertiene al caso della transazione sull'intero debito<sup>28</sup>, occorre trovare la soluzione per l'ipotesi in cui il creditore transiga con il condebitore solo la sua quota di responsabilità, volta che ciò sia considerato ammissibile, sul presupposto teorico che considera l'obbligazione solidale alla stregua di un fascio di distinti, ancorché connessi, rapporti obbligatori<sup>29</sup>.

In questo caso, la transazione – secondo la lettura della giurisprudenza – provoca lo scioglimento automatico del vincolo solidale tra lo stipulante (debitore) e gli altri condebitori, con la conseguenza che i condebitori, non potendosi avvantaggiare della transazione, debbono, però, vedersi ridurre proporzionalmente il debito<sup>30</sup>: il residuo debito gravante sugli altri debitori in solido si riduce in misura corrispondente all'importo pagato dal condebitore transigente ma soltanto ove questi abbia versato una somma pari o superiore alla sua quota ideale di debito<sup>31</sup>.

Quando, invece, il debitore transigente corrisponde al creditore una somma inferio-

<sup>28</sup> G. CARMELLINO, *La quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità contro gli amministratori*, in *Società*, 2018, 770 ss. In letteratura è isolata la posizione di chi (G. GITTI, *L'oggetto della transazione*, Milano, 1999, *passim*) reputa applicabile l'art. 1304 c.c. anche alla transazione per quota.

<sup>29</sup> A. MENDOLA, *Transazione e obbligazioni solidali a solidarietà imperfetta o a interesse plurisoggettivo*, in *Giur.it.*, 2017, 1551 ss.; D. RUBINO, *Delle obbligazioni*, cit., 135; M. GIORGIANNI, voce *Obbligazione solidale e parziaria*, in *Noviss. dig. it.*, vol. XI, Torino, 1965, 676 ss.; A.M. BENEDETTI, *Delle obbligazioni in solido*, in *Commentario al codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, IV, Milanofiori-Assago, 2013, 250 ss.

<sup>30</sup> A. BERTOLOTTI, *I controlli nelle s.p.a.*, cit., 223; Cass., 24 gennaio 2012, n. 947, in *Foro it.*, 2012, I, c. 1477 ss.; Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2011, n. 30174, cit.; Cass., 8 luglio 2009, n. 16050, in *Società*, 2010, 407; Cass., 22 giugno 2009, n. 14550, in *Obbl. e contr.*, 2009, 864 ss.; Cass., 27 marzo 2007, n. 7485, in *Giust. civ.*, 2008, I, 1780 ss.; Cass., 18 aprile 2006, n. 8946, in *Contratti*, 2007, 10 ss.; Cass., 27 marzo 1999, n. 2931, in *Giur. it. Mass.*, 1999. Taluni autori collegano alla sola transazione *pro quota* novativa l'effetto dello scioglimento del vincolo solidale (v. D. RUBINO, *Delle obbligazioni*, cit., 278 ss.; G. D'ADDA, *L'oggetto della transazione: il caso della transazione con il debitore solidale*, cit., 323 ss. Per la dottrina che in vario modo individua limiti alla stessa ammissibilità di una transazione *pro quota*, cfr. F.D. BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa. Profili sistematici*, Milano, 1974, 263 ss.; M. COSTANZA, *Obbligazioni solidali*, cit., 467.

<sup>31</sup> F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 546; c. 301. Valga un esempio per comprendere il caso: si ipotizzi che sia proposta un'azione contro l'amministratore (X) e contro i sindaci (Y) (J) (W) e la domanda di condanna sia 100; se il creditore transige con Y per 30 l'intero debito, X, J e W possono profittarne e vedere estinto il loro debito; se, invece, il creditore transige con Y per 30 la quota di responsabilità pari a 30, X, J e W restano obbligati per 70. Nel caso di transazione per l'intero debito, se il creditore di 100 nei confronti di A e B le cui quote sono uguali, e che insorta una controversia relativa all'adempimento dell'obbligazione solidale conclude una transazione con A da cui riceve il pagamento di 60, senza che B dichiari di volerne profittare, dopo aver pagato 60, A sarebbe legittimato ad ottenere in via di regresso da B solo 10, che costituisce l'eccedenza rispetto alla sua quota interna, calcolata sull'intero importo dell'obbligazione solidale; B, d'altra parte deve ad A 10 in sede di regresso e al creditore X i 40 che costituiscono la differenza tra l'intero debito solidale e la prestazione ottenuta sulla base del contratto di transazione.

re alla sua quota ideale di debito, il residuo credito risarcitorio deve essere determinato detraendo da esso non la somma pagata, ma la quota gravante sui transigenti<sup>32</sup>.

In presenza di una transazione *pro-quota*, gli altri condebitori non hanno titolo per avvalersi della stessa, ma possono solo usufruire della riduzione del debito per effetto di quanto pagato dal debitore transigente.

Di poi, deve ritenersi che sia nulla la clausola con cui il creditore si riserva di ottenere dai consorti dello stipulante il pagamento della differenza tra il debito solidale e la somma percepita in attuazione dell'accordo. Per la precisione, l'invalidità della clausola sussiste nell'ipotesi, più frequente, in cui la somma pagata dal transigente sia inferiore rispetto al valore della sua quota. Se il creditore fosse legittimato a esigere dai consorti il pagamento del residuo i loro interessi ne risulterebbero pregiudicati, in quanto sarebbero tenuti a corrispondere una somma superiore al valore delle rispettive quote. Come è evidente, in questa ipotesi la clausola che legittima il creditore ad ottenere il pagamento del residuo contrasterebbe con il principio che vieta di modificare in senso peggiorativo la sfera giuridica altrui senza il consenso del soggetto interessato dalla modificazione<sup>33</sup>.

Senonché, non sempre le parti esprimono compiutamente la loro volontà in ordine all'obbligazione che viene transatta, ed allora si reputa che spetti solo al giudice del merito stabilire se la transazione abbia riguardato l'intero debito o una quota<sup>34</sup>, talché le quante volte di questo si discuta nel processo, il giudice è tenuto ad esprimersi sull'oggetto della transazione<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> Cass., 19 dicembre 2016, n. 26113, in *Foro it.*, 2017, I, c. 913 ss.; Trib. Milano, 7 gennaio 2019, *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Milano, 24 aprile 2020, *ivi*; Trib. Bologna, 23 settembre 2019, *ivi*; Trib. Milano, 30 ottobre 2014, *ivi*; Trib. Milano, 30 aprile 2013, *ivi*; Trib. Torino, 8 novembre 2019, *ivi*; F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 546; A. MENDOLA, *Transazione e obbligazioni solidali a solidarietà imperfetta o a interesse plurisoggettivo*, cit., 1551; F. MARONE, *La transazione del debito solidale stipulata tra il creditore ed uno solo dei condebitori in solido ex art. 1304, 1° comma, c.c.: recenti orientamenti nel generale disorientamento circa i presupposti costitutivi della solidarietà passiva*, in *Foro nap.*, 2014, 500 ss.; G. CERDONIO CHIAROMONTE, *Transazione e condebito: sulla possibilità di impedire ai condebitori non transigenti di profittare del contratto*, in *Nuova giur. civ.*, 2012, I, 626 ss.; ID., *Transazione novativa e transazione pro quota: intorno ad alcuni recenti interventi*, in *Riv. not.*, 2009, 1361 ss.; ID., *Transazione e solidarietà*, cit., *passim*; M. DELLA CASA, *La transazione, o meglio «le transazioni» e le obbligazioni solidali: linee-guida delle sezioni unite*, cit., 2628; C. D'ALESSANDRO, *Transazione stipulata dal debitore solidale e diritto del condebitore di profittarne*, cit., 2068; V. PATERNOSTRO, *Transazione pro quota e obbligazione solidale: la clausola che esclude l'approfittamento dei condebitori non stipulanti*, in *Contratti*, 2012, 469 ss.; G. TRAVAGLINO, *Transazione e obbligazioni solidali*, in *Corr. mer.*, 2012, 260 ss.; E. DEL PRATO, *Sulla transazione del debitore in solido*, in *Riv. dir. privato*, 2009, 53 ss.; E. VAGLIO, *Transazione e obbligazione solidale*, in *Contratti*, 2007, 10 ss.; F. D'ARCANGELO, *Obbligazioni solidali e transazione*, cit., 140; A. DELLA BELLA, *La transazione nelle obbligazioni solidali: una questione ancora aperta*, in *Resp. civ.*, 2002, 1062 ss.; M.A. BELGIOVINE, *La transazione e le obbligazioni solidali, in ilcaso.it*; A. GENTILI, *Solidarietà e transazione secondo l'art. 1304 c.c.*, cit., 307; G. D'ADDA, *L'oggetto della transazione: il caso della transazione con il debitore solidale*, cit., 307; A. ARLOTTA, *Considerazioni in tema di transazione pro quota di obbligazione solidale in Dir. e giur.*, 2001, 261 ss. Valga un esempio per comprendere il caso: si ipotizzi che sia proposta un'azione contro l'amministratore (X) e contro i sindaci (Y) (J) (W) e la domanda di condanna sia 100; se il creditore transige con Y per 30 la quota di responsabilità pari a 50, X, J e W restano obbligati per 50.

<sup>33</sup> Questa esatta posizione è assunta da M. DELLA CASA, *La transazione, o meglio «le transazioni» e le obbligazioni solidali: linee-guida delle sezioni unite*, cit., 2634.

<sup>34</sup> Cass., 19 dicembre 2016, n. 26113, in *Foro it.*, 2017, I, c.913 ss.; Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2011, n. 30174, cit., c.1341.

<sup>35</sup> Cass., 17 novembre 2016, n. 23418, in *Foro it.*, 2016, I, c.3771 ss.

Un punto critico, tuttavia, è rappresentato dall'assunzione dello scioglimento della solidarietà: per un verso, l'obbligazione solidale viene concepita come un rapporto unitario, e non come una sequenza di rapporti paralleli di cui sono parti i diversi condebitori, sì che stante l'unitarietà del rapporto, l'accordo tra il creditore e uno dei condebitori non potrebbe scindere la sua quota dal *solidum* a meno che il vincolo non sia venuto meno per un'altra causa, identificata ora con l'effetto estintivo della novazione, ora con la preventiva rinuncia alla solidarietà effettuata dal creditore; per altro verso, rischia di pregiudicare i diritti di regresso dei condebitori non transigenti che potrebbero trovarsi esposti al pagamento verso il creditore senza, però, poter rivalersi su un coobbligato che tale più non sarebbe. In tal senso andrebbe, invece, confermato il principio per cui qualora la somma pagata in esecuzione della transazione ecceda l'ammontare della quota, il consorte stipulante potrà agire in via di regresso, chiedendo ai condebitori la restituzione della differenza versata in eccedenza rispetto alla propria quota.

4. *Alcuni problemi processuali.* – Il creditore che agisce in responsabilità nei confronti di più condebitori e che transige l'azione con alcuni di essi non può pretendere dagli altri l'intero debito dovendo detrarre quanto già ricevuto (nei limiti sopra indicati a seconda che la somma versata corrisponda alla quota o meno)<sup>36</sup>. Si pone, dunque, l'interrogativo su come la circostanza possa risultare nel processo. L'attore che transige la singola posizione dovrebbe conseguentemente rinunciare agli atti del processo ovvero far dichiararne l'estinzione per intervenuta cessazione della materia del contendere.

Nel momento in cui nel processo questa situazione viene rappresentata, è (o può essere) interesse dei convenuti dichiarare di voler profittare della transazione e in tal senso, nel ping-pong tra oneri di parte, è interesse dell'attore produrre l'atto di transazione per dimostrare come questo si riferisca alla quota di responsabilità e non all'intero debito<sup>37</sup>. Poiché l'art. 1304 c.c. regola la sola ipotesi della transazione sull'intero debito si dovrebbe ritenere che sia onere del creditore prova che, invece, la transazione ha avuto per oggetto solo la singola quota di responsabilità<sup>38</sup>.

Pertanto, da una parte i condebitori possono chiedere al giudice che ordini l'esibizione degli atti di transazione ai sensi dell'art. 210 c.p.c.<sup>39</sup> e ciò possono fare anche dopo che siano spirati i termini per le deduzioni istruttorie, a condizione che la transazione sia successiva, e dall'altra parte il creditore è stimolato alla produzione dell'ac-

---

<sup>36</sup> V., Cass., 17 maggio 2002, n. 7212, in *Giur. it. Mass.*, 2002, secondo la quale "chi, dopo aver citato in giudizio per il risarcimento del danno i due responsabili solidali dell'evento lesivo, abbia ottenuto in via transattiva da uno dei convenuti il risarcimento parziale, non può più chiedere all'altro il risarcimento nella misura intera, ma solo nella misura ridotta della percentuale corrispondente alla quota transatta; conseguentemente, la relativa domanda, originariamente formulata in termini di richiesta di condanna dei convenuti al risarcimento pro quota, dopo l'intervenuta transazione, deve essere interpretata, in conformità con il suddetto principio, come rinuncia alla solidarietà tra i due debitori per l'intero e limitazione della pretesa alla condanna del soggetto rimasto in giudizio al pagamento della sola parte dell'obbligazione che a lui avrebbe fatto carico nei rapporti interni con l'altro condebitore".

<sup>37</sup> F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 545.

<sup>38</sup> A. MENDOLA, *Transazione e obbligazioni solidali a solidarietà imperfetta o a interesse plurisoggettivo*, cit., 1550.

<sup>39</sup> Trib. Milano, 29 marzo 2019, *giurisprudenzadelleimprese.it*.

cordo al fine di evitare che gli altri ne approfittino<sup>40</sup>. Quando la transazione interviene dopo la sentenza di primo grado, la richiesta di esibizione di cui all'art. 210 c.p.c. può essere formulata anche nel giudizio di appello se la parte dimostra di non aver potuto, prima, richiedere il mezzo di prova per causa a sé non imputabile (art. 345 c.p.c.) e, nel caso specifico, la dimostrazione della non imputabilità del ritardo è sintonica con la posteriorità della transazione all'esito del giudizio di primo grado. In caso di mancata produzione del documento o di equivocità della clausola, la transazione va intesa come riferita all'intero debito<sup>41</sup>.

Ed ancora si pone il tema delle domande incrociate tra convenuti; le domande possono essere di tre tipi: (a) la domanda di accertamento della quota di responsabilità; (b) la domanda di regresso; (c) la domanda di manleva.

Nel primo caso uno dei convenuti può chiedere che il giudice distribuisca, tra i condebitori, i quozienti di partecipazione all'evento lesivo e questa domanda può aprire scenari complessi le quante volte, come spesso accade, non esiste perfetta simmetria temporale nella assunzione delle cariche, sì che si tratterà di determinare prima la solidarietà temporale e poi, all'interno, quella partecipativa-causale.

In questo caso non è necessario che tutti condebitori siano partecipi del processo nei successivi gradi neppure nel caso in cui, in presenza di una transazione raggiunta tra la società ed alcuni tra i convenuti, riguardante le quote di debito delle parti transigenti ed avente l'effetto di sciogliere anche il vincolo di solidarietà passiva, si renda necessario graduare la responsabilità propria e degli altri condebitori solidali nei rapporti interni, all'esito di un accertamento che dovrà necessariamente riferirsi, in via incidentale, anche alle condotte tenute dalle parti transigenti<sup>42</sup>.

Nel secondo caso uno dei convenuti che tema di essere aggredito per l'intero può formulare la domanda di condanna in regresso nei confronti degli altri convenuti, distribuendo su tutti il peso della sentenza pronunciata a favore del creditore<sup>43</sup>.

Infine, nel terzo caso, uno dei convenuti può chiedere che si determini, all'interno, la responsabilità esclusiva di altri condebitori in modo da ribaltare totalmente l'effetto della condanna.

Esiste, però, anche uno scenario diverso: quello in cui nel processo sia evocato un solo condebitore, questi venga condannato ed agisca in regresso solo successivamente. Si tratta di un'ipotesi che apre prospettive molto complesse a partire dal tema del giudicato e dei suoi limiti soggettivi (v., art. 1306 c.c.)<sup>44</sup>.

<sup>40</sup> Si è, però, anche ipotizzato in dottrina (M. COSTANZA, *Obbligazioni solidali*, cit., 45; F. D'ARCANGELO, *Obbligazioni solidali e transazione*, cit., 138) un'obbligazione a carico di colui che transige un obbligo di avvertire i consorti della stipulazione del contratto, per consentire a costoro di avvalersi della transazione, e, in caso di violazione, l'insorgenza di una obbligazione risarcitoria, almeno nei limiti dell'interesse negativo.

<sup>41</sup> F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 545.

<sup>42</sup> Cass., 29 ottobre 2013, n. 24362, cit., 19; Cass., 18 maggio 2012, n. 7907, in *Foro it. Rep.*, 2012, voce *Società*, n. 589; L. BACCAGLINI, *Il processo sulle obbligazioni solidali "paritarie" e l'azione di regresso*, Milanofiori-Assago, 2015, 264 ss.

<sup>43</sup> M. MAGGIOLINO, *sub art. 2409-sexies*, in *Collegio sindacale*, a cura di F. GHEZZI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2005, 611 ss.

<sup>44</sup> E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Responsabilità solidale e limiti soggettivi del giudicato*, in *Corr. giur.*, 2014, 1563 ss.; B. TASSONE, *Obbligazioni solidali, effetti del giudicato e responsabilità «parziaria»*, in *Fo-*

Per quanto attiene alla domanda di regresso tra condebitori e, a maggior ragione, per la domanda di manleva, si deve ritenere che ci si trovi al cospetto di una domanda riconvenzionale “trasversale”, ma come tale da disciplinare secondo lo statuto degli artt. 36 e 167 c.p.c. Si tratta di una vera e propria domanda che impone al giudice un decisum e che amplia l’oggetto della decisione.

Ne consegue che la domanda deve intendersi validamente introdotta se formulata nei venti giorni anteriori alla prima udienza ma a condizione che il convenuto destinatario della domanda si costituisca, pure lui, tempestivamente in giudizio; diversamente, la domanda riconvenzionale trasversale dovrà essere notificata con differimento dell’udienza.

Per ciò che concerne la domanda di accertamento della quota ci si deve chiedere se vi sia ampliamento dell’oggetto del processo, pur in assenza di domanda di condanna. In verità, se si parte dal presupposto, ampiamente condiviso, secondo il quale nei rapporti tra creditore e condebitori non è rilevante la relazione interna tra condebitori, la richiesta di accertamento delle quote va intesa come domanda di mero accertamento, cioè di una vera e propria domanda che espande l’oggetto del giudizio perché debbono essere verificati i coefficienti di colpa e di partecipazione causale; pertanto, anche questa domanda va svolta nell’osservanza del regime disciplinare delle azioni riconvenzionali.

5. *Conclusioni.* – Le considerazioni tracciate nei precedenti §§ disvelano alcune topiche criticità delle azioni di responsabilità. Il quadro normativo e di riflesso quello interpretativo, soprattutto nell’applicazione giurisprudenziale, sono frammentati e non facili da ricondurre a sistema.

Il legislatore nell’intento di offrire un contributo alla semplificazione di queste liti ha introdotto la disposizione, allocata nell’art. 2486 c.c., sul danno differenziale quando gli addebiti mossi agli organi della società riguardano l’attività e non sinoli atti.

Parimenti delicato è l’argomento della solidarietà perché coinvolge in apice temi fondamentali del diritto delle obbligazioni. Proprio nelle azioni di responsabilità bene si coglie la grande utilità che le regole offrono al creditore, al cospetto delle distorsioni che si producono dal lato dei condebitori.

Poiché si è predicato che le azioni di responsabilità non devono essere viste come azioni sanzionatorie ma, sempre, come azioni ripristinatorie e poiché è sempre più diffuso (e recepito) il principio di proporzionalità – se si vuole ancorato al principio di solidarietà di cui all’art. 2 cost. – occorre trovare una mediazione tra le esigenze dei danneggiati e la misura delle responsabilità. Si potrebbe immaginare un sistema simile a quello della assicurazione obbligatoria per tutti i soggetti destinatari delle azioni? È un quesito ragionevole ma la risposta affermativa è assai impegnativa perché ha un sicuro impatto economico; non solo, i soggetti responsabili sono anche dei “terzi” concorrenti ed allora una assicurazione obbligatoria di tutti sarebbe assai difficile da configurare.

Un punto di equilibrio potrebbe ritrovarsi nella fissazione di un limite di responsabilità per sindaci e revisori? Altrove questa ipotesi è praticata; avrebbe il vantaggio di non demolire i principi del diritto delle obbligazioni perché si tratterebbe di predeter-

minare un limite di responsabilità in un moltiplicatore del compenso ricevuto, purché garantito da idonee polizze assicurative.

Certo, il mondo delle responsabilità corre verso la traslazione del rischio come accade nei campi paradigmatici della responsabilità civile da circolazione stradale e navale e della responsabilità in ambito sanitario. Esistono delle ragioni che collimano con quelle che hanno portato a certe soluzioni in quei contesti? La risposta, sebbene con cautela, può essere affermativa.

La circolazione stradale è una attività pericolosa; parimenti, lo è l'attività medica e sanitaria; in ambedue i casi gli effetti di queste attività si rivolgono nei confronti di soggetti spesso indifferenziati nei confronti dei quali può essere mancato un legame contrattuale. Ebbene, queste precisazioni consentono di sostenere che la situazione non è troppo diversa nel caso delle attività delle imprese. Pure qui l'attività può rivolgersi verso soggetti non predeterminati, pure qui l'attività d'impresa è un'attività che può generare pericoli diffusi. Una riflessione sulla soluzione della traslazione del rischio va compiuta ma, come sopra accennato, la soluzione giuridica non deve essere disgiunta da quella economica.

Per conseguire tale risultato, però, sarebbe indispensabile transitare per un percorso strutturato di indagine statistica e ciò al fine di apprezzare l'economicità effettiva, a 360°, dell'ipotesi in discussione. In fondo è un problema di allocazione di costi ed allora occorrerebbe ricercare un giusto equilibrio in modo che vi sia, comunque, un effetto di deterrenza rispetto alle condotte degli organi di controllo, compensato da una riduzione del rischio, a sua volta ulteriormente compensata, a favore dei danneggiati, dalla previsione della assicurazione obbligatoria con coperture che siano adeguate alla assunzione dei rischi. Il passo ulteriore potrebbe essere quello di attribuire al danneggiato azione diretta contro l'assicuratore, ma sempre nella cornice di una preventiva valutazione sulla ripartizione dei costi.

# APPUNTI SUL RUOLO DEI SINDACI NELLA S.P.A. QUOTATA: DAI «FREQUENTI ED IMPROVVISI RISCONTRI DI CASSA» ALLA VIGILANZA SULL'«ADEGUATEZZA» DEGLI ASSETTI

di *Riccardo Russo*

SOMMARIO: 1. Il tema dell'indagine. – 2. La potestà sanzionatoria della Consob: una nota introduttiva. – 3. Quali irregolarità devono essere comunicate alla Consob dal collegio sindacale? – 4. L'omesso esercizio dei poteri ispettivi *ex art.* 151 t.u.f. come presupposto della sanzione Consob: osservazioni critiche. – 5. La vigilanza sul contenuto della relazione *ex art.* 123 *bis* t.u.f. – 6. Allargando l'orizzonte: funzione e contenuto della relazione *ex art.* 123 *bis* t.u.f. – 7. Principio di legalità e sanzioni Consob. – 8. Riflessioni conclusive.

1. *Il tema dell'indagine.* – Sfogliando le riviste giuridiche si nota come, in tempi recenti, più decisioni giurisprudenziali abbiano teso ad inasprire in misura significativa il regime di responsabilità dell'organo di controllo delle società per azioni<sup>1</sup>.

Questo orientamento ha messo solide radici, a ben guardare, nei procedimenti avviati dalle curatele fallimentari, che costituiscono sede d'elezione delle azioni di responsabilità verso gli organi sociali. Il dato porta alla mente l'acuta osservazione della dottrina secondo cui «spesso è proprio il collegio sindacale a divenire, suo malgrado, il principale protagonista» di tali azioni, «se non altro perché non sempre gli amministratori della società fallita sono reperibili o comunque possono non essere patrimonialmente capienti, mentre è assai più raro che i sindaci scompaiano o, che, restando, abbiano applicato uguale cura nel mettere i propri beni al sicuro delle pretese dei creditori»<sup>2</sup>. E si è aggiunto, in modo consonante, che «il collegio sindacale così come è ora concepito e in gran parte vissuto serve forse in sede fallimentare a trovare qualche soggetto *in bonis*»<sup>3</sup>.

La progressiva dilatazione, per via pretoria, dell'area di responsabilità dei sindaci stride, tuttavia, col giusto rilievo che «l'accertamento del nesso causale costituisce monolitico ed ineludibile momento di valutazione di ogni forma di responsabilità risarcitoria»<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Cass., 6 dicembre 2021, n. 38733, in *CED Cassazione*, 2021; Cass., 25 luglio 2018, n. 19743, in *Società*, 2018, 1321 ss.; Cass., 18 settembre 2017, n. 21566, su *leggiditalia.it*; Cass., 3 luglio 2017, n. 16314, *ivi*; Cass., 13 giugno 2014, n. 13517, in *Società*, 2015, 317 ss., con commento di F. BELLINI, *Funzione notiziatrice del collegio sindacale: la Cassazione allunga il tiro*; Cass., 11 novembre 2010, n. 22911, in *Foro it.*, 2011, I, 1686 ss. con nota di L. NAZZICONE, *Responsabilità "da omesso controllo" degli amministratori non esecutivi di società azionaria*.

<sup>2</sup> In questi termini G. CAVALLI, *I sindaci: responsabilità diretta e responsabilità solidale con gli amministratori*, in *Fallimento*, 1989, 986.

<sup>3</sup> G. BONFANTE, *La tavola dei doveri del collegio sindacale fra leggi e codici di comportamento*, in *Società*, 1997, 1008 ss.

<sup>4</sup> R. CAMPIONE, *L'accertamento del nesso eziologico nel contesto delle azioni di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 98.

Non raramente, tuttavia, al momento dell'instaurazione delle azioni di responsabilità un elemento resta in ombra: in forza dell'art. 2407, 2° co., c.c., il sindaco risponde quando, secondo il criterio della regolarità causale, sia provato che un esercizio più diligente delle sue competenze avrebbe attenuato, o eliminato, le conseguenze dannose del fatto illecito degli amministratori<sup>5</sup>. La locuzione «responsabilità concorrente», lemma consolidato del lessico giuscommerciale, sta ad indicare che il sindaco è responsabile civilmente ove abbia apportato un effettivo contributo causale al danno derivante dalla condotta anti-giuridica dell'amministratore<sup>6</sup>. «La responsabilità concorrente – si è detto – presuppone il cumulo dell'inadempimento degli amministratori con quello dei sindaci: gli uni devono avere male amministrato, gli altri devono avere male controllato»<sup>7</sup>.

L'assunto trova un'esemplificazione operativa nel caso dei sindaci che, non avendo formulato annotazioni critiche sul bilancio d'esercizio, abbiano concorso a procrastinare l'apertura della liquidazione giudiziale, aggravando per questa via il dissesto<sup>8</sup>.

La severità riservata ai sindaci dalle Corti emerge da uno sguardo d'insieme alla casistica; i componenti dell'organo di controllo sono stati condannati in più occasioni, nella sede risarcitoria, anche in assenza dell'accertamento di specifiche, e concretamente apprezzabili, violazioni del dovere di vigilanza. È stato ritenuto, talvolta, sufficiente, ai fini della sussistenza della responsabilità il mero fatto che il collegio sindacale non avesse rilevato violazioni di legge macroscopiche da parte degli amministratori o fosse rimasto inerte di fronte ad atti di dubbia regolarità o legittimità<sup>9</sup>.

Un argomento di così ampia portata esula dal presente lavoro e può ricevere qui soltanto un rapido tratteggio: nelle pagine che seguiranno ci si domanderà, in misura assai più circoscritta, se le soluzioni particolarmente drastiche adottate dai Giudici all'esito delle azioni di responsabilità possano trovare terreno fertile anche nel campo dei procedimenti sanzionatori regolati dalla Consob; si tratta di un nodo con il quale, come si vedrà a breve, le Corti, di legittimità<sup>10</sup> e di merito<sup>11</sup>, e gli interpreti<sup>12</sup> sono stati chiamati, in più frangenti, a confrontarsi.

<sup>5</sup> La giurisprudenza di legittimità ha evidenziato, in due arresti recenti, che l'art. 2407, 2° co., c.c. contempla un'ipotesi di concorso omissivo nel fatto illecito altrui; per l'effetto, la responsabilità concorrente dei sindaci sussiste laddove sia data prova «(i) dell'inerzia del sindaco rispetto ai propri doveri di controllo; (ii) dell'evento da associare alla conseguenza pregiudizievole derivante dalla condotta dell'amministratore (...); (iii) del nesso causale, da considerare esistente ove il regolare svolgimento dell'attività di controllo del sindaco avrebbe potuto impedire o limitare il danno» (così Cass., 11 dicembre 2020, n. 28357, in *dejure.it*). Non sussiste, quindi, la responsabilità dei sindaci ove non sia dimostrato che un loro differente contegno avrebbe evitato la produzione del danno da parte dell'amministratore (Cass., 11 dicembre 2020, n. 28358, in *dejure.it*).

<sup>6</sup> M. FRANZONI, *La responsabilità dei sindaci*, in *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, XIX, Padova, 1994; F. DARDES, *Responsabilità dei sindaci: profili applicativi*, nota a Trib. Roma, 20 febbraio 2012, in *Società*, 2013, 35 ss.

<sup>7</sup> M. FRANZONI, *Del collegio sindacale. Della revisione legale dei conti*, in G. DE NOVA (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2015, 234.

<sup>8</sup> Si veda Cass., 20 dicembre 2018, n. 32930, in *CED Cassazione*, 2018. La pronuncia è stata resa con riferimento al fallimento, procedura che – a seguito dell'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, intervenuta il 15 luglio 2022 – è stata, com'è noto, sostituita dalla liquidazione giudiziale.

<sup>9</sup> Cass., 13 giugno 2014, n. 13517, cit.; Cass., 3 luglio 2017, n. 16314, cit.

<sup>10</sup> Cass., 19 febbraio 2019, n. 4723, in *leggiditalia.it*; Cass., 3 gennaio 2019, n. 5, *ivi*; Cass., 20 dicembre 2018, n. 33047, in *CED Cassazione*, 2018; Cass., 13 marzo 2018, n. 6037, su *ilcaso.it*.



In particolare, nel corso dell'indagine ci si accosterà a temi – i rapporti tra collegio sindacale e Consob, le prerogative dei sindaci e il ruolo dell'informazione nella s.p.a. quotata – al centro della produzione scientifica dell'Autore al quale queste pagine sono dedicate: si cercherà, innanzitutto, di verificare quali siano le irregolarità che il collegio sindacale deve trasmettere, ai sensi dell'art. 149, 3° co., t.u.f., alla Consob; l'attenzione sarà poi focalizzata sugli atti di atti di ispezione e di controllo, previsti all'art. 151 t.u.f., allo scopo di accertare se il loro mancato compimento sia in via automatica fonte di responsabilità amministrativa dei sindaci; infine, si lambirà il profilo dell'informazione nella s.p.a. quotata, interrogandosi sull'ampiezza della vigilanza sul contenuto della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (art. 123 *bis* t.u.f.).

2. *La potestà sanzionatoria della Consob: una nota introduttiva.* – Premono alcune considerazioni di carattere generale in ordine alle sanzioni comminate dalla Consob.

È noto che l'irrogazione delle sanzioni si configura, nella pratica, come l'immediata conseguenza della rilevazione che l'incolpato abbia posto in essere un illecito amministrativo.

Va ricordato, infatti, che nel contesto del procedimento sanzionatorio la ricerca delle conseguenze dannose dell'illecito assume un carattere meramente accessorio: che il sindaco (o l'amministratore) abbia arrecato, con la sua condotta attiva o commissiva, un danno alla società o al mercato è un elemento secondario, risospinto sul fondale del procedimento<sup>13</sup>. In altri termini, può dirsi che l'illecito amministrativo è perseguito dalla Consob per il solo fatto di essere stato perpetrato dal soggetto incolpato e che la sanzione non presuppone in via necessaria il verificarsi di un evento dannoso eziologicamente collegabile alla condotta illecita.

Vi è un equivoco, tuttavia, dal quale occorre guardarsi: quello, cioè, di ritenere che la produzione del danno sia elemento del tutto influente nella cornice del procedimento Consob. L'accertamento del danno – superfluo al fine di stabilire se l'incolpato sia o meno responsabile – può influire sulla commisurazione della sanzione<sup>14</sup>. Con una

<sup>11</sup> App. Firenze, 21 giugno 2021, in *leggiditalia.it*; App. Milano, 22 maggio 2019, su *ilcaso.it*; App. Catania, 22 gennaio 2019, in *leggiditalia.it*; App. Milano, 4 novembre 2014, *ivi*.

<sup>12</sup> La bibliografia in materia è naturalmente assai estesa; si segnalano, tra gli scritti più recenti: G. MUZZANI, *Commento sub art. 192 bis t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Milano, 2020, 1371 ss.; E. DESANA, *Sanzioni Consob, Banca d'Italia e garanzie dell'incolpato: never ending story?*, in *Banca Impresa Società*, 2019, 2, 367 ss.; ID., *Sanzioni Consob e termine per la contestazione dell'illecito*, nota a Cass., 27 settembre 2018, n. 23387, in *Giur. it.*, 2019, 590 ss.; ID., *Procedimenti sanzionatori della Banca d'Italia: l'"insostenibile leggerezza" dei termini*, nota a Cass., 14 dicembre 2015, n. 25142, in *Giur. it.*, 2016, 2440 ss.; P. MONTALENTI, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 1 ss.; E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, Torino, 2018; S.L. VITALE, *Le sanzioni amministrative tra diritto nazionale e diritto europeo*, Torino, 2018; R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società*, 2010, 981 ss.; E. DESANA-P. MONTALENTI-M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte Europea dei diritti dell'Uomo*, Napoli, 2016.

<sup>13</sup> Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, in *CED Cassazione*, 2018.

<sup>14</sup> Si è specificato, in proposito, che «la responsabilità dei sindaci sussiste indipendentemente dall'esito delle singole operazioni» poste in essere dagli amministratori»: così Cass., 19 febbraio 2019, n. 4723, in *leggiditalia.it*. Sul punto si veda F. SUDIERO, *Responsabilità del sindaco senza (con)fine. Rischio di «un'attività di controllo difensiva»?*, in *Banca Impresa Società*, 2020, 2, 308.

postilla di non poco conto: poiché il danno non è elemento essenziale dell'illecito amministrativo, potrà essere sanzionato anche colui la cui condotta non abbia ingenerato alcun danno.

Variopinto è il ventaglio delle ipotesi che hanno visto i sindaci sanzionati, ancorché non fosse loro imputabile un danno: il pensiero corre alle sanzioni comminate a coloro che erano rimasti inerti dinanzi all'incompletezza del prospetto predisposto per l'aumento di capitale<sup>15</sup> o avevano mancato di vigilare sull'operato del comitato di controllo interno e per la *corporate governance*<sup>16</sup> e dell'organismo di vigilanza<sup>17</sup>.

Gli approdi ora delineati appaiono, al di là delle specificità dei singoli casi sottoposti al vaglio dei Giudici, coerenti con il fine al quale tende, in via principale, il procedimento della Consob: mutuando il lessico della manualistica penalistica, può sostenersi che la sanzione assolva ad una funzione general-preventiva, dissuadendo i componenti degli organi sociali dal compiere un atto idoneo *in astratto* a produrre un danno, a prescindere dalla circostanza, meramente eventuale, che l'atto abbia *in concreto* un riflesso dannoso<sup>18</sup>.

### 3. *Quali irregolarità devono essere comunicate alla Consob dal collegio sindacale?*

– Il profilo delle irregolarità suscettibili di essere comunicate dai sindaci alla Consob ai sensi dell'art. 149, 3° co., t.u.f. è divisivo e vede le Corti e la dottrina assestate su posizioni non coincidenti.

La Corte di Cassazione esclude tendenzialmente che il collegio sindacale possa limitarsi ad evidenziare alla Consob soltanto quelle irregolarità che appaiono agli stessi sindaci connotate da una maggiore pericolosità<sup>19</sup>. Ogni profilo di irregolarità – è il senso del ragionamento dei Giudici di legittimità – deve essere portato con tempestività all'esame della Consob, affinché essa possa saggiarne il tasso di gravità e, ove ricorrano i presupposti, procedere alla comminazione della sanzione nei confronti dei componenti degli organi sociali.

Non può certo sfuggire come tale soluzione risenta di una valorizzazione probabilmente eccessiva del dato testuale dell'art. 149, 3° co., t.u.f.: è innegabile che la norma in questione rechi il sostantivo «irregolarità» e che esso non sia contornato da alcun aggettivo; tuttavia, non sembra proporzionato trarre dall'assenza di indicazioni aggettivali l'idea che il legislatore abbia inteso veicolare verso la Consob un flusso costante di irregolarità, indipendentemente dal fatto che esse siano più o meno rilevanti.

E non è coerente col ruolo di alta sorveglianza rivestito dai sindaci delle società per azioni quotate privarli della possibilità di selezionare, tra le irregolarità riscontrate, quelle più gravi e segnalare soltanto queste ultime all'Autorità di vigilanza.

La spettazione secondo cui la Consob trarrebbe una «completa e tempestiva in-

<sup>15</sup> Cass., 14 febbraio 2019, n. 4452, in *Società*, 2019, 507.

<sup>16</sup> Cass., 10 luglio 2020, n. 14708, in *leggiditalia.it*.

<sup>17</sup> Cass., 29 marzo 2016, n. 6037, in *leggiditalia.it*.

<sup>18</sup> E. BINDI-A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, Torino, 2018, 130.

<sup>19</sup> Tra le pronunce rese sulla fattispecie si vedano almeno Cass., 28 maggio 2020, n. 10074, in *Società*, 2020, 896; Cass., 17 maggio 2018, n. 12110, in *CED Cassazione*, 2018; Cass., 10 febbraio 2009, n. 3251, in *Mass. Giur. it.*, 2009.

formazione sull'andamento» delle società quotate soltanto ove i sindaci comunicassero ogni irregolarità rilevata<sup>20</sup> suscita, inoltre, una certa perplessità: un orientamento così rigido acuisce il pericolo che l'organo di controllo divenga un semplice *messaggero*, incaricato di raccogliere le notizie relative all'irregolarità e di trasmetterle asetticamente alla Consob.

Vi sono almeno due ordini di rilievi che scongiurerebbero di precludere ai sindaci di vagliare il materiale informativo reperito:

*i.* le Norme di comportamento del collegio sindacale reputano, in primo luogo, «opportuno» che siano definite «le tipologie di operazioni, le categorie di soggetti e le aree di *business* in relazione alle quali il collegio ritiene di attivarsi»<sup>21</sup> una volta riscontrate le irregolarità; più precisamente, il Consiglio nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili raccomanda ai sindaci delle società per azioni quotate di esaminare le irregolarità tenendo in considerazione la dimensione, la complessità e la struttura dell'impresa societaria nonché l'incidenza delle irregolarità stesse sul funzionamento degli organi sociali<sup>22</sup>;

*ii.* la vigilanza della Consob sulla correttezza dell'operato dei soggetti del mercato finanziario e il potere sanzionatorio sono legati da un nesso di stretta strumentalità<sup>23</sup>; d'altronde, la stessa Consob è «presidio della completezza, chiarezza, trasparenza, tempestività dell'informazione e quindi presidio rafforzato *anche* della *corporate governance*»<sup>24</sup>.

Può essere ora approssimata una prima conclusione.

Proprio perché l'art. 149, 3° co., t.u.f. getta un «ponte»<sup>25</sup> tra il collegio sindacale e la Consob appare preferibile che su di esso vengano a transitare soltanto quelle irregolarità che (*i*) attengano alle materie su cui l'Autorità di vigilanza esercita un potere di intervento e (*ii*) siano obiettivamente ostative al funzionamento dei mercati<sup>26</sup>.

Tale opzione ridimensionerebbe il pericolo, evidenziato dalla dottrina<sup>27</sup>, che la Consob riceva segnalazioni prive di concrete ricadute operative, e perciò marginali; ove si riconoscessero ai sindaci ambiti di discrezionalità nell'applicazione dell'art. 149, 3° co., t.u.f., costoro ben potrebbero comunicare alla Consob soltanto le «violazioni di norme primarie e secondarie di particolare rilevanza rispetto ai principi di correttezza

---

<sup>20</sup> Cass., 17 maggio 2018, n. 12110, in *leggiditalia.it*.

<sup>21</sup> *Ibidem*.

<sup>22</sup> Norma di comportamento Q.6.5. *Comunicazione alla Consob*. Criteri applicativi.

<sup>23</sup> W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, 2012, 21.

<sup>24</sup> P. MONTALENTI, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza*, cit., 12. R. COSTI ha osservato che la Consob è chiamata a «perseguire la tutela degli investitori, intesa come liberazioni di questi ultimi dal rischio connesso con la violazione delle regole di condotta che il Testo Unico e le norme secondarie prevedono» (*Il mercato mobiliare*, Torino, 2014, 396).

<sup>25</sup> L'espressione è usata da P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, 2, Padova, 2004, 275.

<sup>26</sup> Cfr. S. FORTUNATO, *Commento sub art. 149 t.u.f.*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Padova, 1998, 1388.

<sup>27</sup> Cfr., sul punto, F. PARMEGGIANI, *I sindaci e la Consob*, nota a Cass., 10 febbraio 2009, n. 3251, in *Giur. comm.*, 2010, II, 1083.

gestoria»<sup>28</sup>. A ciò può aggiungersi che una lettura fortemente restrittiva della locuzione «irregolarità» presenterebbe il pregio di espungere dalla sua area semantica i «meri sospetti»<sup>29</sup> e includervi il solo «fatto certo e definitivo» che non sia stato «sanato»<sup>30</sup>.

4. *L'omesso esercizio dei poteri ispettivi ex art. 151 t.u.f. come presupposto della sanzione Consob: osservazioni critiche.* – L'art. 151 t.u.f., sulla falsariga dell'art. 2403 bis c.c.<sup>31</sup>, regola i poteri ispettivi dell'organo di controllo della s.p.a. quotata<sup>32</sup>; poteri il cui mancato esercizio è stato ritenuto talvolta fonte di responsabilità amministrativa da parte delle Corti<sup>33</sup>.

Il sindaco tenuto all'oscuro dagli amministratori del compimento di operazioni con parti correlate – si ricava da una recente decisione di legittimità<sup>34</sup> – è sanzionabile dalla Consob ove emerga che, mediante un esercizio più diligente dei poteri ispettivi, egli avrebbe riscontrato autonomamente il compimento delle operazioni stesse.

Sembra così recepire l'indirizzo secondo il quale le competenze di vigilanza del collegio sindacale devono essere esercitate «con particolare rigore» quando le operazioni coinvolgano parti correlate<sup>35</sup>: in argomento, merita ricordare che nemmeno la designazione del comitato parti correlate – previsto dal Regolamento CONSOB<sup>36</sup> – elide la responsabilità dei sindaci in presenza di operazioni potenzialmente lesive del patrimonio sociale<sup>37</sup>.

Non appare corretto, tuttavia, sopravvalutare la portata degli atti di ispezione e controllo demandati ai sindaci; questi ultimi esercitano – soprattutto nelle società per azioni che, al pari delle quotate, si connotano per un maggiore livello di complessità organizzativa – una funzione di monitoraggio tendenzialmente generale e sintetico, che non

<sup>28</sup> P. MONTALENTI, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza*, cit., 12.

<sup>29</sup> P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 340.

<sup>30</sup> G. CAVALLI, *Commento sub art. 149 t.u.f.*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza. Commentario*, II, Torino, 2002, 1246. In senso analogo, F. PARMEGGIANI, *Commento sub art. 149 t.u.f.*, in V. CALANDRA BONAURA, *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Padova, 2020, 1129.

<sup>31</sup> Cfr. M. BAZZANI, *Commento sub art. 2403 bis c.c.*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 1634 ss.; M. AIELLO, *Commento sub art. 2403 bis c.c.*, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario del codice civile*, in D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società – dell'azienda – della concorrenza*, Torino, 2016, 508 ss.

<sup>32</sup> Cfr. G. CAVALLI, *Commento sub art. 151 t.u.f.*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, cit., 1264 ss.; P. MAGNANI, *Commento sub art. 151 t.u.f.*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999, 1754 ss.

<sup>33</sup> Si veda, ad esempio, Cass., 28 febbraio 2008, n. 5239, in *Mass. Giur. it.*, 2008.

<sup>34</sup> Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, cit.

<sup>35</sup> Cass., 12 marzo 2018, n. 5914, in *Quotidiano Giuridico*, 2018.

<sup>36</sup> Com'è noto, seguendo il Regolamento, la valutazione delle operazioni di «minore rilevanza» a un Comitato parti correlate, composto «esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti» (art. 71, lett. a); in caso di operazioni di «maggiori rilevanza», il comitato è composto «esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati» (art. 81 lett. b).

<sup>37</sup> Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, cit. La Suprema Corte ha chiarito, infatti, che il comitato espleta attività di controllo «necessarie al fine di rilevare trasparenza e correttezza delle operazioni» con parti correlate ed esamina il «contenuto economico» delle operazioni stesse.

comporta attività di stretto, e quotidiano, controllo analitico<sup>38</sup>.

L'art. 151 t.u.f. evoca un termine assonante – «atti di ispezione e di sorveglianza» – utilizzato all'art. 2320, 2° co., c.c. in materia di società in accomandita semplice, ove comprende «tutti gli atti necessari od opportuni, comunque strumentali, all'esercizio di un controllo di legalità e di merito sull'amministrazione sociale» da parte del socio accomandante<sup>39</sup>.

Si è osservato altresì che «la legge, disponendo che al socio accomandante compete in ogni caso il diritto al rendiconto e a consultare le carte sociali in occasione del rendiconto, intende significare che tali diritti non possono comunque venir esclusi dal contratto sociale. Invece, tutti gli altri atti di ispezione e vigilanza (compreso il diritto ad ottenere, nel corso dell'esercizio, notizie dagli amministratori sullo svolgimento degli affari sociali e a consultare – fuori dalla particolare occasione della presentazione del rendiconto – le carte sociali) non sono consentiti ai soci accomandanti, salvo che l'atto costitutivo li conceda»<sup>40</sup>.

È da notare che al concetto impiegato in tema di poteri di collegio sindacale può attribuirsi un valore semantico soltanto in parte simile: ai sindaci non pertengono certamente quei poteri di assidua vigilanza sul campo e di verifica analitica che l'art. 2320 c.c. permette di riconoscere, invece, al socio accomandante<sup>41</sup>. Come è stato evidenziato, nell'ambito della società in accomandita semplice possono «essere previsti atti di consultazione di documenti sociali, atti di ispezione in senso stretto (ad es. dei magazzini), atti rivolti ad ottenere informazioni sugli affari, atti di valutazione sulla gestione sociale»<sup>42</sup>; prerogative, queste, lontane dai doveri tipici del collegio sindacale.

Anzi, è da sottolineare che i sindaci sono tenuti a formulare una «valutazione complessiva di tendenziale efficienza», atteso che non è loro consentito lo «scrutinio valutativo dell'efficienza delle singole opzioni amministrative»<sup>43</sup>.

5. *La vigilanza sul contenuto della relazione ex art. 123 bis t.u.f.* – L'art. 149, lett a), t.u.f. – dettato con riferimento al collegio sindacale – è applicato, com'è noto, anche al consiglio di sorveglianza in forza del rinvio presente all'art. 149, co. 4 *bis*, t.u.f.; sembra utile, quindi, volgere lo sguardo anche a quelle pronunce che, pur intervenendo su fattispecie relative al sistema dualistico, offrano indicazioni utili a meglio perimetrare la responsabilità amministrativa dei sindaci.

<sup>38</sup> Cfr. G. DOMENICHINI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, 1985, 574; P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 165.

<sup>39</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, Milano, 1985, 198.

<sup>40</sup> M. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, 454.

<sup>41</sup> «Il potere ispettivo degli accomandanti non è permanente, ma si puntualizza nel tempo, potendolo essi esercitare in seguito al ricevimento del bilancio, allo scopo di verificarlo», fermo restando che l'atto costitutivo può «rendere permanenti i poteri ispettivi di riscontro»: G. COTTINO-R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, III, Padova, 2004, 218. Più recentemente, si è individuata una giusta causa di recesso dell'accomandante nella condotta dell'accomandatario che non consenta l'accesso alla documentazione sociale: Trib. Milano, 18 ottobre 2016, in *Giur. it.*, 2017, 395 ss., con nota di M. CALLEGARI, *L'impedito accesso alla documentazione sociale giustifica il recesso dell'accomandante*.

<sup>42</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 198.

<sup>43</sup> P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., 261.

Si è detto che il consiglio di sorveglianza mostra «connotati» che non hanno «omologhi» nel sistema tradizionale di amministrazione e controllo e in quello monistico<sup>44</sup>; l'organo, infatti, è una sorta di «diaframma» tra consiglio di gestione e assemblea ed esercita compiti – la nomina e la revoca del soggetto preposto all'amministrazione, ad esempio – attribuiti, negli altri due modelli, all'assemblea<sup>45</sup>.

Si è profilato recentemente l'interrogativo se, in forza del dovere di vigilanza sull'osservanza della legge, i consiglieri di sorveglianza debbano monitorare il contenuto della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, prevista dall'art. 123 *bis* t.u.f.<sup>46</sup>.

Poiché, come si vedrà meglio a breve, la relazione è un atto la cui redazione compete agli amministratori, la risposta affermativa al quesito non presenterebbe particolari opacità: il dovere di vigilanza sull'osservanza della legge (art. 149, 1° co., lett. a, t.u.f.) – si potrebbe rispondere – comporta che l'organo di controllo rilevi le lacune contenutistiche della relazione.

A ben guardare, il nodo interpretativo è più intricato di quanto possa, d'acchito, sembrare: il testo dell'art. 123 *bis* t.u.f., come si è efficacemente osservato, «nella sua ampia elencazione degli elementi da tenere in considerazione in sede redazionale, fornisce una limitata formulazione dei parametri di completezza e correttezza delle informazioni ivi richieste e dei criteri o principi generali cui la relazione deve essere improntata»<sup>47</sup>.

Si delinea quindi un ulteriore, e più complesso, tema di ricerca: possono i componenti dell'organo di controllo della s.p.a. quotata essere sanzionati dalla Consob per non aver rilevato, all'interno della relazione, l'assenza di informazioni non espressamente indicate come necessarie all'art. 123 *bis* t.u.f.?

La domanda ha ricevuto, in tempi recenti, risposta negativa da parte della Suprema Corte. Essa ha messo in luce che, proprio in considerazione del fatto che la relazione è un atto del consiglio di gestione, perché possa ravvisarsi un *illecito amministrativo dei consiglieri di sorveglianza*, occorre che costoro abbiano omesso di rilevare il mancato inserimento nella relazione di informazioni la cui assenza costituisca, a sua volta, un *illecito amministrativo dei consiglieri di gestione*<sup>48</sup>.

Diversamente argomentando, si verrebbe al singolare risultato di sanzionare il controllore per l'omessa vigilanza su un fatto – il mancato inserimento di un'informazione non prevista come obbligatoria – in presenza del quale il controllato non è sanzionabile.

Per questa via, i Giudici di legittimità hanno rilevato, ad esempio, che le informazioni sui criteri di pariteticità, alternatività e tendenziale alternanza nella composizione

<sup>44</sup> F. BORDIGA, *Commento sub art. 2409 terdecies c.c.*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, 1908. Cfr. A. BERLOTTI, *Sistema dualistico. Sistema monistico*, in G. DE NOVA (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2020, 120 ss.

<sup>45</sup> L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema dei controllori interni*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 2036.

<sup>46</sup> Cass., 7 maggio 2020, n. 8636, in *Società*, 2020, 1255 ss., con nota di M. DE POLI, *La vigilanza del consiglio di sorveglianza sulla relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari delle società quotate*.

<sup>47</sup> N. SOLDATI, *Comitato nomine di società quotate e obblighi di vigilanza del consiglio di sorveglianza*, in *Società*, 2020, 1009.

<sup>48</sup> Cass., 7 maggio 2020, n. 8636, cit.

degli organi sociali in caso di fusione non rientrano, dal punto di vista strettamente letterale, nel contenuto obbligatorio della relazione *ex art. 123 bis t.u.f.*, e hanno escluso che, ove di tali criteri non vi sia traccia nella relazione, i componenti dell'organo di controllo possano essere sanzionati<sup>49</sup>.

6. *Allargando l'orizzonte: funzione e contenuto della relazione ex art. 123 bis t.u.f.*

– I riferimenti operati, nel paragrafo precedente, all'art. 123 *bis t.u.f.* suggeriscono di offrire al lettore un breve inquadramento della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari.

L'introduzione della relazione si deve a specifiche sollecitazioni europee. L'art. 123 *bis*, interessato da plurimi interventi di modifica<sup>50</sup>, è stato inserito nel Testo unico dell'intermediazione finanziaria dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 251, che, in attuazione della l. delega 20 giugno 2007, n. 77, ha recepito nell'ordinamento italiano la direttiva 2004/25/CE (c.d. «Direttiva OPA»); quest'ultima prevede che siano rese pubbliche numerose informazioni, tra cui, ad esempio, quelle relative alla struttura del capitale, all'esercizio del diritto di voto, alle regole sulla nomina e sulla sostituzione degli amministratori (art. 10) e vincola gli Stati membri ad assicurare la trasparenza dei meccanismi di difesa delle società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato (considerando n. 18)<sup>51</sup>.

Un rilievo ulteriore. Se il capo II del titolo II del Testo unico dell'intermediazione finanziaria disciplina le «società italiane con *azioni quotate* in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea», l'art. 123 *bis*, 1° co., t.u.f., pur inserito in tale capo, prevede che la relazione sia obbligatoria nelle «società emittenti *valori mobiliari* ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati». Tale elemento è stato interpretato con varietà di accenti dalla dottrina: *i*) seguendo una prima opinione, a dover redigere la relazione sul governo societario e gli assetti societari sarebbero gli emittenti italiani e unionali ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani e gli

<sup>49</sup> *Ivi*.

<sup>50</sup> Già in occasione del d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173, il testo e la rubrica dell'art. 123 *bis t.u.f.* sono stati modificati anche allo scopo di accorpate al suo interno le disposizioni di cui all'art. 124 *bis t.u.f.*; esso, introdotto dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Riforma del Risparmio) ed ora abrogato, prescriveva agli emittenti di rendere nota l'adesione ai codici di comportamento e motivare, secondo il criterio del *comply or explain*, eventuali scostamenti da quanto in essi contenuto. Il d.lgs. n. 173/2008, preceduto dalla l. delega 25 febbraio 2008, n. 34, ha dato attuazione, per parte sua, alla direttiva 2006/46/CE, il cui considerando n. 10 stabilisce che le società con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, con sede negli Stati membri, devono pubblicare, annualmente, una dichiarazione sul governo societario, inserita in una sezione specifica e chiaramente identificabile della relazione sulla gestione. Tale dichiarazione deve recare informazioni «facilmente accessibili» sulle pratiche di governo societario effettivamente applicate; descrivere le caratteristiche principali dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno esistenti in relazione al processo di informativa patrimoniale; specificare se l'emittente applichi disposizioni diverse da quelle previste dal diritto nazionale; offrire eventualmente un'analisi degli aspetti ambientali e sociali. Si segnalano due ulteriori modificazioni: l'art. 10, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 ha inserito, al co. 2, lett. *d-bis*) dell'art. 123 *bis t.u.f.*, la previsione secondo cui nella relazione sul governo societario devono essere presenti dati sulle politiche di diversità adottate dall'emittente, e ha riformulato il co. 4, inerente il giudizio della società di revisione sulle informazioni riportate nella relazione sul governo societario.

<sup>51</sup> Cfr., in argomento, almeno F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448 ss.; G. DI MARCO, *OPA comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in *Società*, 2004, 1178 ss.

emittenti italiani ammessi alla negoziazione nei mercati dell'Unione europea<sup>52</sup>; ii) secondo una diversa teoria, l'art. 123 *bis* t.u.f. si applicherebbe, invece, alle società – italiane o che abbiano comunque sede in uno Stato membro della U.E. – che emettano almeno una categoria di valori mobiliari, ammessi in mercati regolamentati, anche non appartenenti all'Unione europea<sup>53</sup>.

La previsione della relazione *ex art. 123 bis* t.u.f. conferma l'assoluta centralità dell'informazione, intesa «come insieme di dati conoscitivi, come processo acquisitivo e distributivo e come supporto documentale»<sup>54</sup>. L'obbligo di *disclosure* comporta, quindi, che le informazioni esposte nella relazione siano rese con un linguaggio agevolmente comprensibile da parte degli investitori<sup>55</sup>.

La materiale predisposizione della relazione è demandata, nelle società che adottano il sistema dualistico, al consiglio di gestione; nelle società con sistema tradizionale o monistico, la compilazione della relazione è redatta invece dal consiglio di amministrazione. Merita ancora evidenziare che l'approvazione della relazione, per la sua complementarietà al bilancio d'esercizio, non può essere oggetto di delega agli amministratori<sup>56</sup>.

7. *Principio di legalità e sanzioni Consob.* – Si è detto poc'anzi<sup>57</sup> che la Suprema Corte ha ritenuto che i componenti dell'organo di controllo possano essere sanzionati soltanto ove abbiano omesso di rilevare, nella relazione *ex art. 123 bis* t.u.f., il mancato inserimento di un dato informativo previsto come obbligatorio dalla legge; secondo la giurisprudenza di legittimità, ove, invece, la lacuna abbia ad oggetto un elemento non contemplato dall'art. 123 *bis* t.u.f., non può essere ascritta ai controllori alcuna violazione del dovere di vigilanza sull'osservanza della legge (art. 149, 1° co., lett. a, t.u.f.).

Tale soluzione suggerisce alcune brevi riflessioni di carattere latamente processuale.

A tutela del soggetto sanzionato dalla Consob l'ordinamento appresta un procedimento accostabile al giudizio ordinario<sup>58</sup>; comune è l'assoggettamento ai principi processualciviltistici della domanda (art. 99 c.p.c.)<sup>59</sup> e della corrispondenza tra chiesto e

<sup>52</sup> A. POMELLI, *Commento sub art. 123 bis t.u.f.*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, II, Torino, 1300.

<sup>53</sup> Così P. BALZARINI, *Attuazione della Direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, bilancio consolidato e informazioni sulla corporate governance*, in *Società*, 2009, 95 ss.

<sup>54</sup> P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 42. L'Autore, in un altro scritto, ha osservato anche che «l'informazione assolve nella *corporate governance* una valenza sistematica costruttiva dell'intera architettura del sistema di gestione e controllo dell'impresa societaria quotata»: v. P. MONTALENTI, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza*, cit., 11.

<sup>55</sup> A. POMELLI, *op. cit.*, 1301.

<sup>56</sup> A. POMELLI, *op. cit.*, 1300. Si è precisato altresì che la predisposizione della documentazione necessaria alla compilazione della relazione compete al direttore degli affari societari, ove questi sia stato nominato e designato nella persona del segretario del consiglio di amministrazione: si veda, in questo senso, S. CASAMASSIMA, *Il ruolo di segretario del consiglio di amministrazione nella società per azioni: contenuti e requisiti*, in *Società*, 2018, 1101 ss.

<sup>57</sup> Si veda, *supra*, il par. 5.

<sup>58</sup> V., in argomento, M. VENTORUZZO-S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob*, in M. CERA-G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario*, II, Bologna, 2020, 2080 ss.

<sup>59</sup> C. CAVALLINI, *Il principio della domanda e la "giustizia della decisione": verso una nuova giurisprudenza?*, in *Riv. dir. proc.*, 2016, 302 ss.; F. CORSINI, *Commento sub art. 99 c.p.c.*, in M. FINOCCHIARO-G.



pronunciato (art. 112 c.p.c.)<sup>60</sup>. Uno dei punti di intersezione tra il giudizio di impugnazione della sanzione Consob e il procedimento ordinario si colloca, del resto, nel fatto che il Giudice dell'opposizione, per consolidato orientamento giurisprudenziale, non potrà pronunciarsi su eccezioni e motivi che non siano stati formulati dall'opponente<sup>61</sup>.

Il quesito se il trattamento sanzionatorio dell'illecito amministrativo sia caratterizzato dall'osservanza del principio di legalità non riceve, invece, risposte convergenti dagli operatori del diritto.

Le Corti appaiono spaccate su fronti interpretativi opposti: accanto a sentenze restie ad estendere all'illecito amministrativo il raggio d'azione di un principio che – come quello di stretta legalità – riceve tutela di rango costituzionale nella sola materia penale (art. 25, 2° co., Cost.), si affacciano pronunce più propense a collegare al principio una portata più generale, a protezione innanzitutto della posizione processuale dell'incolpato.

Decisioni alquanto risalenti della Corte costituzionale hanno negato un'applicazione generalizzata del principio di legalità<sup>62</sup> e favorito, così, l'avanzata di un indirizzo di legittimità secondo cui la sanzione amministrativa può essere comminata anche ove siano accertate violazioni di «disposizioni limitate a dettare linee di indirizzo secondo principi generali e di massima», purché la motivazione del relativo provvedimento sia «rigorosa, specifica, esauriente»<sup>63</sup>. Quanto alle sanzioni Consob, esse sarebbero impermeabili al principio di legalità, in quanto la materia dell'intermediazione finanziaria sarebbe a sua volta caratterizzata da «condotte e comportamenti in ipotesi contrarie all'interesse dei risparmiatori e del mercato», ancorché non determinate tassativamente dal legislatore<sup>64</sup>.

La soluzione transita da una lettura fortemente restrittiva del principio di legalità, «inteso come obbligo costituzionale di tipicità e determinatezza delle fattispecie sanzionatorie», e poggia sul convincimento che il principio trovi applicazione esclusivamente nella materia penale, essendo estraneo al procedimento diretto a sanzionare l'illecito amministrativo<sup>65</sup>.

Sentenze più recenti hanno affermato, invece, che la sanzione amministrativa situa il proprio «fondamento» nella violazione di una disposizione di legge individuata con

---

CORSINI (a cura di), *Libro I, Disposizioni generali*, in G. STELLA RICHTER-P. STELLA RICHTER, *La giurisprudenza sul codice di procedura civile coordinata con la dottrina*, Milano, 2011, 827 ss.; D. BUONCRISTIANI, *L'allegazione dei fatti nel processo civile, profili sistematici*, Torino, 2001.

<sup>60</sup> D. BUONCRISTIANI, *La tutela di regolamento*, in M. BOVE (a cura di), *Scritti offerti dagli allievi a Francesco Paolo Luiso per il suo settantesimo compleanno*, Torino, 2017, 85 ss.; G. FRUS, *Riflessioni sul petitum cautelare, tra rispetto del principio di corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato e potere di discrezione del giudice*, in *Giur. it.*, 1998, 197 ss.; E. GUERINONI, *Corrispondenza tra chiesto e pronunciato*, in *Contratti*, 1997, 29 ss.

<sup>61</sup> Cass., 25 febbraio 2020, n. 4963, in *leggiditalia.it*; Cass., 1° ottobre 2019, n. 24470, *ivi*; Cass., 22 agosto 2019, n. 21585, in *Quotidiano giuridico*, 2019.

<sup>62</sup> Si veda, ad esempio, Corte cost., 19 novembre 1987, n. 421, in *Foro it.*, 1988, I, 3157, secondo cui «il raffronto tra previsioni della disciplina penale e previsioni di quella amministrativa è scarsamente significativo, se si tiene conto che tra le due categorie di illeciti esistono sostanziali diversità, anche sul piano costituzionale».

<sup>63</sup> Cass., 7 agosto 2012, n. 14210, in *leggiditalia.it*.

<sup>64</sup> Cass., 4 settembre 2014, n. 18683, in *CED Cassazione*, 2014.

<sup>65</sup> M. PERASSI-R. D'AMBROSIO, *Le sanzioni amministrative*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 2273.

un sufficiente grado di specificazione al momento della sua irrogazione<sup>66</sup>.

Tale indirizzo, è il caso di notare, valorizza maggiormente il fatto che il principio di legalità – non casualmente posto nella norma di apertura della legge istitutiva delle sanzioni amministrative (art. 1, l. 24 novembre 1981, n. 681) – assicura al soggetto sanzionato di poter «contestare, tanto in punto di fatto quanto in punto di diritto, la ricorrenza delle condizioni cui la legge ricollega l'irrogazione della sanzione»<sup>67</sup>.

8. *Riflessioni conclusive.* – Dalle considerazioni che precedono possono trarsi alcune note di sintesi.

Si è sottolineato come, all'avvio dei giudizi risarcitori verso i sindaci, sia tendenzialmente svalutato il carattere concorrente della responsabilità delineata all'art. 2407, 2° co., c.c.: la condanna del sindaco, stando al tenore letterale della norma, presuppone l'accertamento di un danno causato dall'amministratore che, ove il sindaco avesse correttamente vigilato, non si sarebbe prodotto<sup>68</sup>.

Nondimeno, la responsabilità civile dei sindaci è stata al centro di un progressivo inasprimento ad opera dei Giudici: stemperata la necessità della specifica ricostruzione delle violazioni del dovere di vigilanza, le Corti hanno con frequenza condannato al risarcimento del danno i componenti dell'organo di controllo rimasti, più in generale, inerti di fronte a condotte degli amministratori improntate alla dubbia regolarità<sup>69</sup>.

È parso interessante chiedersi se di un approccio tanto severo si oda l'eco anche nel diverso contesto della responsabilità da illecito amministrativo. Giunti all'ultimo tornante dell'indagine, sembra potersi formulare una risposta affermativa al quesito: la larghezza con la quale le sanzioni sono comminate dalla Consob (e confermate dai Giudici ordinari) trova una possibile ragione nel fatto che l'illecito amministrativo non annovera il danno tra i suoi elementi costitutivi. La previsione della sanzione mira a prevenire, su un piano generale, la condotta illecita, indipendentemente dal fatto che essa proietti, sulla società e sui mercati, un evento dannoso: che l'illecito del sindaco non abbia causato danni è una circostanza che rileverà, al più, al momento della quantificazione della sanzione.

Muovendo da tale premessa sistematica i sindaci sono stati sanzionati, come si è visto, per non aver esercitato diligentemente i poteri di ispezione e controllo<sup>70</sup> o per aver omesso di segnalare all'Autorità di vigilanza irregolarità che, a loro avviso, non presentavano particolari margini di gravità<sup>71</sup>.

Le due soluzioni ora ricordate non sono sembrate persuasive per ragioni che possono essere qui rapidamente ripercorse. Da un lato, è parso di assistere all'enfaticizzazione delle prerogative ispettive del collegio sindacale, per nulla assimilabili ai compiti di più

<sup>66</sup> Cass., 25 febbraio 2020, n. 4963, in *leggiditalia.it*; Cass., 25 febbraio 2020, n. 4962, in *Società*, 2020, 999 ss., con nota di N. SOLDATI, *Comitato nomine di società quotate e obblighi di vigilanza del consiglio di sorveglianza*.

<sup>67</sup> R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società*, 2010, 981 ss.

<sup>68</sup> Cfr. R. CAMPIONE, *op. loc. ult. cit.*

<sup>69</sup> Cass., 13 giugno 2014, n. 13517, cit.; Cass., 3 luglio 2017, n. 16314, cit.

<sup>70</sup> Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, cit.

<sup>71</sup> Cass., 28 maggio 2020, n. 10074, cit.; Cass., 17 maggio 2018, n. 12110, cit.; Cass., 10 febbraio 2009, n. 3251, cit.

pervasivo controllo che l'ordinamento riserva, ad esempio, al socio accomandante<sup>72</sup>; da un altro lato, si è tentato di dimostrare come l'attribuzione ai sindaci di ambiti di discrezionalità nell'individuazione delle irregolarità da segnalare alla Consob avrebbe il merito di rendere più efficiente e meno dispersivo il flusso informativo tra il collegio sindacale e l'Autorità di vigilanza.

Un cenno ad una pronuncia recente di legittimità<sup>73</sup> in tema di relazione *ex art.* 123 *bis* t.u.f. ha costituito occasione, invece, per riflettere sulla permeabilità della potestà sanzionatoria della Consob al principio di legalità. Discostandosi da precedenti risalenti nel tempo<sup>74</sup>, il Supremo Collegio ha valorizzato il principio in questione sotto (almeno) due profili: in primo luogo, dalla sentenza si ricava che non può essere sanzionata una condotta che, quando è stata posta in essere, non costituiva un illecito amministrativo; in secondo luogo, essa ha escluso la responsabilità amministrativa dell'organo di controllo per il fatto di non aver riscontrato l'assenza, nella relazione, di elementi informativi il cui inserimento non è previsto come obbligatorio dalla legge.

È probabilmente prematuro stabilire se la pronuncia segni un'*inversione di tendenza* rispetto all'approccio severo tenuto, sin qui, verso i sindaci; è preferibile, avviandosi alla conclusione, soffermarsi sugli elementi che potrebbero forse indurre, su un piano più generale, ad un parziale ripensamento di quell'approccio.

Il collegio sindacale esercita una funzione di alta sorveglianza, che rifugge le dinamiche tipiche di un monitoraggio capillare e dalla cadenza quotidiana. È proprio il grado di complessità organizzativa della società per azioni quotata ad allontanare i sindaci da compiti di stretto controllo analitico, in favore di un avvicinamento a mansioni di vigilanza sintetica.

Tanto più la sanzione amministrativa colpisce il sindaco per non aver effettuato un atto di ispezione o per non aver registrato un'irregolarità di modica entità, tanto più rischia di scolorire l'essenza della funzione sindacale: la stessa previsione del dovere di vigilanza sull'adeguatezza degli assetti e sulle strutture della s.p.a. (artt. 2403 e 149 t.u.f.)<sup>75</sup> si pone agli antipodi dell'originaria concezione dei sindaci, incaricati dal codice di commercio del 1882 di «fare frequenti ed improvvisi riscontri di cassa non mai più lontani di un trimestre l'uno dall'altro» (art. 184, n. 3).

Si è messo in risalto, del resto, che il concetto di controllo si è emancipato «dall'accezione tradizionale di 'verifica *ex post*'», propria del diritto amministrativo, e si è evoluto in una componente «coessenziale dell'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo»<sup>76</sup>. Da tale angolazione visuale, l'istituzione degli assetti rende maggiormente tracciabili i processi interni alla società<sup>77</sup> e tenta di ridurre, in via anticipata e preventiva, le probabilità di errori<sup>78</sup>.

<sup>72</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 198.

<sup>73</sup> Cass., 7 maggio 2020, n. 8636, cit.

<sup>74</sup> Corte cost., 19 novembre 1987, n. 421, cit.; Cass., 4 settembre 2014, n. 18683, cit.

<sup>75</sup> Si vedano, almeno, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in S. AMBROSINI (a cura di), *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021*. Liber amicorum per Alberto Jorio, Bologna, 2021, 701 ss.

<sup>76</sup> P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Giur. it.*, 2013, 2175 ss.

<sup>77</sup> P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, cit., 162.

<sup>78</sup> B. LIBONATI, *L'impresa e le società*, Milano, 2004, 264.

Si avverte, in definitiva, la sensazione che la dilatazione del campo dell'illecito amministrativo porti con sé un rischio non sempre messo a fuoco: quello di non cogliere che, nell'insieme delle prerogative dei sindaci, la supervisione sui segmenti procedurali che hanno preceduto l'opzione di amministrazione occupa una posizione di primaria centralità, riservando ai controlli sugli specifici atti di gestione una collocazione secondaria, se non defilata<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> Cfr. M. RIGOTTI, *Commento sub art. 2403 c.c.*, in F. GHEZZI (a cura di), *Collegio sindacale. Controllo contabile*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 185.

# RECENTI (DIS)ORIENTAMENTI GIURISPRUDENZIALI IN TEMA DI CLAUSOLA COMPROMISSORIA SOCIETARIA

di *Pietro Boero*

La materia dell'arbitrato in ambito societario si deve spesso confrontare, da un lato, con una formulazione equivoca, ridondante o anche di dubbia validità della clausola compromissoria<sup>1</sup>, e, dall'altro, con una giurisprudenza che mostra qualche impaccio nell'affrontare la relativa tematica, rischiando di causare ulteriori incertezze nella tecnica redazionale degli statuti: il che genera correlativamente, nell'attività notarile, forti preoccupazioni per l'eventualità che vengano recepite previsioni la cui invalidità provochi conseguenze anche disciplinari per l'ufficiale rogante.

Il dibattito è particolarmente vivo a proposito della compromettibilità in arbitri di determinate controversie, e specialmente di quelle aventi ad oggetto l'impugnativa delle delibere assembleari<sup>2</sup>; ma si è arricchito in tempi recenti di sorprendenti sviluppi in tema di ambito applicativo della clausola a tutti i tipi di società, ed in particolare alla società semplice.

La Corte d'appello di Torino, infatti, con decisione sinora inedita dell'8 maggio 2020, ha dichiarato la nullità di una clausola compromissoria, di per sé correttamente formulata, in quanto contenuta nei patti sociali di una società semplice, tipo sociale cui, si sostiene, non sarebbe applicabile la disciplina dell'arbitrato societario *ex art. 34 e segg. D.Lgs. n. 5/2003*; ove fosse esatta questa tesi, sarebbero invalidi, *in parte qua*, i patti sociali di un grandissimo numero di società semplici, nelle quali l'inserimento di siffatta clausola è usuale.

L'affermazione della Corte può, come si diceva, apparire a prima vista sorprendente, ed anzi palesemente errata, poiché l'art. 34 cit. individua l'ambito di applicazione della normativa in questione con riferimento a tutti "gli atti costitutivi delle società", con la sola eccezione di quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio: cosicché si potrebbe dubitare che ci si trovi di fronte ad una svista, magari inconsapevole, dei giudici, se non fosse, tutt'al contrario, che la conclusione riferita è invece raggiunta dalla sentenza all'esito di un approfondito ed articolato *iter* argomentativo, che merita un più attento esame.

---

<sup>1</sup> Cfr., in argomento, da ultimo, l'ottima sintesi di S.A. CERRATO, *Un problema cruciale per il "buon andamento" della giustizia arbitrale societaria: la redazione della clausola compromissoria*, in *Società*, 2021, 987 ss.

<sup>2</sup> V., ad es., di recente, Trib. Milano, 26 marzo 2019, in *Giur. it.*, 2020, 882, con nota di R. DAZZA, *Compromettibilità in arbitrato delle impugnazioni di delibere assembleari*, ove viene ribadito l'orientamento che ricollega la non compromettibilità all'ipotesi di censure che coinvolgono interessi di terzi, più che al carattere assoluto ed insanabile della nullità fatta valere. E cfr. altresì, sui rapporti, anche processuali, tra arbitrato rituale e irrituale, Trib. Napoli, 30 ottobre 2020, in *Società*, 2021, 585, con nota di F. AULETTA-A. D'ANGELIS, *L'arbitrato irrituale da clausola compromissoria statutaria e "l'oggetto del giudizio [...] costituito dalla validità di delibere*.

I giudici torinesi sono ben consci del tenore letterale dell'art. 34 cit.; ma osservano che la legge delega in forza della quale è stato emanato il D.Lgs. n. 5/2003 prevede la possibilità di applicazione della nuova disciplina dell'arbitrato societario per "gli statuti delle società commerciali" (art. 12, 3° comma, l. n. 366/2001); ne segue quella che viene qualificata come un'interpretazione restrittiva dell'art. 34 cit., "che sia in linea con la legge delega, ritenendo cioè che possano prevedere in statuto l'arbitrato societario soltanto le società commerciali e non anche – oltre alle società che fanno ricorso al capitale di rischio – le società semplici e le altre società di persone che non svolgono attività commerciale".

Va rilevata in senso critico, in primo luogo, l'assai dubbia correttezza dell'affermazione, in *obiter dictum*, della Corte torinese, che identifica la nozione di "società commerciali" con quella di società che "svolgono attività commerciale" (non essendo poi chiaro se, nel pensiero dei giudici, ci si intenda riferire all'oggetto statutario – escludendo quindi dall'ambito applicativo della disposizione, ad es., le società in nome collettivo o in accomandita semplice che abbiano come oggetto l'esercizio di un'impresa agricola –, o addirittura all'oggetto effettivo, cioè all'attività concretamente esercitata, il che introdurrebbe inopinati ulteriori elementi di incertezza ricollegati alla necessità di valutare *ex post* ed in concreto la fattispecie). È ben noto, infatti, che l'espressione "società commerciali" viene abitualmente riferita non alle società che abbiano come oggetto l'esercizio di un'attività commerciale, ma a quei tipi sociali (nell'ambito delle società di persone, tutte le società con esclusione della società semplice) per i quali tale oggetto è consentito: il denunciato eccesso di delega, dunque, può tutt'al più riguardare, appunto, le società semplici (come quella della quale si discuteva nella controversia sottoposta al giudizio), ma non le altre società di persone, indipendentemente dall'oggetto di queste ultime.

Per le società semplici, invece, pare difficile poter negare la sussistenza di un contrasto tra il tenore letterale della legge delega e quello del D.Lgs. n. 5/2003. Secondo ben note nozioni istituzionali, ciò non potrebbe, per la verità, giustificare una disapplicazione diretta del disposto dell'art. 34 del D.Lgs. n. 5/2003, nella parte in cui estende implicitamente l'applicabilità della nuova normativa alle società semplici: l'eccesso di delega configura un profilo di illegittimità costituzionale, che potrà essere semmai rilevato in un giudizio davanti alla Corte costituzionale. I giudici, quindi, avrebbero potuto accogliere (o sollevare d'ufficio) la correlativa questione di legittimità costituzionale (che, infatti, era stata sollevata in subordine dalla difesa di una delle parti in causa), ma non addivenire ad un'immediata interpretazione abrogante.

La Corte torinese, invece, si è avventurata in un'ardita interpretazione restrittiva<sup>3</sup>, che suscita molte perplessità in merito ad una così estesa applicazione del paradigma dell'interpretazione costituzionalmente orientata. Questa – oltre ad essere stata inusualmente riferita non alla scelta tra possibili diverse interpretazioni di una norma in rapporto a principi sostanziali (come quello di uguaglianza o anche di ragionevolezza), ma alla violazione di regole procedurali (contrasto con la legge delega) –, pare dimen-

<sup>3</sup> Peraltro non ignota alla dottrina: v., per tutti, anche per ulteriori riferimenti, A. MAJORANO, *sub art. 34*, in *I procedimenti in materia commerciale*, a cura di G. COSTANTINO, Padova, 2005, 762; *contra*, per tutti, L. COLANTUONI, *sub art. 34*, in *La riforma del diritto societario. I procedimenti*, a cura di G. LO CASCIÒ, Milano, 2003, 436.

ticare il criterio di fondo che può giustificarla, e cioè la possibilità tecnica e semantica di diverse interpretazioni, tra cui privilegiare quella conforme alla Costituzione, ciò che invece nella fattispecie è da escludersi, in relazione all'inequivoco tenore letterale della norma. È pur vero che il brocardo *in claris non fit interpretatio* ha sempre meno fortuna tra i più raffinati esegeti del nostro complesso, e talora caotico e contraddittorio, sistema legislativo; ma è anche da porre in rilievo – al di là della considerazione che, ragionando al limite, il contrasto tra legge delega e decreto delegato potrebbe anche essere risolto a ritroso, facendo cioè prevalere un'interpretazione adeguatrice della prima e non del secondo – che l'operatore del diritto (in primo luogo, il notaio incaricato di ricevere un atto costitutivo societario) abbisogna di un quadro normativo di riferimento il più possibile univoco e definito, non potendo certamente procedere, nella stipula dell'atto che le parti gli chiedano di ricevere, a valutazioni personali circa la possibile incostituzionalità di una norma, dovuta a ragioni sia sostanziali che procedurali.

Quest'ultima considerazione vale, in ogni caso, ad escludere qualunque responsabilità che potrebbe imputarsi al notaio, per violazione dell'art. 28 della sua legge professionale, in seguito alla ricezione di un atto di società semplice, contenente una clausola compromissoria ritenuta, come nel caso di specie, nulla per i motivi sopra indicati. Ciò va ribadito, onde evitare ingiustificate insidie per questi operatori del diritto (che, è bene ricordarlo, sono per converso obbligati, sempre sotto pena di severe sanzioni disciplinari, a ricevere atti e clausole che siano conformi a legge), per i quali il tema delle clausole compromissorie societarie ha già suscitato tante incertezze e responsabilità, essendosi giunti sinanche alla formazione della ben nota giurisprudenza creativa della Suprema Corte, in tema di applicazione di sanzioni disciplinari da applicarsi sulla base di un'interpretazione della legge fatta propria dalla Cassazione ed affermata come vincolante per i casi futuri<sup>4</sup>.

Non pare necessario né opportuno, dunque, come pure da taluno suggerito, che il notaio, per sfuggire ad eventuali responsabilità, si industri a concepire, nei nuovi atti che andrà a stipulare, una clausola compromissoria il più possibile sintetica e “neutra”, che sia, cioè, astrattamente compatibile anche con un arbitrato di diritto comune: questo *escanotage*, quand'anche praticabile mediante il ricorso, all'occorrenza, a criteri applicativi suppletivi, rischia di ingenerare grave confusione ed incertezza operativa, che è l'esatto contrario di quanto un buon notaio dovrebbe fare nello svolgimento della sua attività istituzionale di c.d. adeguamento della volontà delle parti.

La sentenza qui in commento affronta altresì la questione della possibilità di salvare la validità della clausola compromissoria sottoposta al suo esame, intendendola come riferita ad un arbitrato di diritto comune, sulla base del principio di conservazione del contratto *ex art. 1367 c.c.*, ovvero della conversione *ex art. 1424 c.c.* La prima di tali impostazioni è controbattuta sulla base della considerazione secondo cui non sono ammissibili, neppure in funzione conservativa, interpretazioni sostitutive della reale volontà delle parti, laddove quest'ultima emerga con chiarezza dal tenore letterale del negozio: considerazione in sé condivisibile, e conforme a giurisprudenza, ma che testimonia in maniera singolare, con riferimento alla materia contrattuale, un *habitus*

---

<sup>4</sup> Su questa eterodossa impostazione, fatta propria dalla decisione n. 15892 del 20 luglio 2011 della Cassazione (proprio in tema di clausola compromissoria nelle società di persone), v., per tutti, anche per ulteriori riferimenti, A. FUSARO, *Art. 28*, in *La legge notarile*, a cura di P. BOERO-M. IEVA, Milano, 2014, 243 ss.

mentale, nell'attività ermeneutica, attento al dato letterale quando sia inequivoco, esattamente opposto rispetto a quello adottato, e più sopra riferito, nell'interpretazione delle norme di legge.

La configurabilità di una conversione è invece negata sulla base di una più articolata considerazione: la conversione presuppone, ex art. 1424 c.c., che la clausola nulla contenga i requisiti di sostanza e di forma della diversa clausola che le parti avrebbero voluto, se fossero state a conoscenza della nullità; nel caso di specie, ciò non si sarebbe verificato, perché la clausola non prevedeva espressamente la nomina degli arbitri né stabiliva il numero di essi e il modo di nominarli (come richiesto dall'art. 809, 2° comma, c.p.c.), limitandosi ad un rinvio *per relationem* al Regolamento della Camera arbitrale del Piemonte, peraltro non prodotto in atti da alcuna delle parti (il che, quindi, non consentiva di controllare che attraverso le disposizioni del Regolamento fosse assicurato il presupposto indefettibile per la validità della clausola compromissoria, sancito dall'art. 809 cit.).

Il ragionamento dei giudici torinesi non è, in tali termini, facilmente condivisibile. Va osservato, in primo luogo, che in caso di mancanza delle indicazioni di cui al 2° comma dell'art. 809 c.p.c. entra in gioco il criterio suppletivo di cui al 3° comma della stessa norma, per cui non si vede come possa ravvisarsi una sorta di obbligo di indicazione espressa, nella clausola, di quanto previsto dal 2° comma dell'art. 809 (norma invocata, evidentemente, sul presupposto di un'ipotetica conversione in arbitrato di diritto comune<sup>5</sup>, in luogo, quindi, del più restrittivo criterio suppletivo di cui all'art. 34, 2° comma del D.Lgs. n. 5/2003<sup>6</sup>). D'altro canto, l'ammissibilità del rinvio ad un regolamento arbitrale preconstituito è espressamente sancita dall'art. 832 c.p.c.<sup>7</sup>, ed in tale contesto il contenuto del regolamento, quand'anche non lo si ritenga soggetto al principio *iura novit curia* (trattandosi di normativa di contenuto regolamentare emanata non direttamente da un ente pubblico, quale potrebbe essere la Camera di Commercio, ma da un organismo infraordinato di dubbia collocazione strutturale, quale la Camera arbitrale), potrebbe tuttavia essere qualificato come fatto notorio ex art. 115, 2° comma, c.p.c., in ragione della sua diffusione e facile reperibilità anche tramite i consueti mezzi di informazione telematica.

---

<sup>5</sup> La tesi del "doppio binario" (possibilità di conversione dell'arbitrato endosocietario in arbitrato di diritto comune) è, come noto, energicamente negata dalla giurisprudenza laddove si intendano sanare profili di nullità connessi con esigenze di ordine pubblico, quale la nomina dell'arbitro da parte di soggetto estraneo alla società, tale da garantire l'imparzialità della decisione (cfr., ad es., Cass., 16 aprile 2018, n. 9344, in *Rep. Foro it.*, 2018, voce *Arbitrato*, n. 66): ma è discutibile che l'inapplicabilità dell'arbitrato endosocietario alla società semplice possa ricollegarsi ad esigenze di questo tipo, risultando, anzi, in linea di principio ingiustificata una differenziazione sotto tale profilo rispetto alle altre società di persone.

<sup>6</sup> Secondo cui "la clausola deve prevedere il numero e le modalità di nomina degli arbitri, conferendo in ogni caso, a pena di nullità, il potere di nomina di tutti gli arbitri a soggetto estraneo alla società. Ove il soggetto designato non provveda, la nomina è richiesta al presidente del tribunale del luogo in cui la società ha la sede legale". Va comunque rilevato, a tale proposito, che, anche qui in non perfetta coincidenza con il disposto della legge delega, la sanzione di nullità è prevista solo per l'omessa indicazione del terzo estraneo cui è conferito il potere di nomina, ipotesi cui tutt'al più potrebbe equipararsi la mancata indicazione delle modalità di nomina laddove risultasse del tutto oscuro il procedimento di designazione (v., sul punto, fra gli altri, S. SANZO, *sub artt. 34-37 d. lgs. 5/2003*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, Torino, 2004, 2984 ss.).

<sup>7</sup> Sulla possibilità di determinare *per relationem* l'organo arbitrale e le regole da applicarsi all'arbitrato, v. App. Torino, 20 luglio 2018, in *Giur. arb.*, 2020, 40.



Sotto il profilo redazionale, può ritenersi in ogni modo più che opportuna, onde evitare contestazioni del tipo di quelle sopra accennate, una formulazione della clausola compromissoria che non si limiti ad un rinvio *tout court* ad un regolamento preconstituito, ma contenga espressamente numero e modalità di nomina degli arbitri. Può sorgere il dubbio se, al fine di modificare in tal senso una clausola generica in precedenza inserita nei patti sociali di una società semplice (o comunque di adottare una sua nuova versione), sia sufficiente la maggioranza dei due terzi del capitale, prevista dal 6° comma dell'art. 34 D.lgs. n. 5/2003, con riferimento testuale alle modifiche dell'atto costitutivo, introduttive o soppressive di clausole compromissorie. La norma ora citata (da coordinare ulteriormente, in ogni caso, con l'art. 41 del D.lgs. n. 5/2003 per le società preesistenti alla sua entrata in vigore) pare, in realtà, dettata nell'ottica di prevedere una maggioranza rafforzata, evidentemente applicabile alle società di capitali, in considerazione dell'importanza del contenuto della clausola ed in correlazione con il tipico rimedio (il recesso) previsto in tali ambiti societari per i soci assenti o dissenzienti; è preferibile, dunque, ritenere che per le società semplici continui a valere l'ordinario principio di modificabilità del contratto sociale solo col consenso unanime dei soci, salva l'applicabilità del *quorum* rafforzato ove i patti sociali prevedessero, ex art. 2252 c.c., una modificabilità a maggioranza di capitale con un *quorum* inferiore.

## IL DIRITTO DI RECESSO E LE MODIFICAZIONI DELLA CLAUSOLA COMPROMISSORIA STATUTARIA

di Marco D'Arrigo

Nell'articolo pubblicato sulla *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile* nel 2013, poi ripreso nello scritto *Il nuovo arbitrato societario nel contesto della riforma dell'arbitrato di diritto comune*, in *Arbitrato. Profili di diritto sostanziale e di diritto processuale* e da ultimo nel volume *Impresa, società di capitali, mercati finanziari* del 2017, Paolo Montalenti mette in evidenza un profilo critico scaturito dalla previsione dell'art. 34, comma 6, del decreto legislativo n. 5 del 2003: «[l]'introduzione e la soppressione della clausola – scrive l'Onorato – sono espressamente regolate (...) in punto di a) maggioranza qualificata e di b) diritto di recesso di assenti o dissenzienti»<sup>1</sup>.

La domanda che viene posta – oltre al problema degli astenuti su cui la norma tace – è «se la modificazione della clausola sia da attrarsi alla medesima disciplina». Sul punto opera una distinzione “tra modificazioni meramente procedurali” (tra le quali indica: arbitro unico/collegio arbitrale; ente nominante; termini per l’emanazione del lodo), che non ritiene siano «*ascrivibili estensivamente alla disciplina legale*» e “modificazioni strutturali” (tra le quali pone: estensione delle controversie ad amministratori e sindaci; esclusione dell’arbitrabilità delle controversie relative a delibere assembleari; “trasformazione” dell’arbitrato da rituale a irrituale) che, a parere del Maestro, «*devono equipararsi all'introduzione o alla soppressione della clausola*».

La formulazione della previsione legislativa contenuta all'art. 34, comma 6, del decreto legislativo n. 5 del 2003 pone innanzitutto diverse questioni in ordine al *quorum* previsto per deliberare la modifica della clausola ed altrettanti interrogativi possono sorgere con riferimento alla devoluzione in arbitrato delle liti riguardanti il diritto di recesso, oltre a sollevare dubbi con riferimento alle conseguenze delle modificazioni della clausola compromissoria (*rectius*: alla sua introduzione, soppressione o modificazione).

Il presente breve scritto non intende soffermarsi su tutti i menzionati punti, ma unicamente prendere in esame l'ultimo di tali aspetti e cioè quello inerente alle questioni relative alle modificazioni della clausola compromissoria statutaria e all'eventuale diritto di recesso che ne può conseguire.

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *L'arbitrato societario: appunti*, in *Riv. trim. dir. proc.*, 2013, 1285, riprodotto in ID., *Il nuovo arbitrato societario nel contesto della riforma dell'arbitrato di diritto comune*, in G. ALPA, V. VIGORITI (a cura di), *Arbitrato. Profili di diritto sostanziale e di diritto processuale*, Milano, 1015 e ripreso in ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 377. Secondo l'A. rientrano nel primo gruppo le modificazioni relative alla composizione dell'organo arbitrale (arbitro unico o collegio), all'ente nominante e ai termini per l'emanazione del lodo; sono da annoverare nella seconda categoria le modifiche concernenti l'estensione del procedimento arbitrale alle controversie tra amministratori e sindaci, l'esclusione dell'arbitrabilità delle controversie relative a delibere assembleari e la trasformazione dell'arbitrato da rituale a irrituale.

A tale profilo, inoltre, si lega un ulteriore elemento d'indagine non meno rilevante, che riguarda il caso di una successiva variazione statutaria volta ad introdurre, sopprimere o modificare una convenzione arbitrale e la sua rilevanza «*sui procedimenti arbitrali in corso oppure sul processo giudiziale, alla luce della generale previsione dell'art. 5 c.p.c.*»<sup>2</sup>.

Ai sensi dell'art. 34, comma 6, del decreto legislativo n. 5 del 2003, «*[l]e modifiche dell'atto costitutivo, introduttive o soppressive di clausole compromissorie, devono essere approvate dai soci che rappresentino almeno i due terzi del capitale sociale. I soci assenti o dissenzienti possono, entro i successivi novanta giorni, esercitare il diritto di recesso*». La disposizione si caratterizza sotto due profili distinti ma collegati: da un lato viene richiesta una maggioranza qualificata, pari ai due terzi del capitale, per approvare l'introduzione o la soppressione della clausola compromissoria nell'atto costitutivo (o nello statuto<sup>3</sup>) delle società; dall'altro, al socio assente o dissenziente<sup>4</sup> è garantito il diritto di recedere<sup>5</sup> nei novanta giorni successivi alla modifica statutaria<sup>6</sup>. È stato, infatti, più in generale, osservato che «*il recesso funge in primo luogo da "correttivo" al potere della maggioranza di introdurre determinate modificazioni dell'atto costitutivo*»<sup>7</sup>.

<sup>2</sup> E. GABELLINI, *Arbitrato societario*, in L. SALVANESCHI, A. GRAZIOSI (a cura di), *L'Arbitrato*, Milano, 2020, 805. Si veda anche E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Arbitrato societario*, in F. CARPI (diretto da), *Arbitrati speciali*, Bologna, 2016, 120.

<sup>3</sup> Cfr. F.P. LUISO, *Appunti sull'arbitrato societario*, in *Riv. dir. proc.*, 2003, 705. L'A. osserva che «*[d]al punto di vista letterale, la rubrica dell'art. 34 parla di "clausole compromissorie statutarie", mentre il testo del primo comma dello stesso articolo parla di "atti costitutivi delle società"*». Nota lo stesso A. come tale differenza non sembri rilevante, ma allo stesso tempo segnala che l'art. 2328, comma 3, c.c. prevede oggi espressamente la prevalenza delle clausole statutarie su quelle inserite negli atti costitutivi delle società.

<sup>4</sup> Cfr. S.A. CERRATO, *Arbitrato societario: è tempo di una riforma*, in *Riv. arb.*, 2015, 611 ss. (spec. a p. 620), il quale propone di «*modificare l'espressione attuale "soci assenti o dissenzienti" per uniformarla con la disciplina generale del recesso societario (art. 2437 e 2473 cod. civ. "soci che non hanno concorso alla deliberazione")*».

<sup>5</sup> Da un punto di vista comparatistico, si noti che in Spagna la normativa presenta caratteristiche simili alla legislazione italiana; infatti, l'art. 11 bis, rubricato *Arbitraje estatutario*, della Ley 60/2003 e successive modificazioni e integrazioni stabilisce che la (sola) introduzione di una clausola compromissoria è sottoposta alla maggioranza rafforzata «*de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las acciones o a las participaciones en que se divida el capital social*». Tuttavia, la normativa spagnola attualmente vigente non riconosce il diritto di recesso ai soci assenti e dissenzienti.

<sup>6</sup> Cfr. E. DALMOTTO, *L'arbitrato nelle società*, Torino, 2013, 84-85, il quale, ricordando come la Corte Costituzionale si sia più volte espressa contro forme di arbitrato obbligatorio, afferma che «*[l]a possibilità di recesso, consentendo al socio assente o dissenziente di sottrarsi, uscendo dalla società, alla sopravvenuta soggezione alla clausola compromissoria non gradita, mantiene quindi la normativa nel solco della costituzionalità*». Sul punto v. Trib. Verona, 12 aprile 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 633 ss., con nota di N. SOLDATI, *Adeguamento della clausola compromissoria statutaria e diritto di recesso del socio*, 637 ss., in cui l'A. (spec. p. 641) osserva che «*qualche dubbio di costituzionalità è stato sollevato in dottrina relativamente all'introduzione o soppressione a maggioranza di una clausola compromissoria*». Cfr. inoltre p. 641, spec. nt. 12, in cui l'A. afferma «*potrebbe sembrare ingiusto costringere un socio che è parte di una compagine sociale il cui statuto non contiene una clausola compromissoria a sottoporsi al giudizio di arbitri, poiché così vuole la maggioranza, ove questo non voglia recedere dalla società*». Per tale prospettiva v. anche G. RUFFINI, *La riforma dell'arbitrato societario*, in *Corr. giur.*, 2003, 1524 ss.

<sup>7</sup> Cfr. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, in G. COTTINO (diretto da), V, 1, Padova, 2007, 158 ss., ove l'A. (spec. a p. 159, nt. 6), con riferimento alla società a responsabilità limitata, osserva che nell'art. 34 del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5 «*il legislatore si riferisce ai soci assenti o dissenzienti, ma la formula (...) dovrà essere ricondotta ai soci che non hanno consentito*». In questo modo ricomprendendo correttamente sia i soci che non hanno partecipato alla decisione, sia quelli contrari, sia gli astenuti.

Ovviamente l'autonomia delle parti in questo ambito non conosce limiti e pertanto, oltre a decidere di inserire o di eliminare la clausola arbitrale da uno statuto, i soci possono anche scegliere di modificarne il contenuto.

La norma nulla dice però con riferimento alla mera modificazione della clausola compromissoria già presente in statuto. Su tale aspetto si possono individuare in dottrina due contrapposte opinioni formatesi all'indomani dell'entrata in vigore della disciplina dell'arbitrato societario.

Vi è una prima corrente che, sulla base del dato letterale della norma, e di un approccio formalistico, rigidamente legato alla *littera legis*, nega che le modifiche di clausole preesistenti siano da ricomprendere nella disciplina di cui all'art. 34, in virtù dell'impossibilità di equiparare queste ultime all'introduzione o alla soppressione di una clausola<sup>8</sup>.

Una tesi differente sostiene, invece, la legittimità dell'applicazione della norma in commento anche alle modifiche delle clausole compromissorie, sulla scorta dei principi di tutela che hanno ispirato il legislatore delegato del 2003. In presenza di modifiche particolarmente incisive – secondo tale impostazione – sorgerebbe in capo al socio dissenziente o assente il diritto di recedere dalla società<sup>9</sup>.

Nell'assai ridotta giurisprudenza ordinaria rinvenibile in tema si è affermato che «[a]ll'introduzione di una clausola compromissoria può essere equiparato il significativo ampliamento dell'oggetto di una clausola compromissoria già esistente (che equi-

<sup>8</sup> Cfr. V. SALAFIA, *Alcune questioni di interpretazione del nuovo arbitrato societario*, in *Soc.*, 2004, 1459. L'A. nota come la mera modifica della clausola non possa essere intesa nel senso di introdurre una nuova disposizione statutaria, ma solo di un mutamento delle regole preesistenti, con la conseguenza che «la maggioranza necessaria per la suddetta modificazione sarà quella ordinaria chiesta dall'art. 2436 c.c. per le modificazioni dello statuto sociale. In secondo luogo, il socio assente o dissenziente non avrà diritto recedere dalla società, perché la modificazione non cambierà il regime di risoluzione delle controversie, oggetto della vecchia clausola statutaria, ma solo le modalità di funzionamento e di efficacia». Cfr. sul punto F. SANTAGADA, *L'arbitrato e la conciliazione*, in M. GIORGETTI, M.A. ZUMPARO, E. D'ALESSANDRO, F. SANTAGADA (a cura di), *Il nuovo processo societario. I decreti di correzione e la prima fase applicativa*, Milano, 2006, 272, secondo cui l'applicazione delle maggioranze ordinarie si fonderebbe sul «[venir meno del]le ragioni di allontanamento dalle ordinarie regole maggioritarie [...] connesse all'incidenza della deliberazione sulle modalità (giurisdizionali o arbitrali) per fare valere i diritti controversi».

<sup>9</sup> Cfr. in tal senso L. BOGGIO, *Modalità illecite di nomina degli arbitri societari tra clausole preesistenti e procedimenti pendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, 473; F. CARPI, *Profili dell'arbitrato in materia di società*, in *Riv. arb.*, 2003, 421; S.A. CERRATO, *op. loc. ult. cit.*; F. CORSINI, *L'arbitrato nella riforma del diritto societario*, in *Giur. it.*, 2003, 1292 (nt. 82); E. DALMOTTO, *op. cit.*, 88-89; N. SOLDATI, *Le clausole compromissorie nelle società commerciali*, Milano, 2005, 56; M. IRRERA e M.S. CATALANO, *I limiti soggettivi e oggettivi di operatività della clausola compromissoria statutaria*, in G. ALPA, V. VIGORITI (a cura di), *Arbitrato. Profili di diritto sostanziale e di diritto processuale*, Milano, 2013, 1061-1062 (spec. a nt. 150). Gli A., notando che alcune modifiche possono essere impattanti ed investire aspetti centrali dell'accordo fra i soci, ritengono legittima l'assimilabilità della modifica all'introduzione di una nuova clausola compromissoria; E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Arbitrato societario*, cit., 121; v. anche ID., *Recenti sviluppi nella giurisprudenza dell'arbitrato societario*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 244. L'A. afferma che «[l]a ratio dell'art. 34 cit. è quella, evidentemente, di sottrarre il socio dissenziente dell'obbligo di arbitrato, in rispetto dell'art. 24 cost., per cui, nel dubbio, occorre adottare l'interpretazione maggiormente rispettosa del canone costituzionale: è coerente ritenere che la scelta arbitrale già effettuata per determinate categorie di liti non significhi obbligo di accettare siffatta scelta anche per ulteriori rapporti giuridici, in origine esclusi. Diverso è, invece, il caso in cui le parti si limitino a variare alcune caratteristiche dell'arbitrato già scelto in origine».

vale ad una introduzione di clausola per le materie nuove) con la conseguenza che il socio assente o dissenziente può esercitare il diritto di recesso contemplato dall'art. 34, comma 6, d.lg. n. 5 del 2003»<sup>10</sup>.

La tematica ha interessato anche alcune pronunce arbitrali.

In un primo caso, un Collegio di Arbitri, nell'ambito di una decisione concernente l'ampliamento dei limiti oggettivi della clausola compromissoria statutaria (estesa alle controversie con gli organi sociali non inizialmente ricomprese nel suo perimetro), non ha ritenuto necessario soffermarsi sull'applicazione in via di analogia della disposizione di cui all'art. 34, comma 6 del decreto legislativo n. 5 del 2003, alle mere modifiche, considerando che «nella fattispecie in esame non si [fosse] in presenza di una delibera assembleare modificativa di una clausola compromissoria, ma di una vera e propria modifica statutaria "introduttiva" di una nuova clausola compromissoria»<sup>11</sup>. In altre parole, il Collegio arbitrale ha ritenuto che la modifica della preesistente clausola statutaria fosse da intendersi come soppressione del precedente accordo fra i soci e contestuale introduzione di un nuovo patto compromissorio<sup>12</sup>.

Gli Arbitri hanno optato per la rigida applicazione dell'art. 34, comma 6, del decreto legislativo n. 5 del 2003, che – come si è detto – fa esclusivamente riferimento all'introduzione e alla soppressione della clausola arbitrale per consentire l'esercizio del diritto di recesso del socio assente o dissenziente. A tale decisione il Collegio è dunque pervenuto, aderendo – nel senso sopra indicato – alla lettera dell'art. 34, che accorda la facoltà di recesso ai soci che non abbiano concorso all'approvazione delle delibere che comportano “modifiche dell'atto costitutivo, introduttive o soppressive di clausole compromissorie”.

In un secondo caso, invece, un altro Collegio arbitrale<sup>13</sup> ha sostenuto che il socio assente non avesse il diritto di recedere dalla società sulla base di una deliberazione assembleare di sostituzione – all'interno della clausola compromissoria – dell'arbitrato rituale con quello irrituale e dell'arbitro “collegiale” con quello “monocratico”, non presentando tali modifiche carattere innovativo (o soppressivo<sup>14</sup>) rispetto alla prece-

<sup>10</sup> Trib. Verona, 12 aprile 2005, cit., 633.

<sup>11</sup> Lodo (RESCIGNO, COSTI, DE NOVA – Arbitri), Verona, 14 marzo 2008, in *Riv. arb.*, 2008, 109 ss., con nota di G. TERRANOVA, *Recesso del socio a seguito di modifica statutaria introduttiva o soppressiva di clausola compromissoria*, 116 ss. e in C. CONSOLO, G. GUIZZI, I. PAGNI (a cura di), *Le società nel processo. Spiegazioni di diritto societario e processuale attraverso la giurisprudenza*, con nota di L. PENASA, *Il recesso del socio nel caso di modifica della clausola compromissoria statutaria e il (non possibile) coordinamento tra giudizi dipendenti instaurati davanti agli arbitri*, 289 ss.

<sup>12</sup> *Contra v. S. BOCCAGNA, S. IZZO, Commento sub art. 34*, in M. BENEDETTELLI, C. CONSOLO, L. RADICATI DI BROZOLO (a cura di), *Commentario breve al diritto dell'arbitrato nazionale ed internazionale*, Milano, 2017, 496-497; anche L. PENASA, *op. loc. ult. cit.*, critica l'iter argomentativo del Collegio, proponendo, invece, per l'applicazione in via analogica della norma anche in caso di modifica della clausola compromissoria originaria.

<sup>13</sup> Lodo (BORGNA, D'IMPERIO, CORICA – Arbitri), Novara, 27-28 ottobre 2010, in *Giur. it.*, 2011, 2591 ss., con nota di L. BOGGIO, “Modificazione” di clausole arbitrali statutarie: un nuovo caso di recesso?, 2593 ss. (da cui si cita) e in *Giur. comm.*, 2012, II, 825, con nota di G.B. RIZZARDO, *Mutamento del tipo di arbitrato statutario e recesso del socio di società di capitali*, 827 ss.

<sup>14</sup> La specificazione sembra opportuna in quanto, nel prevedere il diritto di recesso non soltanto a fronte dell'introduzione del patto compromissorio, ma anche dinanzi alla sua eliminazione, il legislatore ha inteso equiparare la deroga alla giurisdizione statale alla sua reviviscenza, considerando ugualmente meritevole di tutela la posizione del socio non assenziente nell'uno come nell'altro caso. Cfr. G.B. RIZZARDO, *op. cit.*,

dente disposizione statutaria<sup>15</sup>, già contenente una previsione della deroga alla giurisdizione ordinaria.

Secondo gli Arbitri, il mutamento della natura dell'arbitrato – da irrituale a rituale – integrerebbe gli estremi di una mera “modificazione” della clausola compromissoria, e non anche di una “soppressione” della precedente clausola compromissoria, mediante l'introduzione di una “nuova”.

Se non si può negare che alcune modifiche di clausole già presenti negli statuti siano prive di quell'elemento innovativo – che può a sua volta scindersi in elemento di tipo introduttivo o soppressivo a seconda dei casi – si può sostenere, coerentemente con quanto sopra esposto, che alcuni mutamenti potrebbero essere ricompresi nell'ambito di operatività della norma, con la conseguenza di riconoscere in capo al socio assente o dissenziente il diritto di recedere: si pensi al caso di modifica dell'identità del soggetto cui compete la nomina degli arbitri, o delle materie arbitrabili, oppure, diversamente dalla statuizione del Lodo *ult. cit.*, del tipo di arbitrato<sup>16</sup>. In sostanza, gli interventi modificativi, quando determinino, con riferimento alla tutela giurisdizionale (*rectius*: alla deroga della giurisdizione statale in favore di quella privata), un mutamento dei diritti dei soci, dovrebbero ricadere nell'ambito di operatività della norma<sup>17</sup>, consentendo pertanto il diritto di *exit* al socio assente o dissenziente.

Alcune modifiche della convenzione d'arbitrato (come, ad esempio, il mutamento della clausola compromissoria che prevede la devoluzione delle liti ad un arbitro unico con arbitrato amministrato in una clausola che prevede un arbitrato *ad hoc* con colle-

---

831 ss. Secondo l'A. «[i]l diritto di exit è riconosciuto, in altre parole, al socio che non condivide la scelta di modificare il tipo di tutela. (...) specialmente nella dialettica societaria, laddove la tutela dei diritti gioca, tra l'altro, un ruolo di primissimo piano nel senso di rendere effettivo il controllo, da parte della minoranza, sull'operato della maggioranza, le regole in forza delle quali il processo si svolge debbono essere predeterminate e condivise da tutti i soggetti in grado di divenirne, anche solo in potenza, parte: la scelta dello strumento di tutela approntato per la risoluzione delle liti endosocietarie, qualunque esso sia, deve dunque sorreggersi, nell'ottica del legislatore, su di una condivisione unanime, ché, se così non fosse, si porrebbe ad attribuire alla maggioranza il potere di dettare unilateralmente le “regole del gioco” o di individuare il soggetto chiamato a dettarle, con il rischio che tali regole siano più favorevoli ai soci che le impongono. Per un corretto ed equilibrato funzionamento dello strumento di tutela, in definitiva, è necessario che anche la minoranza sia chiamata a condividerne le forme essenziali, e se non si può, per le spinte provenienti dal sistema, snaturare la portata del principio maggioritario, disapplicandolo in favore dell'unanimità, nel caso di modificazioni dello statuto riguardanti la clausola compromissoria, occorre prevedere il contrappeso del diritto di exit in capo al socio che tali modifiche non condivide».

<sup>15</sup> Lodo (BORGNA, D'IMPERIO, CORICA – Arbitri), Novara, 27-28 ottobre 2010, cit., 2591-2592.

<sup>16</sup> Cfr. E. DALMOTTO, *op. loc. ult. cit.*; M. IRRERA, M.S. CATALANO, *op. loc. ult. cit.*

<sup>17</sup> Secondo G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 832, «[...] allorché le modifiche incidano sensibilmente sulle forme dello strumento di tutela, si da risolversi, in sostanza, nell'introduzione di una nuova clausola mediante la soppressione della vecchia, l'art. 34, comma 6° è suscettibile di trovare applicazione estensiva, autorizzando il socio non assenziente a recedere». In tal senso potrebbe argomentarsi che la modifica della clausola compromissoria statutaria, che importi l'estensione del termine pattiziamente concordato per la pronuncia del lodo, abbia una natura innovativa tale da consentire al socio il diritto di recedere. Sul punto, pur non registrandosi indirizzi giurisprudenziali, pare utile segnalare la sentenza Cass., 19 gennaio 2015, n. 744, in *Riv. arb.*, 2015, 513, con nota di L. SALVANESCHI, *Sul termine per la pronuncia del lodo, sulla sua disponibilità e sulla validità della previsione di un termine “mobile”*, 515 ss., che ha statuito che le parti possono stabilire un termine per la pronuncia del lodo più ampio rispetto a quello previsto dalla legge, ma non possono rinunciarvi del tutto, prorogando *sine die* il procedimento stesso.

gio) possono avere conseguenze certamente più impattanti – anche da un punto di vista prettamente economico – per i soci rispetto ad altre.

Sul punto, dunque, pare senz'altro preferibile un approccio alla materia che prenda in considerazione, caso per caso<sup>18</sup>, le singole modificazioni, distinguendosi, ai fini dell'applicazione (o meno) della disciplina di cui all'art. 34, comma 6 del decreto legislativo n. 5 del 2003, tra «*modificazioni meramente procedurali [...] che non sono ascrivibili estensivamente alla disciplina legale e le modificazioni strutturali che [...] devono equipararsi all'introduzione o alla soppressione della clausola*»<sup>19</sup>.

Il comma 6 dell'art. 34 ha dunque dato luogo ad incertezze interpretative e le opinioni sull'ampiezza di questo diritto di recesso – come si è visto – sono diversificate; è possibile svolgere ancora alcune osservazioni.

Come accennato, la decisione del Collegio arbitrale da ultimo citata<sup>20</sup> sceglie di esentare la fattispecie in esame dall'applicazione dell'art. 34, comma 6 e di escludere sia la maggioranza qualificata necessaria, in base a tale norma, per l'adozione della deliberazione modificativa dell'atto costitutivo, sia il recesso del socio che tale delibera non abbia concorso ad approvare.

In altre parole, quindi, secondo l'orientamento condiviso da questa pronuncia, la modificazione della natura dell'arbitrato (che ha visto il passaggio da irrituale a rituale) e quella del numero degli arbitri (che sono passati da un solo arbitro, giudice monocratico, ad un collegio di tre arbitri) non devono essere approvate da una maggioranza di due terzi del capitale sociale e non danno luogo ad ipotesi di recesso.

Come è stato osservato, «[s]ullo sfondo del ragionamento seguito dagli Arbitri si staglia, in particolare, un argomento, dal quale discende de plano la soluzione adottata: secondo il Collegio, infatti, non vi sarebbe alcuna apprezzabile differenza, sotto il profilo sistematico, tra arbitrato rituale ed irrituale, essendo le due forme assimilabili sia per la loro matrice interamente negoziale, sia per l'assenza di potestà di imperio che caratterizza, nell'uno come nell'altro caso, l'operato degli arbitri; caratteristiche, queste, che – sempre secondo il Collegio – qualificherebbero l'arbitrato come ontologicamente alternativo alla giurisdizione statale, a prescindere dalle forme attraverso le quali lo stesso si svolge»<sup>21</sup>.

E quindi «l'unica modifica suscettibile di determinare l'applicazione dell'art. 34, comma 6° d. lgs. n. 5 del 2003 sarebbe quella che cagioni il passaggio dall'azione or-

<sup>18</sup> In senso conforme S.A. CERRATO, *La clausola compromissoria nelle società. Profili sostanziali*, Torino, 2012, 82; v. altresì R. RORDORF, *Note in tema di arbitrato societario*, in *Riv. arb.*, 2021, 460-461. Più perplessa appare E. GABELLINI, *op. cit.*, 805 ss., la quale afferma che «la disposizione qui esaminata non tratta, infine, l'ipotesi della mera modifica della clausola compromissoria, ovvero del suo emendamento che non si traduce in una soppressione o in una introduzione. Dunque, è necessario chiedersi se a tale fattispecie debba applicarsi la regola imposta dall'art. 34, comma 6». L'A., richiamando la distinzione operata da P. MONTALENTI (cfr. nt. 1) e la scarsa giurisprudenza in materia, sottolinea «che l'adozione di un criterio volto a calibrare le singole modifiche sia fonte di incertezze esegetiche». Per tale prospettiva v. anche G. DELLA PIETRA, *La clausola compromissoria*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 1, Torino, 2006, 221; F. GENNARI, *L'arbitrato societario*, Padova, 2009, 108.

<sup>19</sup> P. MONTALENTI, *L'arbitrato societario: appunti*, cit., 1285; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 377; ID., *L'arbitrato delle società*, cit., 1015.

<sup>20</sup> Cfr. *supra* nt. 13.

<sup>21</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 828. In argomento v. anche D. AMADEI, N. SOLDATI, *Il processo societario*, Milano, 2003, 145.

*dinaria al giudizio arbitrale o viceversa e non anche quella che si limiti ad incidere sulle forme del procedimento arbitrale, una volta che i soci abbiano già optato per escludere la giurisdizione statale»<sup>22</sup>.*

Il tema è evidentemente molto delicato, soprattutto per le conseguenze che derivano dalla scelta che viene posta in essere.

E, come si è riportato, la questione sottoposta al vaglio del Collegio nel 2010 aveva destato sin dall'inizio un interesse nella dottrina, già a partire dai primi commenti all'art. 34 del decreto legislativo n. 5 del 2003.

Oltre all'orientamento che è stato seguito dagli Arbitri nel Lodo ultimo citato<sup>23</sup>, «*che propugna un'interpretazione restrittiva del testo della norma, attribuendo dignità di causa di recesso ai soli due estremi della introduzione e della soppressione tout court della clausola compromissoria*»<sup>24</sup>, come si è accennato, si è avanzata un'opinione del tutto contraria; ed è quella in base alla quale si tende ad estendere «*la disposizione anche a [certe] modificazioni della clausola compromissoria più o meno apparentemente estranee al suo spettro applicativo*»<sup>25</sup> e cioè a quasi tutte le modifiche sostanziali ovvero strutturali che vengono apportate alla clausola, come lucidamente sintetizzato da Paolo Montalenti<sup>26</sup>.

Senza dilungarsi nei rivoli interpretativi in seno a quest'ultimo orientamento, si può porre in luce che «*le posizioni dei singoli autori appaiono variamente articolate: vi è infatti chi ritiene che tutte le modifiche apportate alla clausola debbano essere ricomprese nell'ambito applicativo della norma e vi è, per contro, chi propugna un'esegesi più sfumata, sostenendo che la norma debba applicarsi alle sole modificazioni più "rilevanti" avuto riguardo all'impatto sui diritti dei soci*»<sup>27</sup>.

Da questo punto di vista – come osservato – la maggior parte degli studiosi tende ad includere la modificazione della natura dell'arbitrato tra quelle ritenute rilevanti, con la conseguenza del diritto di recesso del socio per il caso di cambiamento da arbitrato irrituale a rituale e viceversa; esattamente al contrario di quanto stabilito dal citato Collegio dell'ottobre 2010.

In altre parole sembra possibile affermare – secondo questo orientamento – che la variazione della natura dell'arbitrato, che certamente è rilevante soprattutto per le conseguenze del giudizio arbitrale, della decisione finale, dell'eventuale fase di impugnazione e di quella dell'esecuzione è stata considerata invece irrilevante sotto il profilo della modificazione nei diritti e nella tutela in capo ai soci che non l'hanno scelta e quindi per la quale non necessitava l'approvazione con la maggioranza qualificata di cui all'ultimo comma dell'art. 34 del decreto legislativo n. 5 del 2003, né dava diritto al recesso.

La “novità” di passare dall'arbitrato irrituale a quello rituale, e viceversa, è correlata alle divergenze sussistenti tra i due tipi di arbitrato societario, che qualificano l'arbi-

<sup>22</sup> *Ibid.*

<sup>23</sup> Cfr. *supra* nt. 13.

<sup>24</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 829; cfr. V. SALAFIA, *op. cit.*, 1457 ss.

<sup>25</sup> *Ibid.*

<sup>26</sup> P. MONTALENTI, *L'arbitrato societario: appunti*, cit., 1285; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 377; ID., *L'arbitrato delle società*, cit., 1015.

<sup>27</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 829.



trato contrattuale (irrituale) quale *tertium genus*, alternativo sia alla giurisdizione statale sia alla giustizia privata nella sua forma rituale<sup>28</sup>.

La modifica dell'atto costitutivo in tal senso (cioè che va ad incidere sulla natura dell'arbitrato) è assimilabile alla soppressione di una preesistente clausola compromissoria in favore dell'introduzione di una nuova clausola, del tutto diversa da quella di prima, e che quindi legittima il socio, che non abbia prestato il proprio assenso alla modifica statutaria medesima, a recedere dalla società<sup>29</sup>. Si è infatti sostenuto che «*come con l'introduzione dell'arbitrato (...) la società si dota di uno strumento di tutela nuovo e diverso rispetto alla giurisdizione ordinaria, ed al socio che non condivide tale opzione deve essere riconosciuta la facoltà di recedere, così è a fronte del mutamento del tipo di arbitrato originariamente scelto dai soci*»<sup>30</sup>.

Ai fini del riconoscimento del diritto di recesso, occorre dunque una valutazione specifica circa la rilevanza delle modifiche apportate alla clausola compromissoria<sup>31</sup>. Tra le due soluzioni, per così dire, estreme (negarlo al di fuori della stretta previsione normativa o riconoscerlo anche in occasione di modifiche), il criterio della ragionevolezza, che può andare a equilibrare le contrapposte interpretazioni, può avere come punto di partenza, come elemento nodale di valutazione, quello della portata della modifica statutaria; in altre parole, va considerato il peso della modifica alla clausola arbitrale nel contesto societario.

Le modificazioni che i soci possono apportare ad una clausola compromissoria statutaria spaziano e sono di ampia gamma; anche al di là di quelle pertocanti la natura dell'arbitrato, alcune di esse possono comprimere in maniera significativa i diritti dei soci o comunque incidere su di essi. Ed è questo il punto che pare dover essere tenuto in maggior considerazione ai fini dell'attribuzione del diritto di *exit*.

Anche una semplice modifica della sede dell'arbitrato può, a ben vedere, avere conseguenze non irrilevanti; a partire ad esempio dalle variazioni che ne possono conse-

<sup>28</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 835.

<sup>29</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 830-831. La *ratio* dell'art. 34, comma 6, del decreto legislativo n. 5 del 2003, sembra fornire un suggerimento in ordine alla scelta di quale strada imboccare, almeno per quanto riguarda la modifica attinente alla natura dell'arbitrato (rituale o irrituale). Afferma l'A.: «*La risposta al quesito se il mutamento della natura dell'arbitrato attribuisca al socio facoltà di recesso postula, anzitutto, una previa indagine in ordine alla ratio alla base del riconoscimento legale del diritto di recesso, preordinata a stabilire se l'ipotesi di mutamento del tipo del giudizio arbitrale, di regola, determini l'insorgere delle medesime esigenze che il legislatore ha inteso tutelare nel caso di introduzione o soppressione tout court del patto arbitrale. Secondo l'opinione dottrinale prevalente, l'art. 34, comma 6°, d.lgs. n. 5 del 2003 dovrebbe ritenersi ispirato alla necessità di coniugare il diritto di adire il giudice statale (di matrice chiaramente costituzionale ex artt. 24, 25 e 102 cost.), insopprimibile senza il consenso espresso del suo titolare, ed il principio maggioritario che, com'è noto, rappresenta uno dei cardini della governance delle società di capitali*».

<sup>30</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 841.

<sup>31</sup> G.B. RIZZARDO, *op. cit.*, 832. Secondo l'A. «*[i]ndividuare quali, tra le modifiche in astratto operabili sulla clausola compromissoria, siano quelle idonee a legittimare il recesso non è invero agevole: tuttavia, è possibile invocare un criterio ermeneutico di massima in presenza del quale la modifica può dirsi attributiva del diritto di recesso, consistente (...) nella "novità" della clausola: allorché le modifiche incidano sensibilmente sulle forme dello strumento di tutela, sì da risolversi, in sostanza, nell'introduzione di una nuova clausola mediante la soppressione della vecchia, l'art. 34, comma 6°, è suscettibile di trovare applicazione estensiva, autorizzando il socio non assenziente a recedere. Diviene allora imperativo stabilire se, nel passaggio dall'una all'altra forma di arbitrato, la clausola compromissoria risultante dall'operazione di ortopedia statutaria possa dirsi "nuova"*».

quire in relazione alla competenza territoriale in sede di impugnazione. Naturalmente tale modifica può comportare conseguenze anche nel corso del giudizio, sia per il caso di ricorso al giudice ordinario nei casi previsti dalle norme contenute nel codice di rito, sia per i profili pratici del procedimento arbitrale.

Parimenti possono essere introdotte o soppresse previsioni relative alla natura del giudizio attribuito agli arbitri, ovvero di diritto o di equità, che astrattamente possono financo modificare l'esito di determinate controversie.

Viceversa, una variazione dell'indicazione della durata del giudizio arbitrale ovvero del termine per gli arbitri per la pronuncia del lodo difficilmente potranno incidere in modo significativo sui diritti dei soci. E lo stesso pare potersi affermare per le modifiche afferenti questioni meramente procedurali.

Rilevanti potrebbero apparire invece le innovazioni attinenti alla composizione dell'organo arbitrale e al numero dei componenti dello stesso; sebbene si tratti di modificazioni "meramente procedurali", in presenza di taluni cambiamenti (ad esempio un passaggio da un arbitro unico a un collegio misto di tre o cinque arbitri con professionalità specificamente individuate) la posizione non allineata di un socio potrebbe apparire fortemente ostacolata.

Certamente di un qualche rilievo possono considerarsi gli interventi modificativi inerenti alle modalità di nomina degli arbitri così come dell'ente nominante e, analogamente, quelli volti a modificare la natura *ad hoc* o amministrata dell'arbitrato e, nel secondo caso, dell'istituzione che lo amministra; trattasi, anche in questi casi, di modifiche senz'altro procedurali, ma è chiaro che potranno concretizzarsi limitazioni o maggiori difficoltà in capo ai soci (segnatamente di minoranza) o ad altri soggetti od organi sociali.

Pacificamente nell'alveo delle modificazioni "strutturali", si possono invece collocare – come si è segnalato – quelle che riguardano l'ampiezza della portata della clausola e in particolare quelle che prevedono l'esclusione o l'inclusione di determinate controversie e/o il coinvolgimento di determinati organi sociali.

Tutte le variazioni apportate alla clausola compromissoria statutaria, con riferimento ai profili elencati in via meramente esemplificativa, possono, già a prima vista, comportare in qualche misura la compressione o l'ampliamento di diritti dei soci; di conseguenza la verifica e la valutazione sulla loro rilevanza è di particolare delicatezza e complessità<sup>32</sup>.

D'altronde, un'applicazione estensiva e per così dire generalizzata della previsione di cui all'ultimo comma dell'art. 34 del decreto legislativo n. 5 del 2003 anche alle sole modifiche del patto compromissorio (siano esse più o meno incisive rispetto alla formulazione originaria della clausola) può presentare ulteriori criticità: si pensi ad esempio alla possibilità di accordi (para)sociali per la fuoriuscita di un socio dalla compagnia, a condizioni diverse rispetto al trasferimento della partecipazione o con modalità differentemente regolamentate dallo statuto o dalla legge.

Ove il diritto di recesso sia consentito a fronte di modifiche della clausola, siano esse marginali o comunque di ridotta portata dal punto di vista della variazione dei diritti o della posizione del socio, può – analogamente a quanto sopra accennato – permettere a quest'ultimo di porre in essere forme di abuso.

Un'analisi aprioristica e generale di questi temi, condotta in modo astratto e svinco-

---

<sup>32</sup> G. TERRANOVA, *op. cit.*, 132.

lato dalla tutela di una delle parti in lite o comunque al di fuori di una questione controversa, può certamente consentire di “confezionare” una clausola compromissoria “su misura”, adatta ad una determinata realtà societaria e una previsione di recesso modulata alla stregua di essa.

Una soluzione che non prescindia dalle caratteristiche specifiche delle modifiche poste in essere, alla luce anche delle problematiche di cui si è cercato di offrire una sintesi e che presupponga la valutazione in concreto degli interessi contrapposti, sembra dunque da privilegiare.

## SEZIONE III

# OPERAZIONI STRAORDINARIE

### EXIT FORZATO ED EQUA VALORIZZAZIONE: UN BINOMIO INDISSOLUBILE?

di Mario Notari

SOMMARIO: 1. Impostazione del problema. – 2. La *ratio* del rinvio alla disciplina del recesso, in materia di azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.). – 3. (*Segue*): l'oggetto del rinvio. – 4. L'ambito di applicazione del principio di equa valorizzazione: la fattispecie tipica del riscatto e le fattispecie atipiche di "exit forzato". – 5. Le conseguenze del rinvio (alla disciplina del recesso) per le clausole statutarie di riscatto e di *exit* forzato. – 6. Derogabilità e disponibilità del "diritto alla revisione" del valore di liquidazione. – 7. Considerazioni *de iure condendo* sul principio di equa valorizzazione in tutti i casi di *exit* forzato.

1. *Impostazione del problema.* – L'art. 2437-*sexies* c.c. prevede che «le disposizioni degli articoli 2437-*ter* e 2437-*quater* si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di *riscatto* da parte della società o dei soci». La norma, tramite questo rinvio, rende quindi applicabile alle ipotesi di riscatto previste dallo statuto la disciplina del *recesso*, per quanto riguarda la liquidazione delle azioni. Ciò significa, in particolare, che il *valore di liquidazione* delle azioni oggetto di riscatto deve essere determinato secondo i criteri di valutazione stabiliti dalla legge per il caso di recesso, in ossequio a quello che è stato efficacemente denominato come principio di "equa valorizzazione" delle azioni oggetto di recesso.

In altre parole, la legge, da un lato, intende assicurare al socio recedente una liquidazione in denaro ancorata al valore economico delle azioni, in modo da rendere effettiva la tutela riconosciuta a ciascun azionista, nei casi in cui la maggioranza imponga alla minoranza una decisione di particolare rilievo, tale da configurare una causa *legale* di recesso<sup>1</sup>; dall'altro, estende la medesima protezione al socio riscattato, il quale subi-

---

<sup>1</sup> Sulle funzioni del diritto di recesso, nella disciplina *post* riforma, e sulla rilevanza che a tal fine assumono i criteri di liquidazione delle azioni, si vedano, per tutti: C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, spec. 85 ss.; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III ed., Torino, 2007, 219 ss.; A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Milano, 2004; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012; V. DI CATAL-

sce la decisione di riscatto ad opera della società o di altri soci, essendo quindi costretto a veder liquidate le proprie azioni<sup>2</sup>.

Il rinvio della disciplina del recesso alla fattispecie del riscatto, seppur chiaro nei suoi lineamenti generali, pone delicate questioni interpretative, sia nel proprio ambito di applicazione sia al di fuori della fattispecie del riscatto in senso stretto. Si è infatti diffusa la convinzione che il principio della c.d. equa valorizzazione debba connotare tutte le ipotesi che potremmo definire di “*exit forzato*”, che si realizzano quando uno o più soci sono “costretti” a subire la liquidazione in denaro delle proprie azioni, come avviene nelle clausole di *drag along*<sup>3</sup>, di *roulette russa*<sup>4</sup> o di vendita collettiva forzata<sup>5</sup>, per citare alcune delle più note nella prassi societaria<sup>6</sup>.

---

DO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Milano, 2018.

<sup>2</sup>Sulle azioni riscattabili e sulla clausola statutaria di riscatto si vedano anzitutto le monografie di M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013; e di G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013.

Si vedano inoltre: A. PACIELLO, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, vol. II, 2004, 1145 ss.; S. CARMIGNANI, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, tomo II, 2003, 902 ss.; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 1444 ss.; D. GALLETI, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, vol. II, 2005, 1634 ss.; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 50 ss.; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 415 ss.; N. CIOCCA, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo II, 2011, 807 ss.; A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali: esclusione e riscatto*, in BENAZZO, CERA, PATRIARCA (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, 61 ss.; G. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, tesi di dottorato, Università Cattolica del Sacro Cuore, XXIV ciclo, a.a. 2011/12, Milano, disponibile a <http://hdl.handle.net/10280/2051>; L. DELLI PRISCOLI, *Delle modificazioni dello statuto. Diritto di recesso. Artt. 2437-2437-sexies*, in P. SCHLESINGER (fondato da), D. BUSNELLI (continuato da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 2013; G. FERRI JR, *Prelazione statutaria e riscatto azionario*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 299 ss.; L. CALVOSA, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, tomo II, 2016, 2558 ss.; N. BACCETTI, *Sul riscatto nella prelazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 107 ss.

Prima della riforma del 2003, come noto, l'istituto del riscatto di azioni non era espressamente disciplinato dal diritto societario. In proposito, si vedano, per tutti: L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

<sup>3</sup>La clausola di *drag along* – dopo il primo orientamento interpretativo del Consiglio Notarile di Milano con la Massima n. 88 in data 22 novembre 2005, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di “covenedita” delle partecipazioni sociali*, consultabile sul sito internet istituzionale – ha costituito oggetto di alcune pronunzie giurisprudenziali e numerosi interventi dottrinali. Senza pretesa di completezza, si vedano: Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Le Società*, 2008, 1373 ss.; *Lodo arbitrale 29 luglio 2008*, Arbitro Unico Alberto Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 493 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di covenedita (drag-along) ed “equa” valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, 523 ss.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“Drag-along”)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 174 ss.; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 134 ss.; A. STABILINI, N. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 954 ss.; L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124 ss.; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?* in *Riv. dir. soc.*, 2010, 375 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (drag along e tag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 373 ss.; E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di ca-*

In questo scritto intendo esaminare gli aspetti più rilevanti di tali questioni, per verificare se e come il principio di equa valorizzazione debba effettivamente trovare applicazione in tutte le ipotesi di *exit* forzato. A tal fine, intendo prendere le mosse dall'indagine circa la *ratio*, la portata e le conseguenze del rinvio normativo alla disciplina del recesso, relativamente alla fattispecie tipica del riscatto azionario (art. 2437-*sexies* c.c.). Passerò quindi ad esaminare in che limiti e con quali conseguenze tale rinvio debba estendersi alle fattispecie atipiche di *exit* forzato, per concludere infine con alcune considerazioni *de iure condendo* sul principio di equa valorizzazione, quale derivante dall'interpretazione del diritto positivo vigente<sup>7</sup>.

2. *La ratio del rinvio alla disciplina del recesso, in materia di azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.).* – Non vi sono dubbi ad affermare che un patto di opzione, ai sensi dell'art. 1331 c.c., in forza del quale una parte concede all'altra il diritto di acquistare una partecipazione azionaria della concedente (c.d. *call option*) non sia soggetta a limiti di prezzo imposti dalla legge. Non vi sono motivi, cioè, per ritenere applicabile in tal caso una regola inderogabile che assicuri al concedente una liquidazione in denaro che sia almeno pari al valore effettivo della partecipazione o che sia comunque ri-

---

*pitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 226 ss.; G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinarsi (drag-along)*, in *Contratto e Impresa*, 2015, 635 ss.

Un altro filone di pronunzie e di contributi dottrinali, sempre aventi ad oggetto le clausole di *drag along*, riguarda il problema della loro introduzione in statuto con deliberazione maggioritaria. Di ciò darò conto nella successiva nt. 18.

<sup>4</sup> Anche la clausola della *roulette* russa (detta anche del *cow boy*) è stata sottoposta al vaglio della giurisprudenza ed è stata oggetto di diversi contributi dottrinali, seppur in tempi più recenti. Si vedano in particolare: Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19708, in *Società*, 2018, 434 ss., con commento di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; nonché in *Notariato*, 2018, 301 ss. con commento di E. MAZZOLETTI, *Valida la "russian roulette clause"*; e in *Giurisprudenza Italiana*, 2018, 1136 e s., con commento di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; App. Roma, 3 febbraio 2020, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 896 ss., con commento di E. CICALTELLI, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della russian roulette clause*; e di F. PERRECA, *La clausola di russian roulette e il superamento dello stallo decisionale (deadlock)*; P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 451 ss.; C. CENGIA, *La c.d. clausola della "roulette russa" o clausola del "cowboy": la massima milanese n. 181*, in *Quotidiano Giuridico*, 29 luglio 2019; B. SCIANNACA, *Russian Roulette Clause*, in *Giur. Comm.*, 2019, 875 ss.; G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, in G. RESCIO, M. SPERANZIN (a cura di), *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, Torino, 2020, 372 ss.; M. FACCI, *La clausola di roulette russa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2020; N. TAMBURINI, *La clausola antistallo tipo "russian roulette" tra collocazione statutaria e patto parasociale*, in *Ius in itinere*, 2021, disponibile a [www.iusinitinere.it/la-clausola-antistallo-del-tipo-russian-roulette-tra-circolazione-statutaria-e-parasociale-34755](http://www.iusinitinere.it/la-clausola-antistallo-del-tipo-russian-roulette-tra-circolazione-statutaria-e-parasociale-34755).

Anche sulla clausola della *roulette* russa si riscontrano due importanti orientamenti del notariato, con particolare riferimento a: Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 181 in data 9 luglio 2019, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)*; e a Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato, Pistoia, massime n. 72-73/2020, *Clausole statutarie di prevenzione/risoluzione dello stallo che non incidono sulle partecipazioni dei soci*, anch'esse consultabili nei relativi siti istituzionali.

<sup>5</sup> La clausola che ho convenzionalmente così denominato non ha attirato l'attenzione né della giurisprudenza né della dottrina, per quanto mi consta. Su di essa si vedano le considerazioni svolte nel successivo par. 4.

<sup>6</sup> Non si tratta evidentemente di fattispecie tipiche, né di un numero chiuso di clausole che presentano queste caratteristiche, come si avrà modo di dire nel successivo par. 4.

<sup>7</sup> Cfr. par. 7.

spettosa del principio della equa valorizzazione<sup>8</sup>. L'autonomia negoziale assicura anche in tale contesto la piena libertà di fissare il prezzo dello scambio, al pari ogni operazione di mercato<sup>9</sup>.

Qual è dunque la ragione per la quale un patto avente in sostanza la medesima natura e i medesimi effetti, come avviene con la clausola statutaria di riscatto di azioni ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c., vede un limite così significativo dell'autonomia negoziale<sup>10</sup>?

La ragione immediata risiede certamente nella circostanza che in tal caso il patto di opzione o di riscatto a dir si voglia è contenuto per l'appunto in una clausola *statutaria* e assume natura di *regola della società*. Il punto può essere dato quasi per assodato, sebbene non possa darsi per scontata la ragione più profonda della diversa disciplina che la legge riserva al medesimo patto, a seconda che sia parasociale o statutario.

Per un verso, infatti, si può intravedere il fondamento della limitazione dell'autonomia negoziale nella circostanza stessa che il patto assume natura di clausola statutaria, per il solo fatto, cioè, di costituire una regola che sia idonea a "vincolare" impersonalmente tutti i soggetti che si trovino nella posizione di socio, siano essi le parti originarie del contratto sociale oppure loro aventi causa<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Altro è il problema se un simile contratto possa, in alcune circostanze, porsi in violazione del divieto del patto leonino, ai sensi dell'art. 2265 c.c., questione sulla quale il dibattito è stato recentemente ravvivato da due importanti interventi della cassazione. Si vedano in particolare Cass., 4 luglio 2018, ord., n. 17489, pubblicata tra l'altro in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 81 ss., con commento di N. DE LUCA, *Il socio "leone"*. *Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2018, 635 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con un prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*; in *Società*, 2019, 13 ss., con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischi*. Si vedano altresì i commenti di: A. GIAMPIERI, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo preconcordato del diritto exit*, in *Contr. e Impr.*, 2019, 297 ss.; L. RENNA, *Put option e divieto di patto leonino: tra meritevolezza degli interessi e interpretazione evolutiva della norma*, in *Corr. Giur.*, 2019, 238 ss.; e il contributo monografico di E. BARCELLONA, *Clausole di put and call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004.

La medesima linea è stata confermata da Cass., Sez. I, ord. 7 ottobre 2021, n. 27227, al momento reperibile tra l'altro in *Il Quotidiano Giuridico*, [www.quotidianogiuridico.it](http://www.quotidianogiuridico.it).

<sup>9</sup> Il rapporto tra le regole degli scambi sul mercato e la disciplina dei "poteri" nel quadro delle regole organizzative della società, proprio a proposito del problema dei limiti di validità delle clausole di riscatto e di *drag along*, è stato affrontato nel pregevole saggio di C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, in AA.VV., *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 1 ss.

A dire il vero, anche nella disciplina dei contratti esiste un limite della libertà di determinare il prezzo, in caso di riscatto, tenuto conto che l'art. 1500 c.c. dopo aver previsto nel primo comma che «il venditore può riservarsi il diritto di riavere la proprietà della cosa venduta mediante la restituzione del prezzo e i rimborsi stabiliti dalle disposizioni che seguono» sancisce che «il patto di restituire un prezzo superiore a quello stipulato per la vendita è nullo per l'eccedenza». Si tratta tuttavia di uno schema contrattuale diverso, nel quale il limite alla determinazione del prezzo è giustificato dalla combinazione dei due negozi simultanei: la vendita e il patto di riscatto. Si veda, per tutti: A. LUMINOSO, *La vendita con riscatto*, in P. SCHLESINGER (fondato da), D. BUSNELLI (continuato da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1987, spec. 158 ss.

<sup>10</sup> A prescindere dai possibili dubbi interpretativi circa le conseguenze del rinvio agli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., deve pacificamente ritenersi *contra legem*, ad esempio, una clausola di riscatto che fissi il prezzo di riscatto delle azioni riscattate in misura pari a un mezzo del valore di liquidazione derivante dall'applicazione del criterio stabilito dall'art. 2437-*ter* c.c. per il caso di recesso.

<sup>11</sup> Così C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 19, con riferimento all'impostazione di G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596. D'altro canto, la inapplicabilità del principio di equa valo-

Per altro verso, si è rilevato che la ragione della limitazione alla libertà negoziale possa rinvenirsi solo allorché il riscatto assuma un senso “propriamente statutario” (si da giustificarsi nella prospettiva della società, non degli interessi individuali dei soci), essenzialmente al fine di assicurare che il socio «possieda le caratteristiche (statutariamente definite) in considerazione delle quali si giustifica la sua partecipazione alla società»<sup>12</sup>. Con la conseguenza che occorrerebbe distinguere tra il riscatto (propriamente) statutario e il riscatto che si pone sul piano dei meri rapporti interindividuali fra i soci, essendo il primo un aspetto del sistema dei “poteri” societari e invece il secondo una manifestazione dell’autonomia privata individuale dei soci<sup>13</sup>. E con l’ulteriore conseguenza che solo nel primo caso la clausola statutaria di riscatto potrebbe reputarsi valida, mentre nel secondo caso rappresenterebbe una regola in “diretto contrasto” con i principi dell’ordinamento societario e come tale invalida, senza possibilità di essere “convertita” in una (valida) pattuizione parasociale<sup>14</sup>.

Le due posizioni, a ben vedere, si pongono su due piani diversi. Una cosa è ragionare in merito ai limiti di ammissibilità di una clausola statutaria di riscatto, per asserirne la validità solo allorché essa costituisca uno strumento per realizzare un interesse dell’organizzazione sociale oppure anche nei casi in cui essa inerisca essenzialmente o esclusivamente a rapporti intersoggettivi tra componenti della compagine sociale<sup>15</sup>. Altra cosa, distinta e indipendente dalla prima, è individuare il fondamento della limitazione dell’autonomia negoziale nei confronti solo della clausola statutaria di riscatto e non in una corrispondente *call option* parasociale.

E difatti, se anche si ritenesse – con interpretazione oltremodo restrittiva e invero assai ardua da sostenere alla luce del complesso delle norme che legittimano clausole statutarie disciplinanti la circolazione delle partecipazioni azionarie<sup>16</sup> – che le clausole di riscatto sono valide solo se volte a realizzare un interesse “organizzativo” della società, la giustificazione del principio dell’equa valorizzazione non potrebbe comunque dirsi fondato su questa circostanza, bensì sulla natura “statutaria” della clausola di riscatto, idonea a vincolare anche i futuri acquirenti delle azioni.

Ciò in quanto non vi sono ragioni per ritenere che un accordo avente ad oggetto il riscatto delle azioni (o di parte di esse) a favore della società, non contenuto in una clausola statutaria, sarebbe ugualmente soggetto alla regola dell’equa valorizzazione; risultando quindi chiaro che il rinvio all’art. 2437-ter c.c. opera solo nei confronti delle

---

rizzazione ai patti parasociali deve considerarsi un dato acquisito dell’interpretazione dottrinale, per la quale si veda, per tutti, G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, cit., 372.

<sup>12</sup> C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 18.

<sup>13</sup> C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 19.

<sup>14</sup> C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 41, testo e nt. 104, con riferimento sia alla clausola di riscatto in senso proprio sia alla clausola di *drag along*.

<sup>15</sup> E non avrei dubbi a ritenere che sia fondata la seconda interpretazione. A parte la mancanza di qualsiasi limite, rinvenibile nel testo della norma o in altre disposizioni di legge, non avrebbe altrimenti senso l’espressa previsione della facoltà di attribuire il potere di riscatto, oltre che alla società, anche ad alcuni soci (*rectius* ai titolari di una categoria di azioni), né della possibilità che il riscatto venga fatto gravare solo su una o più categorie di azioni. In tali circostanze, appare inevitabile che la clausola di riscatto sia volta soddisfare interessi prevalentemente (se non esclusivamente) dei soci e dunque a regolare i rispettivi rapporti intersoggettivi, non già gli interessi dell’organizzazione sociale. La dottrina sembra orientata, più o meno esplicitamente, in tal senso; si veda, per tutti: M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit.

<sup>16</sup> Sul punto si tornerà *infra*, par. 4 ss.



clausole *statutarie* di riscatto e non anche nei confronti di accordi non statuari, pur aventi il medesimo contenuto e la medesima funzione di realizzare un interesse sociale e non di singoli soci.

D'altro canto, se (come ritengo preferibile) dovesse ritenersi corretta la tesi più estensiva, la giustificazione del principio dell'equa valorizzazione si fonderebbe esclusivamente sulla natura "statutaria" della clausola di riscatto e sulla sua c.d. "opponibilità" anche ai terzi acquirenti delle azioni ad essa assoggettate, giacché il rinvio all'art. 2437-ter c.c. opererebbe nei confronti di tutte le clausole statutarie di riscatto, a prescindere dal fatto che esse realizzino in concreto un interesse della società o interessi individuali dei soci.

Con il che, si può affermare che il motivo per il quale la legge rende applicabile la regola della equa valorizzazione alla clausola di riscatto – quali che siano i limiti in cui essa possa ritenersi ammissibile – risiede proprio nella natura "statutaria" della clausola stessa. Ciò attiene alla natura della regola, più che agli interessi che essa consente di realizzare: il medesimo patto viene cioè assoggettato a una disciplina diversa a seconda che esso rimanga sul piano parasociale oppure venga assunto come regola statutaria. Nel primo caso, si applicano esclusivamente le regole del contratto e degli scambi nel mercato, mentre nel secondo caso si aggiungono limiti imperativi derivanti dalla disciplina dell'organizzazione societaria.

Del resto, è lo stesso fenomeno che si verifica in altri casi analoghi. Si pensi al patto che subordina la facoltà di un socio di trasferire le proprie azioni alla manifestazione di un *placet* da parte di un altro socio o degli altri soci o della maggioranza di essi: se di natura parasociale, esso è soggetto alla disciplina generale del contratto, che non pone limiti alla possibilità di subordinare il trasferimento di una posizione contrattuale al consenso di un altro contraente<sup>17</sup>; se di natura statutaria, invece, esso è soggetto al più rigoroso limite dell'art. 2355-bis, comma 2, c.c., ai sensi del quale lo statuto può subordinare il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci solo a condizione che lo statuto preveda altresì, a carico della società o degli altri soci, «un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante».

A parità di contenuto e di funzione, la ragione del diverso trattamento risiede proprio nella circostanza che l'adozione della natura statutaria – sempre nei limiti in cui ciò possa dirsi consentito – attribuisce al patto la capacità di non limitare i propri effetti "tra le parti", bensì di vincolare qualsiasi titolare delle azioni (o delle azioni della categoria caratterizzata dalla specifica regola statutaria), per tutta la durata della società.

È chiaro, peraltro, che le ragioni per le quali la legge reputa preferibile imporre limiti diversi all'autonomia negoziale, a seconda della natura parasociale o sociale del patto, possono variare da un patto all'altro. Per quanto riguarda la regola della equa valorizzazione, come limite inderogabile delle clausole statutarie di riscatto, mi sembra che la *ratio* del rinvio ai criteri del recesso possa essere rinvenuta nell'esigenza di evitare che possano circolare azioni (e lo stesso vale per quote di s.r.l.) che incorporano il "rischio" di perdere una parte anche significativa del loro valore non già a causa dell'andamento dell'impresa sociale, bensì a causa della decisione di altri soci o della stes-

---

<sup>17</sup> Anzi, contempla proprio una regola analoga nella disciplina legale della cessione del contratto, là dove in forza dell'art. 1406 c.c. «ciascuna parte può sostituire a sé un terzo nei rapporti derivanti da un contratto ... purché l'altra parte vi consenta».

sa società, che sarebbero così in grado di appropriarsi di tale valore<sup>18</sup>. Esigenza che a sua volta si collegherebbe con la finalità di non disincentivare l'investimento azionario, assicurando cioè che le partecipazioni sociali non possano essere gravate da un rischio di "espropriazione a valori iniqui", nemmeno se derivante da una clausola statutaria soggetta a pubblicità legale<sup>19</sup>.

Ed è altrettanto chiaro che questa scelta legislativa può essere analizzata e sottoposta a critica sul piano *de iure condendo*, chiedendosi se sia davvero opportuna la presenza di questi limiti inderogabili all'autonomia statutaria, e se sia davvero prevalente l'esigenza di impedire la circolazione di partecipazioni azionarie assoggettate a clausole a rischio di "iniquità" rispetto all'esigenza di offrire agli operatori economici – magari solo nelle società chiuse – uno strumento dotato di ampia elasticità, nel quale poter attuare appieno la propria autonomia negoziale. Ma si tratta evidentemente di un discorso diverso, cui si potranno dedicare alcuni cenni in seguito, ma che non fa venir meno la necessità di ricostruire e interpretare il diritto positivo sulla base del diritto scritto oggi vigente.

3. (Segue): *l'oggetto del rinvio*. – Il passaggio successivo, al fine di delineare meglio il c.d. principio di equa valorizzazione, concerne l'individuazione puntuale dell'*oggetto* del rinvio normativo da cui abbiamo preso le mosse. La norma rende infatti

---

<sup>18</sup> A ciò aggiungendosi l'esigenza di evitare che un simile rischio – in quanto derivante da una regola statutaria, come tale soggetta alla regola maggioritaria – possa essere fatto gravare su tutte le azioni con una modifica dello statuto durante la vita della società. Siffatta motivazione, peraltro, non può essere ritenuta di per sé decisiva, in quanto potrebbe risultare infondata qualora si ritenesse necessaria l'unanimità per l'introduzione di clausole statutarie di riscatto o di *exit* forzato.

Il punto è invero discusso, non essendo reputata decisiva, in un senso o nell'altro, la norma comunitaria contenuta nell'art. 82, comma 1, lett. a), della Dir. UE 2017/1132 (già art. 39 della Seconda Direttiva Cee in materia societaria), ai sensi della quale «qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti: a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo *prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili* [...]».

A tal riguardo si vedano le pronunzie giurisprudenziali e i contributi dottrinali che hanno affrontato il tema negli ultimi anni: Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Riv. dir. soc.*, 2011, II, 653 ss., con commento di E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*; Trib. Milano, decr., 22 dicembre 2014, in *Giur. Comm.* 2012, II, 1065 ss., con nota di G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*; e in *Società*, 2015, 955 ss., con nota di A. NEGRI-CLEMENTI, N. PERRICONE, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*; e in *Riv. dir. soc.*, 2015, II, 575 ss., con nota di M. MASCIULLO, *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni "più o meno" risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e drag-along*. Cfr. anche M. MAUGERI, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di "riscattare" le proprie azioni*, in G. GAMBINO, D.U. SANTUOSSO (a cura di), *Società di capitali. Casi e materiali*, Torino, 2006, 52 ss.; N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 65 ss.

<sup>19</sup> Siffatta finalità ha qualche analogia con le ragioni che giustificano la inderogabilità del diritto di opzione (art. 2441 c.c.), quale diritto che non può essere eliminato dal contenuto delle azioni in forza di una disposizione statutaria (art. 72, comma 4, Dir. UE 2017/1132, ai sensi del quale «il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall'atto costitutivo»). A ben vedere, si tratta anche in tal caso di "garantire" che chi investe in azioni non potrà essere sottoposto al rischio di una diluizione del valore delle proprie azioni in dipendenza di una decisione della maggioranza dei soci che possa comportare la traslazione di tale valore a favore di altri soggetti (ossia coloro che sottoscrivono le azioni non riservate in opzione, ove il prezzo sia inferiore al valore di mercato delle azioni).

applicabili alle clausole di riscatto gli artt. 2437-ter e 2437-quater c.c., «in quanto compatibili». E in effetti un problema di compatibilità si pone senz'altro, atteso la significativa differenza strutturale e funzionale delle due vicende: da un lato, nel recesso, il socio decide di chiedere la liquidazione delle proprie azioni, e a tal fine la legge attribuisce agli amministratori il compito di determinare il valore di liquidazione, in base a criteri di equa valorizzazione; dall'altro, nel riscatto, il socio subisce la decisione di riscatto, che può essere assunta, a seconda dei casi, dalla stessa società o da altri soci, senza che la legge individui i presupposti in presenza dei quali il diritto di acquisto possa essere esercitato.

Pur non potendo trattare *ex professo* l'analisi della compatibilità della disciplina oggetto di rinvio con la vicenda del riscatto<sup>20</sup>, mi sembra opportuno soffermarsi sugli aspetti più rilevanti per gli obiettivi di questo scritto.

In particolare, riterrei che si possa affermare che superano il vaglio della "compatibilità" almeno i seguenti precetti, ricavabili essenzialmente dall'art. 2437-ter c.c. Mi riferisco alle regole in forza delle quali: (i) il socio che subisce il riscatto ha diritto alla liquidazione in denaro del valore delle azioni oggetto di riscatto (comma 1); (ii) il valore di liquidazione delle azioni riscattate deve essere determinato sulla base dei criteri dei commi 2 e 3 dell'art. 2437-ter c.c.; (iii) la clausola di riscatto può derogare i criteri di liquidazione stabiliti dalla legge, stabilendo «criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione» e indicando «gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati», nonché «altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione» (comma 4); (iv) il socio che subisce il riscatto ha diritto di contestare la determinazione del valore di liquidazione e di ottenere una revisione ad opera di un esperto nominato dal Tribunale (comma 6)<sup>21</sup>.

Non pare invece compatibile con le caratteristiche strutturali del riscatto il diritto di conoscere anticipatamente il valore di liquidazione (art. 2437-ter, comma 5, c.c.), mentre la regola che attribuisce (necessariamente) agli amministratori il compito di determinare il valore di liquidazione, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (comma 2), può dirsi compatibile solo con le clausole di riscatto che attribuiscono il diritto di riscatto alla società stessa<sup>22</sup>.

Analogamente, deve ritenersi che la compatibilità di tutti i precetti contenuti nell'art. 2437-quater c.c. sia circoscritta ai casi in cui il diritto di riscatto spetti alla società e il riscatto non sia finalizzato all'annullamento delle azioni da riscattare o alla creazione di una provvista di azioni proprie. Solo in presenza di queste due condizioni, infatti, si giustifica la necessità di offrire in opzione agli altri soci le azioni oggetto di riscatto, secondo la procedura delineata dalla disciplina del recesso. Il che val quanto di-

<sup>20</sup> Il punto è oggetto di approfondita analisi in M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., spec. 219 ss.

<sup>21</sup> In senso conforme, cfr. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 245 ss., *ove ult. rif.*

<sup>22</sup> Cfr. ancora M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 224 ss., a parere del quale la regola sulla competenza sarebbe tuttavia "compatibile" con la struttura del riscatto, ma assumerebbe natura di regola suppletiva, ben potendo la clausola statutaria affidare ad altri protagonisti della vicenda il compito di determinare il valore di liquidazione delle azioni riscattate. Con il che, peraltro, si finisce comunque per dire che la regola che attribuisce inderogabilmente agli amministratori la competenza a determinare il valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso *non è compatibile*, come tale, alla struttura del riscatto, nemmeno nei casi in cui il potere di riscatto spetti alla società, perché l'autonomia statutaria avrebbe comunque la facoltà di disattivarla prevedendo che le azioni oggetto di riscatto vengono annullate o mantenute come azioni proprie della società.

re, peraltro, che il rinvio all'intero 2437-*quater* c.c. non comporta l'applicabilità di una norma (a tal riguardo) imperativa, posto che essa è subordinata al contenuto e alla finalità della clausola di riscatto di volta in volta introdotta in statuto<sup>23</sup>.

Il significato principale del rinvio alla disciplina del recesso, pertanto, consiste proprio nell'affermare il principio della *equa valorizzazione* – ossia l'insieme dei quattro precetti poc' anzi enumerati – ai casi di riscatto, tenuto conto che, a ben vedere, il contenuto essenziale delle disposizioni in tema di riscatto, di cui all'art. 2437-*sexies* c.c., si concentra su tale rinvio e in esso forse si esaurisce<sup>24</sup>.

La norma ora richiamata può quindi essere affiancata alle altre fonti del principio di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali in tutti i casi di *exit* forzato, sia esso dipendente da una "reazione" della minoranza in caso di modificazioni radicali del contratto sociale, come avviene in tutte le ipotesi in cui si realizza una causa legale di recesso (art. 2437 c.c.), oppure derivante da una situazione di "soggezione" in cui versano alcuni soci di fronte a un potere di riscatto (art. 2437-*sexies* c.c.) oppure di fronte a un potere di *squeeze out* in seguito a un'offerta pubblica di acquisto totalitaria (art. 111 TUF).

Si tratta ora di verificare se e in che limiti siffatto principio trovi applicazione nelle sole fattispecie "tipiche" ora ricordate oppure debba estendersi a tutti i casi in cui una clausola statutaria abbia contenuto o effetti corrispondenti o analoghi a quelli delle fattispecie tipiche.

4. *L'ambito di applicazione del principio di equa valorizzazione: la fattispecie tipica del riscatto e le fattispecie atipiche di "exit forzato".* – Prima ancora di esaminare l'applicabilità della disciplina del riscatto – ossia l'applicabilità del principio di equa valorizzazione, nel senso sopra chiarito – alle fattispecie atipiche di exit forzato, conviene verificare quali siano gli esatti confini della fattispecie tipica del riscatto, oggetto di applicazione diretta delle regole in parola.

A tal riguardo, possiamo prendere le mosse dalla constatazione che la norma individua espressamente gli elementi essenziali della fattispecie come segue: deve trattarsi (i) di una clausola *statutaria*; (ii) la quale attribuisca alla società o ai soci un potere di riscatto, da intendersi più propriamente come un *potere di "acquisto"* a titolo oneroso verso un corrispettivo in denaro; (iii) gravante *sulle azioni* della società o sulle azioni di una o più categorie.

Per quanto rileva ai fini di questo scritto, l'interrogativo più interessante riguarda la natura del "potere" di acquisto, dovendosi porre l'interrogativo se in tale nozione – e quindi nella stessa fattispecie tipica della clausola di riscatto – rientri solo il *diritto potestativo* in senso stretto oppure vada annoverato anche il *diritto di pretendere il trasfe-*

<sup>23</sup> La dottrina ha evidenziato la difficoltà di estendere al riscatto azionario la disciplina della procedura della liquidazione delle azioni oggetto di recesso, dettata dall'art. 2437-*quater* c.c. In particolare, si vedano: A PACIELLO, *Commento all'art. 2437-*sexies* c.c.*, cit. 1148 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 211 ss.; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit. 59. In senso favorevole, invece, all'applicazione dell'intera procedura di liquidazione, quale estensione di una disciplina inderogabile, cfr. D. GALLETI, *Commento all'art. 2437-*sexies* c.c.*, cit., 1639 ss. Per una ricostruzione equilibrata si veda M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 247 ss.

<sup>24</sup> Ben poco aggiunge, infatti, la seconda frase della norma, in forza della quale «resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357-bis», che svolge un ruolo di mera conferma circa la applicabilità delle norme in tema di acquisto di azioni proprie.

*rimento* dell'altrui partecipazione. La distinzione pare evidente: quando il potere di riscatto ha natura di diritto potestativo, la situazione giuridica soggettiva che caratterizza le azioni gravate da tale potere è quella della "soggezione", in forza della quale l'esercizio del diritto potestativo comporta direttamente la modifica della sfera giuridica del soggetto in soggezione, senza necessità di un suo adempimento; quando invece la clausola attribuisce il diritto di pretendere il trasferimento delle azioni, il titolare delle azioni interessate dalla clausola è gravato da un "obbligo" ad effettuare il trasferimento, che pertanto richiede il suo adempimento affinché l'altra parte divenga titolare delle azioni in questione. Invece di una relazione tra *potere e soggezione* (tipica del diritto potestativo) si tratta di una relazione tra *diritto di credito e obbligo* (tipica del rapporto obbligatorio)<sup>25</sup>.

Sebbene i risultati dell'analisi dottrinale di questi due decenni sembrano dare per scontato che le clausole di riscatto rientranti nella fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies* c.c. sono solo quelle che attribuiscono un vero e proprio diritto *potestativo* di riscatto<sup>26</sup>, ritengo che la questioni meriti un ripensamento.

Sul piano del diritto societario, infatti, assume poca rilevanza il "mezzo tecnico" attraverso il quale la società o i soci titolari del potere di riscatto possano dare esecuzione al loro "potere". Ciò che appare decisivo è il potere in sé, di privare, con un mezzo o con l'altro, alcuni soci della titolarità delle loro azioni, costringendoli a ricevere la liquidazione in denaro del loro investimento, quale conseguenza dell'altrui decisione, al ricorrere dei presupposti previsti dalla clausola di riscatto<sup>27</sup>. Ciò che rileva, in altre parole, è l'effetto sostanziale dell'esercizio del potere, non la natura del diritto che viene messo a disposizione del socio per esercitare il proprio potere. La norma societaria si preoccupa cioè di regolare, ponendo un limite inderogabile, la posizione di "gerarchia" che deriva dalla clausola statutaria e che in questa ottica ben potrebbe prescindere dallo strumento che realizza il potere della società o dei soci riscattanti<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> La diversa configurazione della clausola e la diversa natura del diritto da essa derivante si ripercuotono, ovviamente, anche sulla tipologia dei rimedi utilizzabili dal titolare del diritto in caso di mancata collaborazione del titolare delle azioni oggetto di riscatto o acquisto forzato. Nel primo caso, colui che esercita il diritto diviene per ciò solo proprietario delle azioni, e potrà pertanto esercitare le azioni che derivano da tale situazione, ivi compresa l'azione di rivendicazione (art. 948 c.c.), nonché potrà pretendere dalla società l'iscrizione nel libro dei soci, subordinatamente ai requisiti richiesti dalla disciplina applicabile al regime di legittimazione adottato dalla società (certificati cartacei o dematerializzazione propria o impropria). Nel secondo caso, invece, colui che esercita il diritto necessita di un adempimento dell'altra parte e, in mancanza, può esercitare le azioni proprie del creditore, potendosi probabilmente ammettere la possibilità di richiedere l'esecuzione specifica dell'obbligo di concludere il contratto ai sensi dell'art. 2392 c.c.

<sup>26</sup> Cfr. per tutti M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., spec. 77 ss.

<sup>27</sup> Sulla possibilità che la clausola di riscatto attribuisca il potere di riscatto anche *ad nutum*, senza che sia necessario il verificarsi un "presupposto legittimante" (questione che invero non assume una particolare rilevanza per i temi trattati in questo scritto) la dottrina è divisa. Si vedano, per tutti: M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 189 ss. (a favore dell'ammissibilità della clausola di riscatto *ad nutum*); L. CALVOSA, *Commento all'art. 2437-*sexies* c.c.*, cit., 2564 ss. (in senso contrario, ove riferimenti alla restante dottrina, per lo più orientata nel medesimo senso).

<sup>28</sup> Il riferimento alla posizione di "gerarchia" è a C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 12 ss., il quale peraltro giustifica un simile potere solo se finalizzato a soddisfare interessi "organizzativi" o sociali, giungendo a sostenere un'interpretazione molto restrittiva, sia con riferimento alla clausola di riscatto (che sarebbe valida solo se volta a realizzare un interesse dell'organizzazione sociale e non meri rapporti intersoggettivi tra soci: cfr. 19 ss.) sia con riguardo alla clausola di *drag along* (che rischierebbe di essere sempre invalida, laddove assumesse natura di clausola statutaria,

Siffatta interpretazione finirebbe sì per svalutare il dato letterale, che fa riferimento al «potere di riscatto», ma sarebbe più coerente con la *ratio* della norma, la quale estende al riscatto il principio di equa valorizzazione al fine di evitare che l'adesione al contratto sociale possa comportare, anche senza un'espressa pattuizione in tale senso, il rischio che le azioni siano assoggettate a una «espropriazione a valori iniqui», in dipendenza dell'altrui decisione, seppure al verificarsi di determinati presupposti<sup>29</sup>.

Il ragionamento che precede – quand'anche non fosse ritenuto sufficiente per sostenere la tesi che annovera nella fattispecie tipica di riscatto le ipotesi in cui il “potere” di acquistare le altrui azioni si qualifica come “mero” diritto di pretendere il trasferimento e non come diritto potestativo – diviene invero rilevante per fondare l'applicazione estensiva o analogica del principio di equa valorizzazione a tutti i casi di *exit* forzato che non rientrano nella fattispecie tipica del riscatto, seppur restrittivamente intesa.

Il c.d. principio di equa valorizzazione, in altre parole, non costituirebbe una eccezionale limitazione dell'autonomia statutaria, valida per la sola clausola di riscatto in senso stretto, bensì una regola applicabile ogni qual volta lo statuto intenda assoggettare in un modo o nell'altro i soci o una parte di essi alla possibilità di essere costretti a liquidare le azioni contro la propria volontà<sup>30</sup>. Ne è ulteriore conferma, oltre alle norme

---

avendo ad oggetto meri interessi intersoggettivi e comportando a carico dei soci obblighi ulteriori ai conferimenti: cfr. 40).

<sup>29</sup> Si pensi alle due seguenti clausole. (i) Al verificarsi di determinati eventi i titolari di azioni A possono riscattare le azioni B, comunicando il riscatto ai relativi azionisti. Dal momento della comunicazione di riscatto, gli azionisti A diventano titolari delle azioni, salvo l'obbligo degli azionisti B di consegnare i certificati azionari da essi posseduti, a fronte del corrispondente obbligo degli azionisti A di pagare una somma di denaro pari al valore di liquidazione. (ii) Al verificarsi di determinati eventi i titolari di azioni A hanno diritto di acquistare le azioni B, dandone comunicazione ai relativi azionisti. Dal momento della comunicazione dell'esercizio del diritto di acquisto, gli azionisti B hanno l'obbligo di trasferire e consegnare i certificati azionari da essi posseduti, a fronte del corrispondente obbligo degli azionisti A di pagare una somma di denaro pari al valore di liquidazione.

La differenza della “meccanica” della clausola e dei rimedi da essa derivanti – per quanto rilevante sul piano pratico – è davvero idonea a giustificare un'interpretazione della norma tale da escludere dalla fattispecie da essa considerata le ipotesi del secondo tipo?

<sup>30</sup> La principale argomentazione contraria a questa conclusione non mi pare persuasiva. Si sostiene, con alcune varianti, con riferimento sia al *drag along* sia alla *roulette* russa, che il “meccanismo negoziale” mediante il quale si giunge alla determinazione del prezzo di *exit* forzato costituirebbe di per sé idonea tutela per la parte sottomessa alla clausola, in quanto esso condurrebbe quasi per definizione alla formazione di un *fair value*, non in violazione dei criteri minimi di valorizzazione derivanti dai criteri dettati in tema di recesso.

Nel *drag along*, ciò sarebbe garantito dalla combinazione con la clausola di prelazione (peraltro solo eventuale, per quanto assai frequente nella prassi), che consentirebbe ai soci gravati dal diritto di trascinamento di acquistare essi stessi le azioni del socio trascinante, qualora il prezzo venisse da questi fissato al di sotto del valore effettivo delle azioni (in questo senso, si vedano in particolare: C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed “equa” valorizzazione dell'azione*, cit., 523 ss.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“Drag-along”)*, cit., 174 ss.; A. STABILINI, N. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, cit., 954 ss.; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, cit., 375 ss.). Nella *roulette* russa, analogamente, l'equa valorizzazione deriverebbe di per sé dalla circostanza che entrambe le parti duellanti hanno il diritto di acquistare la partecipazione dell'altra, senza che una di esse sia gravata *ab initio* dalla soggezione all'altrui potere di riscatto. E inoltre, potendo entrambe fissare il prezzo al quale riscattare la partecipazione dell'altra parte, implicitamente hanno la possibilità di stabilire una sorta di “soglia minima” di equa valorizzazione della propria partecipazione (in questo senso alcuni dei commenti a Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19708, cit., e ad App. Roma, 3 febbraio 2020, cit., sui quali v. nt. 4).

Questa linea interpretativa, tuttavia, non convince. Può essere vero, in termini fattuali, che il meccanismo delle due clausole renda meno probabile la determinazione di valori di liquidazione inferiori alla soglia

già citate, anche l'art. 2355-*bis*, comma 3, c.c., là dove, in caso di trasferimento *mortis causa* delle azioni, lo statuto imponga agli eredi del socio defunto la liquidazione delle azioni ad esse devolute, rinviando nuovamente alle norme del recesso per individuare (tra l'altro) i criteri sui quali ci si deve necessariamente basare per determinare il valore spettante agli aventi causa del *de cuius*<sup>31</sup>.

Come tale, il rinvio ai precetti della equa valorizzazione contenuti nei commi 1, 2, 3, 4 e 6 dell'art. 2437-*ter* c.c., sarebbe suscettibile di applicazione analogica nei confronti di tutte le ipotesi "atipiche" di *exit* forzato, appunto caratterizzate dall'assoggettamento al potere della società o di altri soci di rendersi acquirenti delle azioni a fronte di una liquidazione in denaro. Ciò varrebbe a prescindere sia dalla natura del "potere" di ottenere l'acquisto delle azioni (in termini di diritto potestativo o di diritto di credito) sia dalla tipologia di presupposto che ne legittima l'esercizio (vuoi un evento che coinvolge l'interesse della società, vuoi una situazione sul piano dei rapporti intersoggettivi tra soci, nei limiti in cui possano trovare spazio nello statuto).

Intesa in questa accezione, la nozione di *exit* forzato è idonea a comprendere diverse fattispecie atipiche ben note alla prassi societaria e ragionevolmente suscettibili di assumere natura di clausole statutarie a tutti gli effetti<sup>32</sup>.

Partendo dalle più note, e limitandoci ovviamente a una rapida rassegna, si può anzitutto ricordare la c.d. *prelazione impropria*. Mi riferisco a quelle clausole di prelazio-

---

minima derivante dai criteri stabiliti dalla legge per il recesso, ma rimane comunque la possibilità che non sia così e che le clausole diano un esito iniquo (seppur non abusivo) a danno dei soci gravati dal potere di imporre un *exit* forzato agli altri soci. Ciò potrebbe dipendere dalla esiguità del tempo che i soci onerati dispongono per decidere se esercitare la prelazione e per reperire le risorse economiche necessarie a tal fine; oppure potrebbe dipendere dalle temporanee difficoltà economiche in cui si trova un socio costretto a subire un *drag along* o una *roulette* russa, nel momento in cui la clausola viene attivata dalla controparte, anche senza giungere a configurare comportamenti abusivi. Ed è proprio per queste evenienze che assume rilevanza il principio di equa valorizzazione, il quale (come si vedrà meglio nel par. 5) non comporta la invalidità delle clausole che non prevedono espressamente l'adozione dei criteri di valutazione del recesso, né richiede un espresso rinvio a tali criteri per determinare la soglia minima del valore di liquidazione, bensì consente solo al socio che subisce l'*exit* forzato di avvalersi, se del caso, del diritto alla revisione del valore di liquidazione per il tramite di un esperto nominato dal tribunale.

La dialettica tra le due interpretazioni è efficacemente riassunta nei due citati orientamenti notarili del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato, Pistoia, massime n. 72-73/2020, cit. (per la prima tesi) e del Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 181 in data 9 luglio 2019, cit. (per la tesi da ultimo esposta).

<sup>31</sup> Su questa norma, avente ad oggetto le limitazioni al trasferimento *mortis causa* delle azioni, si veda per tutti, da ultimo: P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Commento all'art. 2355-bis c.c.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, tomo I, 2016, 660 ss.

È invece diverso il comma 2 dell'art. 2355-*bis* c.c., che dà luogo (non già a un *exit* forzato, bensì) a una sorta di "recesso legale eventuale", nel senso che la legge prevede il diritto di *exit* solo qualora lo statuto subordini la circolazione delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci, dovendo a tal fine prevedere, a pena di inefficacia della clausola stessa, il diritto di recesso dell'alienante (oppure, con analogo effetto, l'obbligo di acquisto delle azioni a carico della società o degli altri soci).

<sup>32</sup> Per una posizione assai restrittiva, si veda tuttavia C. ANGELICI, *Fra mercato e società. A proposito di venture capital e drag along*, cit., 12 ss., la cui posizione è peraltro rimasta isolata, posto che la giurisprudenza e la dottrina non sembrano avanzare dubbi sulla validità delle predette clausole come tali, ferme restando alcune diverse interpretazioni circa la necessità o meno che esse rispettino il principio di equa valorizzazione e circa la possibilità che esse siano introdotte in statuto a maggioranza (e in proposito si vedano le citazioni contenute nelle precedenti nt. 3, 4, 18 e 30). Per la capacità "espansiva" dell'art. 2437-*sexies* c.c. alle clausole statutarie anche quando esse non concretino una vera e propria soggezione a fronte del diritto potestativo di riscatto, si veda in particolare G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, cit., 378 ss.

ne, senza dubbio annoverabili tra le clausole limitative della circolazione delle azioni ai sensi dell'art. 2355-*bis* c.c., nelle quali la *denuntiatio* del socio alienante attribuisce agli altri soci il diritto di acquistare le azioni del socio alienante non già al prezzo indicato nella *denuntiatio*, bensì al prezzo derivante da una valutazione effettuata con criteri stabiliti dallo statuto. Siffatta clausola assume natura di *exit* forzato, a meno che il socio alienante – come talvolta accade nella prassi – non abbia il diritto di svincolarsi dall'acquisto dei soci “prelazionanti”, decidendo di mantenere la titolarità delle proprie azioni.

Altrettanto nota, almeno negli ultimi due decenni, è poi la clausola di *drag along*, nella quale il potere di acquistare le azioni contro la volontà dei rispettivi titolari può essere esercitato qualora la maggioranza (o una parte degli azionisti diversamente individuata, ad esempio tramite un diritto diverso di categoria, ex art. 2348 c.c.) venda o intenda vendere le proprie azioni. È proprio con riferimento a questa clausola, del resto, che si è aperto un ampio dibattito sulla sussistenza e sulla coerenza del principio di equa valorizzazione, dapprima con un orientamento interpretativo del Consiglio Notarile di Milano<sup>33</sup> e quindi con alcuni arresti giurisprudenziali e arbitrali<sup>34</sup>, nonché con numerosi interventi dottrinali<sup>35</sup>.

Più recentemente l'attenzione della giurisprudenza e della dottrina si è posata anche su una diversa clausola, convenzionalmente denominata *roulette* russa o clausola del *cow boy*, che conduce anch'essa al risultato di un *exit* forzato, seppur con presupposti e con finalità differenti. Si tratta, com'è noto, della clausola che attribuisce ai soci – al ricorrere di determinate situazioni, normalmente di stallo decisionale – la facoltà di attivare una procedura in forza della quale ciascun socio ha diritto di determinare il prezzo per il trasferimento delle reciproche partecipazioni paritetiche, attribuendo così all'altro socio la scelta tra vendere la propria partecipazione al socio che ha determinato il prezzo, oppure acquistare la partecipazione di quest'ultimo al medesimo prezzo<sup>36</sup>.

Meno nota, ma comunque annoverabile tra le fattispecie atipiche di *exit* forzato, è la clausola che potremmo definire di “vendita collettiva forzata”, talvolta presente negli statuti di s.p.a. In forza di questa clausola, al verificarsi di determinate circostanze – normalmente consistenti nella mancata realizzazione di vicende che consentono l'*exit* di alcuni soci, tipicamente i fondi di *private equity* – i soci o lo stesso organo amministrativo devono avviare una procedura volta alla vendita della totalità del capitale sociale, sì da agevolare la liquidazione dell'investimento dei soci a ciò interessati<sup>37</sup>. All'esito della procedura, tutti i soci sono obbligati a vendere al prezzo e al soggetto

<sup>33</sup> Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88 in data 22 novembre 2005, cit.

<sup>34</sup> Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, cit.; lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Alberto Mazzoni, cit.; Trib. Milano, 25 marzo 2011, cit.; Trib. Milano, decr. 22 dicembre 2014, cit.

<sup>35</sup> Cfr. nt. 3 e 30.

<sup>36</sup> Consiglio Notarile di Milano, massima n. 181 in data 9 luglio 2019, cit.; Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato, Pistoia, massime n. 72-73/2020, cit.; Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19708, cit.; App. Roma, 3 febbraio 2020, cit.; nonché i contributi dottrinali citati nella nt. 4.

<sup>37</sup> La procedura consiste normalmente nel conferimento di un mandato a vendere a una banca d'affari o ad analoghi intermediari, per un periodo sufficiente per ottenere la migliore valorizzazione dell'impresa sociale.



che si è reso disponibile, sempre che ovviamente permanga la richiesta del socio che ha attivato la procedura di vendita forzata.

In tutte queste ipotesi – che non costituiscono certamente un *numerus clausus* – la dinamica della vicenda che si realizza in virtù della clausola statutaria è a ben vedere la medesima della clausola di riscatto. Viene individuato un *presupposto* al verificarsi del quale una parte dei soci ha il diritto, esercitabile a sua discrezione, di *imporre* a una parte dei soci di privarsi delle proprie azioni a fronte di una *liquidazione* in denaro. Varia il presupposto<sup>38</sup>, così come può variare la tipologia di diritto mediante il quale può essere imposto il trasferimento delle azioni<sup>39</sup>, ma l'esito rimane il medesimo e gli interessi coinvolti si atteggianno nello stesso modo: una parte delle azioni sono forzatamente sottratte alla titolarità dei rispettivi azionisti a fronte di una liquidazione in denaro.

Salva ogni possibile valutazione *de iure condendo* sulla norma che impone l'applicazione del principio di equa valorizzazione in tutti i casi di riscatto – e salva la possibilità di annoverare tutte queste clausole nella medesima fattispecie del riscatto, agli effetti dell'art. 2437-*sexies* c.c. – sussistono quindi tutte le ragioni per concludere che, in ogni caso, il rinvio alle regole della equa valorizzazione debba ritenersi effettivamente applicabile anche alle svariate fattispecie atipiche che realizzano il medesimo risultato<sup>40</sup>.

5. *Le conseguenze del rinvio (alla disciplina del recesso) per le clausole statutarie di riscatto e di exit forzato.* – Affermata l'applicabilità – diretta o analogica – del principio di equa valorizzazione a tutte le ipotesi di *exit* forzato, occorre ora esaminare un altro aspetto, non scevro da incertezze e da divergenze interpretative, che assume grande rilevanza sistemica e pratica. Occorre cioè verificare quali siano le conseguenze dell'applicabilità dei quattro precetti in cui si declina il principio di equa valorizzazione, già richiamati nel precedente par. 3, con riferimento sia alle clausole di riscatto sia alle clausole di *exit* forzato<sup>41</sup>.

<sup>38</sup> Nella prelazione impropria il presupposto consiste nella *denuntiatio* del socio alienante; nel *drag along* esso è dato dalla vendita da parte della maggioranza o da parte di quelle azioni cui il diritto è attribuito; nella *roulette* russa il presupposto è normalmente lo stallo decisionale; mentre nella vendita collettiva forzata esso consiste nella mancata quotazione o nella mancanza di altri eventi liquidatori che consento un'agevole dismissione della partecipazione da parte dei soci a ciò interessati. Nella clausola di riscatto, invece, il presupposto non è individuato dalla legge e può ritenersi che possa essere liberamente stabilito dallo statuto, financo sino al punto di attribuire il diritto *ad nutum*, sebbene il punto sia controverso in dottrina (cfr. la precedente nt. 27).

<sup>39</sup> Sebbene nulla impedisca di elaborare tutte le predette clausole attribuendo un diritto *potestativo* di acquisto e una vera e propria *soggezione* in capo ai titolari delle azioni che “subiscono” la clausola, è tuttavia più frequente nella prassi che esse siano invero configurate come clausole che, all'esito delle rispettive procedure, attribuiscono alle parti un *diritto di pretendere* il *trasferimento* dell'altrui partecipazione, da un lato, e un *obbligo ad effettuare* il *trasferimento*, dall'altro.

<sup>40</sup> Per una conclusione meno “assoluta”, nel senso di individuare qualche spunto di superamento – anche *de iure condito* – del principio di equa valorizzazione in alcuni particolari contesti, in relazione ad attività di interesse sociale per la collettività o per lo scopo sociale o per la natura dei soci, si veda tuttavia G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, cit., 382 ss.

<sup>41</sup> Proprio su questo aspetto ha inciso significativamente l'iniziale presa di posizione – peraltro in un provvedimento cautelare – della giurisprudenza milanese. Può essere utile, a tal riguardo, ricordare che il primo orientamento interpretativo in materia, rappresentato dalla massima n. 88 in data 22 novembre 2005 del Consiglio Notarile di Milano, cit., affermava genericamente che «queste clausole, [...] ove prevedano

Il punto più delicato concerne senza dubbio i criteri di liquidazione sulla base dei quali deve essere effettuata la valutazione delle azioni oggetto di *exit* forzato. Più in particolare, la questione si focalizza sulla necessità o meno che la clausola statutaria espliciti necessariamente tali criteri, in modo conforme all'art. 2437-ter c.c., o almeno sancisca che il valore di liquidazione non deve essere inferiore al valore derivante dai criteri stabiliti dalla legge per il caso di recesso.

Il problema non si pone, ovviamente, qualora la clausola di riscatto o di *exit* forzato richiami espressamente i criteri del recesso oppure li riproduca tali e quali nello statuto oppure ancora stabilisca un limite "minimo" che sia pari al risultato dei criteri del recesso. La questione riguarda invero le ipotesi in cui: (i) la clausola ometta qualsiasi riferimento ai criteri di valutazione delle azioni, rimettendo la determinazione del valore di liquidazione al "meccanismo" di funzionamento della clausola<sup>42</sup>, oppure (ii) formuli espressamente criteri di valutazione diversi da quelli stabiliti dalla legge per il caso di recesso.

Nel caso *sub* (i), sebbene una prima presa di posizione giurisprudenziale abbia influenzato profondamente la *communis opinio* e soprattutto la prassi operativa<sup>43</sup>, si deve a mio avviso affermare la piena validità della clausola di riscatto o di *exit* forzato. Si consideri anzitutto che il rinvio all'art. 2437-ter c.c. ad opera della norma sulle azioni riscattabili non impone alcun contenuto minimo delle clausole di riscatto, né richiede un ossequio formale alle norme sul recesso, tale da renderne necessario un espresso richiamo da parte delle clausole statutarie. La norma rende invero *direttamente applicabili* i quattro precetti imperativi nei quali si declina il principio di equa valorizzazione, contenuti nei commi 1, 2, 3, 4 e 6 dell'art. 2437-ter c.c., nel senso di cui è detto nel precedente par. 3. Essi non hanno alcun bisogno di un espresso richiamo statutario per trovare applicazione ogni qual volta venga in gioco una clausola di riscatto o di *exit* forzato, in quanto aventi natura di norme imperative la cui applicabilità non è subordinata ad alcun presupposto o alcuna condizione<sup>44</sup>.

---

l'obbligo di vendita, devono essere *compatibili con il principio di una equa valorizzazione* della partecipazione obbligatoriamente dismess», senza peraltro ritenere necessario, ai fini della legittimità della clausola, l'espresso richiamo al criterio di valutazione legale stabilito per il caso di recesso. In seguito, la citata ordinanza del Tribunale di Milano, in sede cautelare (Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, cit.), pur riferendosi espressamente al principio sostenuto dalla massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, compiva un passo ulteriore, in quanto, oltre ad affermare la sussistenza di siffatta regola, sanciva la nullità delle clausole di *drag along* che non imponessero *espressamente* il rispetto dei criteri di valutazione stabiliti dalla legge per il caso di recesso. In via prudenziale, la prassi societaria successiva ha seguito nella gran parte dei casi questa indicazione, sebbene un importante lodo arbitrale, a conclusione proprio della medesima controversia (Lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Alberto Mazzoni, cit.), avesse accolto una soluzione diversa, limitando l'eventuale invalidità della clausola di *drag along* ai casi in cui essa conduca a una valorizzazione iniqua del socio uscente.

<sup>42</sup> Come si è visto nella precedente nt. 38, le diverse clausole di *exit* forzato fanno sì la determinazione del valore di liquidazione non consegua a una valutazione affidata all'organo amministrativo, bensì costituiscono l'esito di una "dialettica" tra le diverse parti della compagine sociale coinvolte nell'attuazione delle clausole. Esse pertanto possono anche dar luogo a una determinazione unilaterale del valore di liquidazione – così è fisiologico che sia nel *drag along* e nella *roulette* russa, ad esempio – senza che sia necessario un vero e proprio procedimento valutativo ad opera degli stessi soci o di un organo sociale.

<sup>43</sup> Alludo ovviamente alla già citata ordinanza del Trib. Milano, 31 marzo 2008, cit.

<sup>44</sup> Sarebbe stato un altro discorso se la norma in tema di azioni riscattabili, invece di operare un rinvio diretto e automatico alla disciplina del recesso, avesse subordinato la validità delle clausole di riscatto all'adozione di criteri di valutazione conformi a quelli del recesso. La norma, ad esempio, avrebbe potuto

Nel caso *sub (ii)*, invece, la soluzione dipende caso per caso dai criteri in concreto adottati dalla clausola statutaria. Qualora essi possano essere annoverati tra i «criteri diversi» che lo statuto può prevedere in relazione al recesso legale, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 4, c.c., la clausola di riscatto o di *exit* forzato dovrebbe ritenersi senz'altro legittima, giacché l'autonomia statutaria muoverebbe negli spazi di deroga ad essa espressamente concessi dalla stessa norma imperativa direttamente applicabile in forza del rinvio operato dall'art. 2437-sexies c.c.<sup>45</sup>.

Qualora invece la clausola di riscatto o di *exit* forzato dettasse criteri di valutazione in contrasto con la disciplina del recesso – in quanto eccedenti le deroghe consentite dalla norma testé citata – la violazione della norma imperativa avrebbe certamente come conseguenza la nullità della clausola. Si deve tuttavia ritenere, a tal riguardo, che si configuri una nullità *parziale*, ai sensi dell'art. 1419 c.c., avente ad oggetto solo la parte della clausola che stabilisce i criteri di valutazione contrari alle norme sul recesso, e non già la nullità dell'intera clausola di riscatto o di *exit* forzato. Appare infatti pienamente realizzata la fattispecie della sostituzione automatica della clausola difforme con la corrispondente norma imperativa, ai sensi del combinato disposto degli artt. 1339 e 1419, comma 2, c.c., pur non essendo il caso di approfondire la questione in questa sede<sup>46</sup>.

Tanto nei casi *sub (i)* quanto nei casi *sub (ii)*, in conclusione, i criteri di valutazione stabiliti dall'art. 2437-ter c.c., eventualmente derogati o integrati dallo statuto, nei limiti concessi dalla stessa norma, trovano sempre e comunque diretta applicazione in ogni clausola statutaria di riscatto o di *exit* forzato, unitamente alle altre regole ad essi connesse, con particolare riguardo a quella che attribuisce al socio il diritto di contestare il valore di liquidazione e di chiederne la revisione ad opera di un esperto nominato dal Tribunale.

Può darsi quindi il caso che lo statuto non espliciti alcun criterio di valutazione, bensì rimetta alla parte che ha diritto di esercitare il riscatto o di attivare il meccanismo di *exit* forzato la facoltà di fissare un prezzo da offrire ai soci che “subiscono” la clausola. Così avviene normalmente, del resto, nelle clausole di *drag along* e di *roulette* russa, nelle quali è quasi fisiologico un bilanciamento tra offerta e contro-offerta: nel

---

stabilire (anche prendendo spunto dall'art. 82 Dir. UE 2017/1132, che richiede che la legge degli stati membri imponga allo statuto di stabilire «le condizioni e le modalità» del riscatto) quanto segue: «Lo statuto può prevedere un potere di riscatto delle azioni o di categorie di azioni da parte della società o dei soci, a condizione che i criteri di valutazione delle azioni riscattate siano determinati in conformità a quanto stabilito dall'articolo 2437-ter». Così tuttavia non è, posto che il legislatore ha optato per una soluzione forse più efficace, che comporta la diretta applicabilità dei criteri legali di valutazione delle azioni dettati per il recesso, senza necessità di alcuna intermediazione statutaria.

<sup>45</sup> Sulle deroghe statutarie ai criteri di valutazione, si vedano, per tutti: M. STELLA RICHTER JR, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 389 ss.; A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, cit.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit.; M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia privata*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878 ss.

<sup>46</sup> Da un lato, l'art. 1339 c.c. stabilisce che «Le clausole, i prezzi di beni o di servizi, imposti dalla legge, sono di diritto inseriti nel contratto, anche in sostituzione delle clausole difformi apposte dalle parti», mentre dall'altro, l'art. 1419, comma 2, c.c., prevede che «La nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da norme imperative». Sull'applicabilità della sostituzione automatica di norme imperative, ai sensi dell'art. 1419, comma 2, c.c., e sulla non necessità che la sostituzione sia espressamente prevista dalla legge (quanto meno nei casi in cui trova applicazione l'art. 1339 c.c.), si vedano, per tutti, G. PATTI, S. PATTI, *Commento all'art. 1339*, in P. SCHLESINGER (fondato da), D. BUSNELLI (continuato da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1993, 241 ss., spec. 267 ss.

primo caso, il socio “trascinante” è normalmente assoggettato alla prelazione e quindi offre agli altri soci, in prima battuta, la possibilità di acquistare le sue azioni al prezzo unilateralmente stabilito nella *denuntiatio*, per poi avere il diritto, qualora la prelazione non venga esercitata, di far acquistare dal terzo offerente le azioni degli altri soci al medesimo prezzo; analogamente, nella *roulette* russa, il socio che subisce l'*exit* forzato non è individuato *a priori*, bensì è colui che risulta perdente nel “duello” delle offerte contrapposte (di qui la denominazione, forse più azzeccata, di clausola del *cow boy*...).

È chiaro che in entrambe le situazioni ora brevemente ricostruite – così come in quella di una clausola di riscatto che si limitasse ad attribuire al socio riscattante il diritto di rendersi acquirente delle azioni al prezzo dal medesimo fissato – la diretta applicabilità dei criteri di valutazione stabiliti dalla legge per il recesso non comporta l'obbligo di attivare una procedura di valutazione, ad opera di socio riscattante e men che meno ad opera della società. Comporta più semplicemente la conseguenza che il prezzo offerto dal riscattante potrà essere ritenuto vincolante a condizione che sia conforme ai predetti criteri di valutazione, avendo il socio riscattato il diritto di contestare il valore e di richiedere, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 6, c.c., una nuova determinazione del valore di liquidazione “tramite *relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale*, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente”<sup>47</sup>.

Siffatto “diritto alla revisione” del valore di liquidazione diviene dunque l'elemento centrale dell'integrazione delle clausole di riscatto e di *exit* forzato, posto che è per il suo tramite che i criteri di valutazione stabiliti dalla legge per il recesso fanno ingresso nei meccanismi negoziali regolati dallo statuto. È pertanto sulla *derogabilità* delle norme che lo disciplinano e sulla sua *disponibilità* ad opera dei soci che ne sono titolari che occorre proseguire l'indagine, al fine di verificare se e in che limiti l'autonomia statutaria e negoziale possa andare incontro alle esigenze dei soci e agli interessi che essi intendono soddisfare con le clausole di riscatto e di *exit* forzato.

#### 6. *Derogabilità e disponibilità del “diritto alla revisione” del valore di liquidazione.* – I soci che negoziano una clausola di riscatto o una delle clausole di *exit* forzato

<sup>47</sup> Ci si deve poi interrogare se il diritto di contestare il valore di liquidazione sia soggetto, in mancanza di espressa regolamentazione statutaria, al medesimo termine di decadenza stabilito dalla legge per il caso di recesso, là dove esso deve essere esercitato non più tardi entro lo stesso momento in cui viene comunicata la volontà di esercitare il diritto di recesso (il comma 6 dell'art. 2437-ter c.c. stabilisce infatti che «In caso di contestazione *da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso* il valore di liquidazione è determinato [...]»). La risposta al quesito non pare scontata. Per un verso, parrebbe preferibile la soluzione affermativa, posto che, in mancanza di diverse disposizioni statutarie, al socio riscattato viene attribuito il medesimo diritto spettante al socio recedente, che deve rispettare il termine di decadenza stabilito dalla legge, dopo il quale perde ogni diritto di far valere i criteri di valutazione stabiliti per il recesso. Per altro verso, la dinamica della vicenda è diversa, in quanto il socio recedente dispone di almeno trenta giorni per analizzare il valore proposto dalla “controparte” (ossia la società, per il tramite della valutazione effettuata dal consiglio di amministrazione), mentre il socio riscattato conosce il prezzo determinato dalla controparte solo nel momento di comunicazione del riscatto o della diversa forma di *exit* forzato prevista dalla clausola statutaria. Pur potendo dubitare circa la durata del termine – solo quindici giorni, come il termine per esercitare il diritto di recesso, oppure trenta giorni, come la somma di quest'ultimo termine e del termine di preventiva determinazione del valore di liquidazione *ex art. 2437-ter, comma 2, c.c.* – mi sembra ragionevole affermare che il socio riscattato sia anch'egli soggetto al termine di decadenza previsto per il socio recedente, giacché la tutela di cui il primo può avvalersi è la medesima che la legge dispone per il secondo. In senso sostanzialmente conforme, cfr. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit. 247.

perseguono interessi di diversa natura, a seconda della clausola utilizzata e a seconda delle circostanze del caso concreto. Si può facilmente immaginare, tuttavia, che vi sia un interesse ricorrente, volto ad assicurare che il meccanismo di *exit* previsto da ciascuna clausola sia quanto più possibile “sicuro” e vincolante, senza lasciare spazi di contestazione o di ri-negoziazione delle condizioni alle quali viene realizzato l'*exit* previsto dalle disposizioni statutarie.

È altrettanto facile riscontrare nella prassi degli affari che, dopo la riforma del 2003, gli operatori abbiano avvertito un forte interesse ad attribuire natura statutaria alle clausole in discorso, e non già limitarsi a prevederle in appositi patti parasociali o comunque nei patti parasociali che spesso accompagnano la partecipazione di una pluralità di soci di diversa “estrazione” alla medesima società chiusa (imprenditori, fondi comuni, investitori, *manager*, ecc.). Con l'introduzione del limite quinquennale di durata dei patti parasociali, ad opera dell'art. 2341-*bis* c.c., infatti, solo la disposizione statutaria è in grado di fornire una garanzia di tenuta nel tempo di tali pattuizioni, oltre alla maggior “sicurezza” derivante dalla sua vincolatività anche nei confronti degli aventi causa di ciascun azionista<sup>48</sup>.

Per realizzare i predetti interessi, pertanto, l'autonomia negoziale sarebbe indotta, da un lato, ad introdurre sempre in statuto le pattuizioni aventi ad oggetto un *exit* forzato e, dall'altro, a fare quanto possibile per rendere vincolanti e incontestabili gli esiti di tali clausole, eliminando o riducendo al minimo lo spazio della possibile revisione del valore di liquidazione spettante in relazione alle azioni riscattate o acquistate coattivamente.

Occorre però rilevare che la norma che sancisce il diritto alla revisione del valore di liquidazione, contenuta nell'art. 2437-*ter*, comma 6, c.c., oggetto di rinvio ad opera dell'art. 2437-*sexies* c.c., ha certamente natura *inderogabile*, tanto nel proprio ambito di applicazione (il recesso legale) quanto nell'ambito del rinvio appena citato (le clausole di riscatto e, in forza di quanto sostenuto nel par. 4, le altre clausole di *exit* forzato). Lo si argomenta in base a quanto segue: anzitutto, nel sistema del recesso, una diminuzione del diritto di revisione del valore di liquidazione incorrerebbe con tutta probabilità nel divieto espresso dall'art. 2437, comma 6, c.c., ai sensi del quale «è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo»<sup>49</sup>; inoltre, tanto nel recesso

---

<sup>48</sup> Il rapporto tra clausole statutarie e patti parasociali ha visto una significativa evoluzione con la riforma del 2003, sebbene la distinzione tra le due fattispecie sia rimasta sostanzialmente invariata. Sul tema, si vedano in particolare: C. ANGELICI, *La costituzione di società per azioni*, in P. RESCIGNO (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Torino, 1985, 232 ss.; G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.; C. ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 681 ss.; ID., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in P. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, tomo I, Torino, 2004, 133 ss.; G.A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in P. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, 485 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, A. CICU, F. MESSINEO (già diretto da), L. MENGONI, P. SCHLESINGER (continuato da) Milano, 2012, spec. 240 ss.

<sup>49</sup> Si può ben asserire, a mio avviso, che l'eventuale eliminazione del diritto di contestare la valutazione delle azioni e di chiederne la revisione ad opera di un esperto indipendente, rende “più gravoso” l'esercizio del diritto di recesso, giacché il socio sarebbe privato in radice della possibilità di manifestare la propria volontà di recedere, pur facendo affidamento su una liquidazione più equa da parte di un terzo indipendente,

quanto nel riscatto, la norma rappresenta una sorta di “baluardo difensivo” delle minoranze, la cui stessa funzione verrebbe vanificata se la maggioranza potesse derogarvi in senso peggiorativo per le minoranze.

Si può dunque ammettere una regolamentazione diversa del diritto alla revisione del valore di liquidazione, ma solo in senso migliorativo per le minoranze o quanto meno non peggiorativo, ad esempio integrando la disciplina legale con alcuni aspetti non espressamente previsti dalla legge, purché non comportino limiti o diminuzioni alle facoltà del socio recedente o riscattato<sup>50</sup>. Al contrario, qualunque deroga peggiorativa, così come qualunque clausola statutaria che neghi il diritto alla revisione, o che contenga una rinuncia da parte dei soci, deve ritenersi nulla per contrarietà a norma imperativa, e come tale priva di effetti, anche dopo il termine triennale di decadenza dell'azione di impugnazione per nullità ai sensi dell'art. 2379 c.c.<sup>51</sup>.

Si può forse ragionare diversamente allorché si consideri non tanto la deroga *in peius* ad opera della clausola statutaria, bensì la *disposizione* del diritto alla revisione del valore di liquidazione, effettuata da uno o più singoli soci mediante un negozio parasociale. Si pensi alla *rinuncia unilaterale* effettuata con atto separato e avente ad oggetto, limitatamente a determinate azioni di una determinata società, il diritto alla revisione derivante da una determinata clausola statutaria. Un simile disposizione negoziale del diritto alla revisione farebbe venir meno il diritto stesso, per tutta la durata di vigenza della clausola, ma solo limitatamente al socio disponente, mentre non avrebbe alcun effetto, per le medesime azioni, nei confronti degli eventuali aventi causa.

Ebbene, se è vero che il fondamento del limite inderogabile all'autonomia negoziale, in relazione al *quantum* della clausola di riscatto (e di *exit* forzato), risiede proprio nella natura “statutaria” della clausola stessa, e che esso non avrebbe ragion d'essere in tutte le pattuizioni parasociali aventi il medesimo contenuto e i medesimi effetti, allora può ben ammettersi che, solo sul piano parasociale, i singoli soci possano disporre libe-

---

soprattutto nei casi in cui l'organo amministrativo sia particolarmente “allineato” agli interessi della maggioranza che vuole assumere la deliberazione che legittima il recesso delle minoranze.

<sup>50</sup> Si pensi al caso, ad esempio, in cui la clausola statutaria preveda un termine più ampio per l'esercizio del diritto alla revisione, oppure disponga garanzie a favore del socio recedente o riscattato, per il periodo intercorrente tra la contestazione e la revisione del valore di liquidazione, volte ad assicurare il pagamento dell'eventuale conguaglio spettante al socio stesso.

Allo stesso modo, nulla impedisce che la clausola statutaria di riscatto o di *exit* forzato prevedano meccanismi volti all'esecuzione immediata del trasferimento coattivo derivante dall'attivazione della clausola, a condizione che permanga intatto il diritto alla revisione del valore di liquidazione, anche dopo che sia divenuto efficace il trasferimento delle azioni oggetto di riscatto o di *exit* forzato. Anzi, si può forse ritenere che sia questa la disciplina derivante dal regime legale del riscatto, a differenza del recesso, là dove la contestazione del valore sospende il meccanismo di liquidazione delle azioni recedute e quindi anche il loro trasferimento con la procedura prevista dall'art. 2437-*quater* c.c., la quale non trova tuttavia applicazione – salvo particolari ipotesi – nell'ambito del riscatto e delle fattispecie atipiche di *exit* forzato (cfr. *supra*, par. 3).

<sup>51</sup> Il punto è oggetto di rari interventi dottrinali e giurisprudenziali, ma non si dovrebbe poter dubitare che sia sempre ammissibile un'azione di accertamento della nullità di una clausola statutaria, a prescindere dal fatto che essa sia stata introdotta in sede di atto costitutivo o mediante una deliberazione assembleare per la quale è spirato il termine di decadenza per la relativa impugnazione. Sul punto, nello stesso senso, seppur implicitamente, cfr. Consiglio Notarile di Milano, massima n. 13 in data 18 marzo 2004, *Clausola statutaria illecita, introdotta con delibera non più impugnabile, e successive decisioni conformi a tale clausola*, ove si afferma che «sono invalide, in quanto non conformi alla legge, le deliberazioni assembleari e le decisioni dei soci adottate sulla base di un procedimento conforme a clausola statutaria illecita, introdotta con precedente deliberazione assembleare nulla per illiceità dell'oggetto, benché non più impugnabile per decorrenza del termine triennale previsto dalla legge».

ramente dei diritti derivanti dalla clausola statutaria. La rinuncia sarebbe infatti priva di quella rilevanza “sociale” che discende dalla natura statutaria della clausola da cui origina, e che comporta la sua vincolatività nei confronti di tutti i titolari delle azioni assoggettate al riscatto, per tutta la durata della società.

La questione è simile, ma non uguale, a quella che si pone in relazione agli dispositivi o di rinuncia aventi ad oggetto diritto sociali derivanti da norme imperative del regime legale delle s.p.a. Si pensi ad esempio al patto o all’atto unilaterale con il quale uno o più singoli soci rinunciano all’esercizio del diritto di recesso, limitatamente a determinate azioni di una determinata società, in relazione a una o più cause legali di recesso che dovessero eventualmente verificarsi in futuro. Oppure si pensi alla rinuncia, sempre limitatamente a determinate azioni di una specifica società, all’esercizio del diritto di opzione per tutti gli aumenti di capitale che saranno deliberati dalla società per la sua intera durata<sup>52</sup>.

La differenza, che forse giustifica maggiori spazi di manovra per la rinuncia al diritto alla revisione del valore di liquidazione per i casi riscatto e di *exit* forzato, rispetto alla rinuncia del diritto di recesso o del diritto di opzione, sta proprio nella fonte del diritto oggetto di rinuncia. Vero è che in tutti i casi ora ipotizzati si tratta di norme inderogabili. Ma nel caso qui considerato la norma inderogabile è meramente eventuale e dipende dall’introduzione nello statuto della clausola di riscatto; essa inoltre non deve la propria inderogabilità alla necessità di proteggere un interesse generale o un interesse indisponibile dei singoli soci, bensì alla sola circostanza di assumere natura statutaria e come tale idonea ad essere vincolante per i futuri titolari delle medesime azioni. Al contrario, nei casi del diritto di recesso e del diritto di opzione le rispettive norme devono la propria natura inderogabile alla necessità di creare un bilanciamento degli interessi dei soci, soprattutto nel rapporto tra maggioranza e minoranza, che con tutta probabilità risponde a esigenze di carattere generale, volte a garantire l’appetibilità dell’investimento azionario.

Non sussistendo quindi le ragioni che potrebbero indurre, per il diritto di recesso e il diritto di opzione, a ritenere invalida una loro rinuncia o disposizione pattizia anche su piano parasociale, mi sembra ragionevole affermare la libera disponibilità, nei limiti sopra indicati, del diritto alla revisione del valore di liquidazione con una rinuncia o con negozio bilaterale o plurilaterale che non sia “consacrato” nella clausola di riscatto o di *exit* forzato.

Altra questione è quella di stabilire se un simile patto o una simile rinuncia possano essere qualificati come patti parasociali ai sensi dell’art. 2341-*bis* c.c., con la conseguente limitazione di durata di cinque anni dalla data del loro perfezionamento<sup>53</sup>.

Tale qualificazione potrebbe forse avere qualche ragion d’essere con riguardo al patto con il quale un socio si impegna verso un altro socio a non esercitare il diritto alla revisione del valore di liquidazione. Così inteso, esso potrebbe qualificarsi – molto alla lontana, invero – come un patto accessorio a un patto parasociale avente ad oggetto la

---

<sup>52</sup> Il tema è invero quasi del tutto inesplorato. Per un interessante approfondimento in tema di recesso, si veda D. MALTESE, *La rinuncia al diritto di recesso*, inedito, 2021, nonché C.A. NIGRO, D. MALTESE, nota a Court of Chancery of the State of Delaware, *Re: Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co., Civil Action No. 2017-0887-SG* – Sam Glasscock III, Vice Chancellor, 14 agosto 2019 (*Memorandum Opinion*), inedito, 2021.

<sup>53</sup> Affronta il problema D. MALTESE, *La rinuncia al diritto di recesso*, cit. par. 5.1 ss.

limitazione della circolazione delle azioni. Meno probabile, invece, è la medesima qualificazione con riferimento alla mera rinuncia unilaterale, volta unicamente a far venir meno il diritto alla revisione del valore di liquidazione per il solo socio rinunziante, proprio perché verrebbe meno la natura di “patto”, che postula una struttura bilaterale o plurilaterale dell’accordo. Resterebbe però da verificare, nel caso concreto, se una simile rinuncia costituisca effettivamente un negozio unilaterale autonomo e indipendente, oppure rappresenti un mero atto esecutivo di un diverso (ma collegato) accordo, avente la natura di patto parasociale, e come tale soggetto al limite di durata quinquennale stabilito dalla legge.

7. *Considerazioni de iure condendo sul principio di equa valorizzazione in tutti i casi di exit forzato.* – Una volta ricostruito l’insieme delle regole applicabili alle clausole di riscatto e di *exit* forzato, sulla base dell’interpretazione del diritto positivo, rimane da esaminare la questione nella diversa ottica dell’analisi *de iure condendo*, ponendosi cioè il seguente interrogativo: è davvero opportuno che la legge imponga il principio di equa valorizzazione quale norma inderogabile applicabile per tutte le clausole di riscatto e di *exit* forzato?

La risposta non è scontata e il problema non può certo esaurirsi con la trattazione che può essere ad esso dedicata nelle pagine finali di questo scritto, nelle quali cercherò comunque di svolgere alcune considerazioni per impostare la questione e per individuare le possibili soluzioni. Il punto di partenza è costituito dai benefici e dagli effetti negativi che si pensa possano derivare dalla sussistenza del limite imperativo o dalla sua eliminazione.

Per un verso, abbiamo già avuto modo di accennare ai possibili benefici derivanti dalla presenza di norme inderogabili che impongono il rispetto del principio di equa valorizzazione, con le conseguenze e i limiti di cui si è detto nei paragrafi precedenti. Esse realizzano anzitutto lo scopo di proteggere, forse un po’ paternalisticamente, gli interessi dei “soci deboli” ai quali venga imposta la clausola di riscatto o di *exit* forzato, tanto nei casi in cui sussista il loro stesso consenso (se adottata in sede di atto costitutivo o con deliberazione unanime dell’assemblea straordinaria), quanto e a maggior ragione nei casi in cui la clausola dovesse essere adottata a maggioranza, nei limiti in cui ciò possa ritenersi ammissibile<sup>54</sup>.

Inoltre, il principio di equa valorizzazione come limite inderogabile delle (sole) clausole statutarie di riscatto e di *exit* forzato è volto a impedire che le azioni di s.p.a. possano circolare “portandosi dietro” un rischio, anche solo potenziale, di essere beni espropriabili a valori iniqui. Ciò nel senso che, pur vigendo il sistema di pubblicità legale che rende conoscibile a tutti il testo vigente dello statuto, si correrebbe altrimenti il rischio che un eventuale *exit* forzato a valori iniqui rimanga nascosto nelle pieghe di complicati testi statutari o non compaia nel testo vigente dello statuto, in quanto derivante da una modifica sottoposta a condizione sospensiva e come tale non ancora “trascritta” nel testo vigente (seppur resa pubblica mediante l’iscrizione della deliberazione

---

<sup>54</sup> L’introduzione a maggioranza delle clausole di riscatto e delle clausole di *drag along* costituisce invero un interrogato non facile e tuttora aperto, seppur non privo di interventi giurisprudenziali e dottrinali, sui quali si veda la precedente nt. 18.



modificativa). Tutto ciò potrebbe comportare, nella migliore delle ipotesi, un aumento dei costi transattivi per gli investimenti azionari, anche in società chiuse, a causa della necessità di affidare ad attente *due diligence* legali il compito di evitare il rischio di incorrere in clausole di riscatto a valori risibili o iniqui; e potrebbe altresì costituire un disincentivo all'investimento azionario in società chiuse, sebbene il grado di competenza e assistenza di chi effettua simili investimenti non possa essere paragonato a quello dell'investitore c.d. *retail* dei mercati regolamentati.

Per altro verso, si possono individuare possibili effetti benefici anche dell'eventuale assenza (*rectius*: soppressione) del principio di equa valorizzazione nei casi di riscatto e di *exit* forzato.

In linea di principio, verrebbero meno i costi che derivano comunque dalla presenza di una norma inderogabile che pone limiti all'autonomia negoziale e che quindi impedisce in modo radicale e assoluto la conclusione di accordi che le parti avrebbero voluto diversamente, e che magari sono consentiti in altri paesi dove le stesse parti realizzano ulteriori componenti della medesima complessiva operazione.

Più nello specifico, l'assenza di un limite imperativo di equa valorizzazione consentirebbe alle parti – ovviamente intese come i soci delle s.p.a. chiuse che negoziano un dato assetto statutario – di poter contare sulla *incontestabilità* degli effetti di una clausola di *exit* forzato, il che potrebbe a sua volta favorire un investimento azionario qualora l'una o l'altra parte facciano affidamento su tale clausola e sulla sua efficacia vincolante, senza possibili future contestazioni, anche solo riguardanti il valore dell'*exit* forzato<sup>55</sup>.

Il che corrisponde a una più ampia esigenza, fortemente sentita nelle s.p.a. chiuse (e ampiamente soddisfatta dalla disciplina delle s.r.l.), di avvalersi dei modelli societari quale strumenti “duttili” e addomesticabili agli svariati bisogni che emergono fisiologicamente nelle complesse operazioni di investimento e di ristrutturazione del debito nelle imprese societarie. Si tratta di una esigenza che potremmo dire di “contrattualizzazione” delle s.p.a. e che costituisce certamente una delle principali linee direttrici lungo le quali si sono evoluti negli ultimi decenni tutti i modelli organizzativi delle società di capitali nelle economie di libero mercato.

Nella materia qui esaminata, pur avendo in qualche modo ridimensionato le conseguenze del principio di equa valorizzazione<sup>56</sup>, si può in effetti rilevare che l'attuale di-

---

<sup>55</sup> Si pensi ad esempio alla situazione nella quale uno o più fondi di *private equity* negoziano un investimento richiedendo di poter imporre, in un determinato momento, un *exit* forzato di altri soci, senza che questi possano sindacare il valore di liquidazione (ad esempio mediante una di quelle clausole di “vendita collettiva forzata” descritte nel precedente par. 4).

Interessanti spunti sulle esigenze derivanti dalle operazioni di *private equity* e di *venture capital*, anche con riferimento ai temi in discorso, possono rinvenirsi in C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato, Università LUISS di Roma, 1 marzo 2019, disponibile a <https://iris.luiss.it>.

<sup>56</sup> Intendo dire, in primo luogo, che, se sono corrette le conclusioni alle quali sono giunto nei paragrafi precedenti, l'applicazione del principio di equa valorizzazione non impedisce all'autonomia statutaria di formulare le clausole di riscatto di *exit* forzato nel modo più congeniale all'interesse delle parti, senza dover espressamente adottare i criteri di legge, né farvi esplicito rinvio, fermo restando il diritto alla revisione del valore di liquidazione qualora, in concreto, il risultato della clausola conduca a un valore inferiore alla soglia minima data dai criteri stabiliti dalla legge per il recesso. In secondo luogo, pare ragionevole affermare che, tranne evidenti casi di abuso (nei quali ben venga la possibilità di far ricorso a una revisione del valore di liquidazione ad opera dell'esperto nominato dal tribunale), la meccanica stessa delle clausole di *exit* for-

ritto positivo stringe l'autonomia negoziale in una "tenaglia" formata da due limiti imperativi tra loro combinati.

Da un lato, se l'autonomia negoziale si avvale del contratto – e non dello statuto – essa è libera nella determinazione del contenuto delle clausole e non soggiace alle conseguenze del principio di equa valorizzazione, ma le parti incontrano tuttavia il limite invalicabile della durata quinquennale dei patti parasociali, nella misura in cui un accordo che non costituisca un mero patto di opzione *call* debba essere qualificato, com'è probabile che sia, come un patto parasociale ai sensi dell'art. 2341-*bis* c.c.

Dall'altro, se l'autonomia negoziale si avvale dello statuto, magari proprio al fine di evitare il limite di durata dei patti parasociali, essa è libera nella determinazione della durata della clausola di riscatto o di *exit* forzato – che evidentemente può avere la medesima durata della società – ma viene limitata nel contenuto e negli effetti. Infatti, se ci si avvale della clausola statutaria, non si può liberamente imporre il prezzo o i criteri ritenuti appropriati nel caso concreto, anche per realizzare interessi meritevoli di tutela, nemmeno qualora le parti intendano consapevolmente accettare una quantificazione dell'*exit* forzato che potrebbe anche risultare, in talune circostanze, inferiore a quanto sarebbe derivato dai criteri stabiliti dalla legge per il recesso.

È vero che non mancano le vie d'uscita: in base a quanto sostenuto nel precedente paragrafo, ad esempio, si potrebbe ricorrere alla combinazione tra la clausola statutaria, che non pone limiti di durata e assume efficacia anche nei confronti di eventuali aventi causa dei titolari delle azioni gravate dall'*exit* forzato, e la rinuncia parasociale del diritto alla revisione del prezzo derivante dal principio di equa valorizzazione, che dovrebbe essere ritenuta valida proprio in quanto vincolante per i soli rinunzianti e non per i loro aventi causa.

Tuttavia, non sembra una soluzione ottimale. Non si può disconoscere il rischio che, alla stregua dell'attuale diritto positivo, la rinuncia al diritto alla revisione sia qualificata come l'elemento di un più ampio accordo, avente ad oggetto l'intera regolamentazione dei rapporti tra alcuni soci della s.p.a. chiusa, e comportante (non già una mera rinuncia unilaterale, bensì) un impegno a non esercitare il diritto alla revisione del valore di liquidazione, come tale rientrante nella fattispecie dei patti parasociali di cui all'art. 2341-*bis*, comma 1, lett. *b*), c.c., e quindi anch'esso soggetto al limite quinquennale di durata.

Pertanto, sul piano *de iure condendo*, si può concludere rilevando che sussistono ragioni di opportunità per valutare una modifica legislativa che consenta all'autonomia negoziale di svincolarsi dalla morsa dei due limiti imperativi poc'anzi ricordati. Delle due l'una: o si elimina la natura imperativa delle regole in tema di equa valorizzazione, disattivando l'estensione di tali norme alle clausole statutarie di recesso e di *exit* forzato, la cui disciplina dovrebbe a mio avviso rimanere uniforme, da questo punto di vista, non essendovi ragioni per una distinzione molto formalistica tra il riscatto "potestativo" e il riscatto "obbligatorio"<sup>57</sup>; oppure si elimina il limite di durata quinquennale dei patti parasociali di cui alla lett. *b*) dell'art. 2341-*bis* c.c. (ossia i patti che «pongono limiti al

---

zato conduce di per sé a un risultato che l'eventuale esperto potrà con tutta probabilità riconoscere come "equo" e rispettoso dei criteri di liquidazione previsti per il recesso, in quanto esito di una procedura che in qualche modo conduce a far emergere proprio il "valore di mercato" in quel preciso momento.

<sup>57</sup> Si veda in proposito il confronto tra le due ipotesi formulate nella precedente nt. 29.

trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano»), fermo restando il limite generale dell'art. 1379 c.c. (ai sensi del quale «il divieto di alienare stabilito per contratto [...] non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti») per i soli patti che contengano divieti assoluti di vendita delle azioni.

Nel soppesare gli effetti dell'una e dell'altra soluzione, solo in parte esaminati nel presente scritto, la mia preferenza va alla seconda soluzione, pur dovendo necessariamente rinviare a più approfondite riflessioni una compiuta argomentazione di tale orientamento.

# CESSIONE AI SOCI DELLA PRETESA CREDITORIA DELLA SOCIETÀ IN LIQUIDAZIONE

di Giuseppe Niccolini

1. Traggo spunto da una recente sentenza del Tribunale di Chieti<sup>1</sup> per svolgere qualche breve considerazione in tema di cessione ai soci, da parte di una società di capitali in liquidazione, di pretese creditorie.

Questo il caso conosciuto dalla sentenza: una società a responsabilità limitata in liquidazione decide (lo fa con deliberazione assembleare assunta all'unanimità) di cedere ai soci, proporzionalmente alle quote di capitale da ciascuno di essi detenute, i crediti anche a titolo di ripetizione d'indebitato vantati nei confronti di alcune banche; di lì a poco la società si cancella dal registro delle imprese; gli ex soci agiscono nei confronti di una delle banche reclamando l'invalidità delle commissioni di massimo scoperto applicate e chiedendo la restituzione delle somme a tale titolo indebitamente pagate dalla società.

Questa la decisione: la pretesa creditoria (mera pretesa, non credito: per giunta litigiosa) non azionata dalla società in liquidazione deve reputarsi rinunciata per effetto della cancellazione della società stessa: *ergo* quella pretesa non poteva essere ceduta ai soci, la cui domanda nei confronti della banca – *pour conclure* – è infondata.

2. Ben difficile, a parer mio, condividere il verdetto. Fondato su un processo argomentativo che si risolve in un dialele, il *decisum* del giudice teatino credo davvero che susciterebbe in un Homer Simpson che (irrealistico: ma mi piace immaginarlo) vestisse i panni del giurista uno di quei caratteristici suoi «d'oh» che (poco e malamente) dissimulano un *annoyed grunt*.

Non c'è bisogno, per farsi persuasi dell'inesattezza della decisione, di schierarsi fra le file di coloro i quali (non sono pochi) contrastano la lettura secondo cui le semplici pretese e i crediti controversi o illiquidi che, in quanto tali, non trovino iscrizione nel bilancio finale di liquidazione devono ritenersi *implicite aut tacite* rinunciati dalla società e dunque non trasmessi ai suoi soci<sup>2</sup>.

Invero, anche a dare per ammessa quella lettura (che si è detto<sup>3</sup> essere stata ipotizzata più che risolutamente enunciata dalla notissima lezione nomofilattica del

---

<sup>1</sup> Trib. Chieti, 5 luglio 2021, in *Foro it.*, 2022, I, col. 364 (e nella rivista informatica *Ex parte creditoris*), Giud. E. Colagreco, Caldarelli c. BPER Banca s.p.a., riassunta nella seguente massima: «La mera pretesa creditoria di società in liquidazione non azionata dal liquidatore, da ritenere rinunciata per effetto della cancellazione della società dal registro delle imprese, non può essere ceduta ai suoi soci».

<sup>2</sup> Richiami in P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali. Artt. 2484-2496*, in *Cod. civ. comm.* fondato e diretto da P. SCHLESINGER e continuato da F.D. BUSNELLI, G. PONZANELLI, Milano, 2021, 520 ss.

<sup>3</sup> Cass., 22 maggio 2020, n. 9464, in *Foro it.*, 2020, I, col. 3530, con nota di G. NICCOLINI, *Sulla rinun-*

2013<sup>4</sup>: ma che spesso in quest'ultimo senso è stata intesa nelle applicazioni, e sulla quale la giurisprudenza più recente pur sembrerebbe incline a cauta rimeditazione<sup>5</sup>), la decisione non si avvede che ben diversa dalla pretesa creditoria del tutto trascurata (anche nella tavola contabile di chiusura) dalla liquidazione è la pretesa creditoria considerata e gestita dalla liquidazione (e prima del suo concludersi: nelle viste, anzi, del suo completamento), con riguardo alla quale non v'è spazio per ragionare in chiave di muto abbandono, per parlare di rapporto adespoto<sup>6</sup>.

Nulla si oppone a che la società che ritenga di avere diritto a una determinata somma, per vedersi riconosciuta la quale dovrebbe (e costituisce un'invarianza che non l'abbia ancora fatto) agire giudiziarmente, ceda quella sua pretesa: perché al lume del predicato normativo dell'art. 1260 cod. civ. può formare oggetto di cessione anche un credito non determinato nell'ammontare (come quello al risarcimento del danno, illi-

---

*cia ai crediti sociali in conseguenza della cancellazione della società dal registro delle imprese, e in Dir. banc.*, 2021, 455, con nota di A. NIGRO, *Cancellazione delle società di capitali e sorte dei crediti «incerti» sopravvissuti: finalmente parole chiare (e convincenti) della Cassazione.*

<sup>4</sup> Cass., sez. un., 12 marzo 2013, n. 6070, decisione pubblicata in molti luoghi e da molti commentata. Mi limito a indicare *Foro it.*, 2013, I, col. 2189, con note di D. LONGO, *Ancora sugli effetti della cancellazione delle società dal registro delle imprese: chiarimenti o nuove incertezze?*, e di A. NIGRO, *Cancellazione ed estinzione delle società: una parola definitiva dalle sezioni unite, nonché ivi*, 2014, I, col. 228, con nota di A. PROTO PISANI, *Note sulla estinzione delle società per azioni, processi pendenti (e impugnazione della sentenza nei confronti della società estinta).*

<sup>5</sup> Intendo riferirmi a Cass., 22 maggio 2020, n. 9464, cit. nella precedente nota 3, alla quale hanno fatto seguito Cass., 16 ottobre 2020, n. 22432, in *ForoPlus*; Cass., 14 dicembre 2020, n. 28439, in *Foro it.*, 2021, I, col. 128, nonché in *Dir. banc.*, 2021, 455, con nota di A. NIGRO, *Cancellazione*, cit., e in *Società*, 2021, 667, con nota di M. COSTANZA, *Il bilancio finale di liquidazione non è eloquente*; Cass., 21 dicembre 2020, n. 30073, ined.; Cass., 26 gennaio 2021, n. 1724, in *Giur. it.*, 2021, 1651, con nota di A. BERTOLOTTI, *Residui attivi non liquidati e sopravvenienze attive*, e in *Società*, 2021, 1079, con nota di D. MANENTE, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di legittimità sulla sorte dei crediti della società cancellata non iscritti nel bilancio finale di liquidazione*; Cass., 9 febbraio 2021, n. 3136, in *Foro it.*, 2021, I, col. 822; Cass., 10 marzo 2021, n. 6771, in *ForoPlus*; Cass., 18 maggio 2021, n. 13534, in *Foro it.*, 2021, I, col. 2759; Cass., 30 settembre 2021, n. 26539, ined.; Cass., 13 ottobre 2021, n. 27894, in *Foro it.*, 2021, I, col. 3839. V. anche Cass., 25 marzo 2021, n. 8521, in *Foro it.*, 2021, I, col. 1607, con osservazioni di G. NICCOLINI. Lambisce il tema Cass., 22 dicembre 2021, n. 41263, in *ForoPlus*, che si occupa del successore del creditore estintosi prima della pronuncia giudiziale (il socio di società cancellata durante il giudizio), al quale il debitore aggredito, nell'opporvi all'esecuzione, intenda obiettare che l'obbligazione era venuta meno per rinuncia del debitore da parte della società. Si veda peraltro Cass., 4 marzo 2021, n. 5889, in *ForoPlus*, che non percorre il nuovo sentiero interpretativo aperto dalle testé citate decisioni.

Il tema della rinuncia tacita ad un diritto è stato recentemente perlustrato da Cass., 14 giugno 2021, n. 16743 (in *Foro it.*, 2022, I, col. 1407, con osservazioni di G. NAZERAJ: leggesi anche in *Nuova giur. civ.*, 2021, 1164, con commenti di G. D'AMICO, *Buona fede ed estinzione (parziale) del diritto di credito*, di F. MACARIO, *Fattispecie estintiva e buona fede nell'esercizio tardivo del diritto di credito*, di M. ORLANDI, *Ermeneutica del silenzio*, di C. SCOGNAMIGLIO, *La Verwirkung (ed i suoi limiti) innanzi alla Corte di cassazione*; nonché in *Immobili & proprietà*, 2021, 465, con nota di M. MONEGAT, *La richiesta repentina di pagamento del canone dopo sette anni di mancata corresponsione costituisce abuso del diritto perché contraria ai principi di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto*, e in *Danno e resp.*, 2022, 97, con nota di A.M.S. CALDORO, *Inerzia del creditore, affidamento, rilancio improvviso delle pretese creditorie: di buona fede (militante), abuso e Verwirkung*), per pervenire all'affermazione che «in un contratto di locazione di immobile ad uso abitativo l'assoluta inerzia del locatore nell'escutare il conduttore per ottenere il pagamento del corrispettivo sino ad allora maturato, protrattasi per un periodo di tempo assai considerevole in rapporto alla durata del contratto, e suffragata da elementi circostanziali oggettivamente idonei a ingenerare nel conduttore un affidamento nella remissione del diritto di credito da parte del locatore per *facta concludentia*, l'improvvisa richiesta di integrale pagamento costituisce esercizio abusivo del diritto».

<sup>6</sup> E si veda Trib. Roma, ord. 8 aprile 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, cod. 8159-2017.

quido fino a quando non venga determinato nel suo importo)<sup>7</sup> o un credito non esigibile (come quello sottoposto a condizione sospensiva)<sup>8</sup> o, purché sia determinabile, un credito futuro, semplicemente sperato, ossia meramente eventuale (l'aleatorietà che in questo caso caratterizza il contratto di cessione non ne comporta l'invalidità essendo essa insita nella nozione di «cosa futura» espressamente prevista come possibile oggetto di prestazione dall'art. 1348 cod. civ.)<sup>9</sup>.

E allora: così come sarebbe di per sé legittima una cessione, da parte di una società in liquidazione, della pretesa creditoria a terzi, del pari intrinsecamente legittima sarebbe la cessione della pretesa creditoria ai soci, vuoi durante la liquidazione vuoi al suo termine, come atto di (anticipato o conclusivo) riparto dell'attivo (come accadrà almeno di solito, pur non potendosi escludere che la cessione in favore dei soci, non abbia causa societaria, ma sia posta in essere ad altro titolo, ad esempio *solvendi causa*<sup>10</sup> o anche *venditionis causa*).

3. La sentenza dalla quale ho preso le mosse sembra poi annettere significativo rilievo al fatto che si trattasse di credito «litigioso».

Ma nemmeno questo connotato del credito ne impedisce la cessione. Invero, che si voglia qualificare «litigioso» solo il credito con riguardo al quale sia già stata introdotta controversia giudiziale o anche quello soltanto esposto – o seriamente esposto – a lite *apud iudicem* (e in quest'ultima direzione ci si è orientati con riguardo ai «diritti sui quali è sorta contestazione davanti l'autorità giudiziaria» di cui all'art. 1261 cod.

<sup>7</sup> Cass., 21 aprile 1986 n. 2812, in *Foro it.*, Rep. 1986, voce *Obbligazioni in genere*, n. 39; Cass. 13 maggio 2009, n. 11095, in *Foro it.*, Rep. 2011, voce *ult. cit.*, n. 58, e in *Arch. circolaz.*, 2011, 936; Cass. 10 gennaio 2012, n. 51 e n. 52, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 1217, con nota di S. ARGINE, *Il (precario) principio di libera cedibilità dei crediti cristallizzato da due sentenze gemelle della cassazione del 2012*, nonché in *Arch. circolaz.*, 2012, 319 e in *Giur. it.*, 2012, 2541.

E nel segno del principio di libera cedibilità dei crediti si è precisato che trasferibile è anche il credito avente ad oggetto il risarcimento del danno non patrimoniale: Cass., 3 ottobre 2013, n. 22601, in *Foro it.*, 2014, I, col. 876, in *Vita not.*, 2014, 291, in *Arch. circolaz.*, 2014, 637, con nota di M. SENZACQUA, *Sì alla cessione del credito al risarcimento del danno, anche non patrimoniale*, in *Resp. civ. e prev.*, 2014, 539, con nota di S. ARGINE, *Alla ricerca dei giusti confini della cessione del credito*, e in *Corriere giur.*, 2014, 1232, con nota di G. GENOVESI, *La cessione del credito risarcitorio del danno non patrimoniale*.

<sup>8</sup> Cass., 24 maggio 2001, n. 7083, in *Foro it.*, Rep. 2001, voce *Cessione dei crediti*, n. 21, e in *Giust. civ.*, 2001, I, 2363; Cass., 24 ottobre 1975, n. 3519, in *Foro it.*, Rep. 1975, voce *Fallimento*, n. 369.

<sup>9</sup> Cass., 11 maggio 1990, n. 4040, in *Foro it.*, 1991, I, col. 2489, con nota di R. SIMONE, *Cessione in garanzia di crediti futuri: la cassazione ci ripensa*; Cass., 22 novembre 1993, n. 11516, in *Foro it.*, 1994, I, col. 3126, e in *Fallimento*, 1994, 386; Trib. Bologna, 29 aprile 2009, in *Foro it.*, Rep. 2009, voce *Sindacati*, n. 50, e in *Riv. giur. lav.*, 2009, II, 827; Cass., 10 settembre 2009, n. 19501, in *Foro it.*, Rep. 2009, voce *Esecuzione per obbligazioni pecuniarie*, n. 59; Cass., 10 dicembre 2018, n. 31896, in *Foro it.*, Rep. 2018, voce *Cessione dei crediti*, n. 12.

Altro è che la cessione del credito futuro abbia efficacia meramente obbligatoria, nel senso che il trasferimento del credito nel patrimonio del cessionario si verifica soltanto nel momento in cui il credito stesso viene ad esistenza: T.a.r. Campania, sez. VIII, 20 maggio 2020, n. 1888, in *Foro it.*, Rep. 2020, voce *Cessione dei crediti*, n. 20; Cass., 17 gennaio 2012, n. 551, in *Foro it.*, Rep. 2012, voce *Fallimento*, n. 342; Cass., 22 aprile 2003, n. 6422, in *Foro it.*, Rep. 2003, voce *Cessione dei crediti*, n. 18, nonché in *Nuova giur. civ.*, 2004, I, 755, con nota di E. LANZI, *Brevi note in materia di efficacia ed opponibilità del credito futuro in garanzia*, e in *Foro pad.*, 2004, I, col. 19; Cass., 28 gennaio 2002, n. 979, in *Foro it.*, 2002, I, col. 1757.

<sup>10</sup> Si faccia il caso che la cessione abbia luogo per estinguere il credito del socio alla restituzione di un finanziamento concesso alla società.

civ.<sup>11</sup>), è in ogni caso certo che il credito «litigioso» non è per tale sua indole estraneo alla realtà economico-giuridica, tanto da essere tutelabile<sup>12</sup> e, come attesta fuggendo ogni possibile dubbio il divieto soggettivo scritto nel citato art. 1261 cod. civ., cedibile.

4. Il problema non sta, dunque, nell'ammissibilità della cessione in parola *in quanto tale*, ma – chiamata com'è a superare l'obiezione per cui una cessione ai soci, come quota di liquidazione, di una «pretesa» della società, ossia di un credito ipotetico, incerto nel (suo esistere e nel) suo ammontare, impedisce di conoscere il *quantum* della quota di liquidazione e, dunque, i termini economici della responsabilità dei soci di cui all'art. 2495, 2° co., cod. civ. – nella sua conciliabilità con il sistema dell'ordinamento societario.

Eppure una siffatta condizione di fluida incertezza è immanente in ogni caso di attribuzione ai soci di beni sociali a titolo di quota di liquidazione: il che non è bastato e non basta a dare l'ostracismo a questa tecnica ripartitoria<sup>13</sup> (alla quale, trattandosi di istanze creditorie, non di rado utilmente si ricorre proprio per sottrarre la società alle lungaggini della liquidazione e ai suoi costi), essendosi osservato che l'arsenale difensivo di cui dispongono i creditori sociali trascurati o maltrattati dalla liquidazione non difetta di arma (comune a ogni caso di liquidazione imperfetta di una società e, sebbene di malagevole impiego, nient'affatto neutralizzata in caso distribuzione in natura del risultato finale dell'operazione collettiva), quella della contestazione del valore delle assegnazioni volta a far valere nella sua vera misura, maggiore di quella indicata nel bilancio finale di liquidazione, la responsabilità dei soci nei confronti dei creditori sociali non soddisfatti (oltre che, ovviamente, quella della responsabilità del liquidatore).

---

<sup>11</sup> Cass., 20 novembre 2018, n. 29834, in *Foro it.*, Rep. 2019, voce *Cessione dei crediti*, n. 6, e in *Foro pad.*, 2019, I, col. 119, con nota di S. ARGINE, *Cessione del credito intrinsecamente litigioso e ceto forense*, distanziandosi da Cass., 16 luglio 2003, n. 11144, in *Foro it.*, Rep. 2003, voce *ult. cit.*, n. 21.

<sup>12</sup> Ad es. Cass., 18 maggio 2021, n. 13353, in *ForoPlus*; Cass., 19 febbraio 2020, n. 4212, in *Foro it.*, Rep. 2020, voce *Revocatoria (azione)*, n. 17; Cass., 13 settembre 2019, n. 22859, in *Foro it.*, Rep. 2019, voce *ult. cit.*, n. 17, e in *Fisco*, 2019, 3669; Cass., 18 luglio 2019, n. 19439, ined.; Cass., 5 febbraio 2019, n. 3369, in *Foro it.*, Rep. 2019, voce *Procedimento civile*, n. 294; Trib. Roma, 20 settembre 2018, in *Foro it.*, Rep. 2018, voce *Revocatoria (azione)*, n. 12 e nella rivista informatica *lanuovaproceduracivile.com*, 2018; Trib. Roma, 11 ottobre 2016, n. 18759, in *giurisprudenzadelleimprese.it.*, cod. 70362-2013; Cass., 22 marzo 2016, n. 5619, in *Foro it.*, Rep. 2016, voce *ult. cit.*, n. 18; Cass., 10 febbraio 2016, n. 2673, in *Foro it.*, Rep. 2016, voce *Procedimento civile*, n. 314; Cass., 19 novembre 2015, n. 23666, in *Foro it.*, Rep. 2015, voce *Revocatoria (azione)*, n. 10, e in *Giur. it.*, 2016, 1352, con nota di V. CINTIO, *Revocatoria ordinaria e credito litigioso*; Cass., 19 febbraio 2013, n. 4044, in *Foro it.*, 2013, I, col. 3292.

<sup>13</sup> È pur da dire che la riflessione degli interpreti, su questo tema, si è prevalentemente soffermata su altra questione, quella della necessità o meno del consenso di tutti i soci. Circa i termini del dibattito su tale argomento, e per le opportune indicazioni di dottrina e giurisprudenza, si veda P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento*, cit. nella nota 2, 427 e ss., e più recentemente Trib. Venezia, ord. 29 novembre 2021, ined.

# LA REVOCATORIA DI DESTINAZIONI (DELL'ASSEGNAZIONE "DIMENSIONATA" DELLA PARTECIPAZIONE SOCIALE, DELLA FUSIONE E DELLA SCISSIONE)\*

di Maurizio Onza e Luigi Salamone

SOMMARIO: SEZIONE I. Il "caso" dell'assegnazione "dimensionata" della partecipazione sociale. – 1. Confini dell'indagine. – 2. Un'ipotesi ricostruttiva. – 2.1. Partecipazioni sociali "dimensionate" e partecipazione alle perdite. – 2.2. La "causa" del "dimensionamento". – 3. Conseguenze sull'azione revocatoria. – 4. Due (ulteriori) questioni: sull'aumento di capitale sociale e sulle società cc.dd. di persone. – SEZIONE II. Azione revocatoria, scissione e fusione di società. – 1. Come tutto ebbe inizio ("se una notte d'inverno, un viaggiatore ..."). – 2. Azione revocatoria e scissione di società: *pars destruens*. – 3. (Segue): *pars construens*. – 4. Conseguenze. Come rendere effettiva la tutela dei creditori nelle fusioni e nelle scissioni: A) a quali fatti si applicano le opposizioni e quali effetti producono. – 5. (Segue): B) a quali fatti si applicano le azioni revocatorie e quali effetti producono in via generale. – 6. (Segue): revocatoria di scissione. – 7. Tutela dei creditori e fusione di società.

## Sezione I

### IL "CASO" DELL'ASSEGNAZIONE "DIMENSIONATA" DELLA PARTECIPAZIONE SOCIALE

1. *Confini dell'indagine*. – In via preliminare, è opportuno tracciare i confini dell'indagine che si intende proporre.

In effetti:

- a) non ci si soffermerà sui *presupposti* e *sull'atteggiarsi* dell'azione revocatoria (ordinaria, regolata, per gli aspetti essenziali e sostanziali, nel codice civile; o disciplinata nelle procedure di insolvenza, di crisi o di amministrazione straordinaria); pure
- b) non ci si soffermerà su *come l'azione revocatoria si sviluppi rispetto alle destinazioni patrimoniali* e, segnatamente, rispetto al *conferimento*<sup>1</sup> in società<sup>2</sup>; piuttosto

---

\* Questo lavoro, benché concordemente pianificato e svolto nella condivisione delle opinioni e nella stabile consultazione tra gli autori, è da attribuirsi – rispettivamente – a Maurizio Onza, per la Sezione I, ed a Luigi Salamone, per la Sezione II.

<sup>1</sup> V., anche, *ultra*, nt. 8.

<sup>2</sup> Su cui, v. F.S. MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000, *passim*. E, traendo spunto dai provvedimenti giudiziari centrati sullo stato soggettivo, v. ID., *L'individuazione degli stati soggettivi nella revocatoria del conferimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 593 ss.; nonché P. ZETTERA, *Rilevanza della "scientia damni" in capo ai soci fondatori diversi dal conferente, nella revocatoria di un conferimento in sede di costituzione di una società di capitali, e compatibilità della stessa con la ratio dell'azione revocatoria*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, II, 556 ss. Cfr., da ultimo, L. SALAMONE, *Il capitale e i conferimenti*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, a cura di, vol. I, Milano, 2020, 412 ss.



- c) si concentrerà l'attenzione sugli (eventuali) *problemi* che l'azione revocatoria pone nel contesto del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale nelle, ed al momento della costituzione delle, società cc.dd. di capitali, proponendo, in chiusura, due battute su quei problemi nell'aumento del capitale sociale e nelle società cc.dd. personali; peraltro
- d) l'analisi si svolgerà limitando il discorso, essenzialmente, all'azione revocatoria ordinaria, giacché non sembra vi siano differenze significative, sul punto, con quella disciplinata nelle procedure di insolvenza, di crisi o di amministrazione straordinaria.

2. *Un'ipotesi ricostruttiva.* – Ciò posto, conviene muovere fissando i profili essenziali del contesto che è stato designato come “dimensionamento pattizio della partecipazione sociale”<sup>3</sup>. Al riguardo, affinando una linea di pensiero già collaudata<sup>4</sup>, può così declinarsi una (tra le) ipotesi ricostruttiva(e)<sup>5</sup>.

- A. Si tratta, in linea generale, di una tecnica che si appunta sulla *derogabilità convenzionale del rapporto proporzionale* tra il valore del conferimento, delle utilità conferite, e il *quantum* di (valore di) partecipazione sociale<sup>6</sup> positivamente ammessa, dal 2003, nelle società azionarie (art. 2346, comma 4, c.c.) e nella società a responsabilità limitata (art. 2468, comma 2, c.c.).
- B. Deroga che si fonda sulla *dissociazione*, nella conformazione del rapporto contrattuale, di un *profilo interno* da un *profilo esterno*: quello, rimettendo alla volontà delle parti del contratto sociale<sup>7</sup> la misura della partecipazione sociale di ciascuno; questo, assicurando, imperativamente, la *corrispondenza del valore complessivo* delle utilità conferite al valore indicato nella clausola dell'atto costitutivo siccome *capitale sociale c.d. nominale* (artt. 2346, comma 5, e 2464, comma 1, c.c.)<sup>8</sup>, il cui

<sup>3</sup> V., se si vuole, M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 709 ss. Locuzione successivamente accolta da F. BRIOLINI, *Appunti in tema di revocatoria dei conferimenti in società e garanzia patrimoniale*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, I, 844 s.; cfr. pure A. STAGNO D'ALCONTRES-N. DE LUCA, *Le società*, vol. II, Torino, 2017, 350, nt. 34.

<sup>4</sup> In M. ONZA, *op. loc. cit.* Per le diverse prospettive, v. *ultra*, nt. 5.

<sup>5</sup> Tra i vari, cfr. F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, *passim*; e, nella s.p.a., A. VALZER, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, vol. I, Milano, 2016, *sub art. 2346 co. 4 e 5*, 473 ss.; nella s.r.l., G. XERRI, *Conferimenti e capitale*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario. Dedicato a G.B. Portale*, Giuffrè, Milano, 2011, 138 ss., e M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 421 ss. Cfr., in fine, E. MARCHISIO, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni e la partecipazione al rapporto (ma non al capitale) sociale*, in *Riv. soc.*, 2020, 1425 ss. Cfr., pure, M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio dir. civ. e comm.*, 2/2016, 379 ss.

<sup>6</sup> In qualunque modo espresso: esemplarmente, moneta (avente corso legale), percentuale o frazione.

<sup>7</sup> Contratto e non atto unilaterale, al dimensionamento pattizio della partecipazione sociale essendo coesenziale, ovviamente, la pluralità di parti.

<sup>8</sup> Un angolo visuale, questo, in cui v'è una *correlazione tra valori*, quello del capitale sociale c.d. nominale, espresso in moneta avente corso legale, e quello delle (complessive) utilità conferite (da esprimere, specularmente, in moneta avente corso legale), che consente, anzi impone, una dotazione patrimoniale iniziale (vincolata, appunto, nel minimo) di “utilità” alla società. Dotazione, poi, che viene fornita attraverso un atto, specifico, denominato conferimento, apprezzabile, socio-economicamente, siccome investimento e, giuridicamente,

- minimo, come noto, è fissato dall'ordinamento (c.d. minimo legale), consentendone, tra l'altro, la funzione di condizionare la persistenza dell'iniziativa intrapresa<sup>9</sup>.
- C. Una tecnica, scrutando la legge di delegazione della riforma del 2003 e la relazione al conseguente decreto legislativo, introdotta per *due obiettivi: consentire*, da un lato, *ai soci* di “regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali”; e *consentire*, dall'altro, *all'ente* di acquisire “ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale” e, dunque, utilità da coinvolgere nell'attività sociale quantunque “non corrispondenti ai requisiti richiesti per la loro imputazione al capitale”<sup>10</sup>.
- D. Esempiarmente: fatto 100 il capitale sociale c.d. nominale, il socio Paolo conferisce utilità (di valore) per 80 e riceve un *quantum* di (valore di) partecipazione sociale per 20; ed il socio Francesca conferisce utilità (di valore) per 20 e riceve un *quantum* di (valore di) partecipazione sociale per 80; oppure ancora Paolo conferisce utilità (di valore) per 50 e riceve un *quantum* di (valore di) partecipazione sociale per 40 e Francesca conferisce utilità (di valore) per 50 e riceve un *quantum* di (valore di) partecipazione sociale per 60, conferendo, in relazione al *quantum* di (valore di) partecipazione sociale ottenuto, Paolo, “10 in più” e, Francesca, “10 in meno”; ciò quantunque entrambi “formalmente” conferiscano utilità (di valore) per 50. D'onde, in tali ipotesi, per un verso, i conferimenti a “copertura” del capitale sociale c.d. nominale sono complessivamente (di valore) pari a 100, il valore delle utilità ottenute da quelli “raggiungendo” il valore di questo, dotando, conseguentemente, la società di un patrimonio iniziale (di “stabili” utilità) pari a (l valore di) 100; e dall'altro, le partecipazioni sociali sono “assegnate in modo non proporzionale” al (valore del)le utilità conferite da ciascuno.
- E. Ebbene, *due* sono a *prima vista i problemi* da affrontare, allora partitamente, centrati: l'uno, sulla *partecipazione alle perdite delle partecipazioni sociali “dimensionate”*; l'altro (e connesso), sulla *“causa” del dimensionamento stesso*.

2.1. *Partecipazioni sociali “dimensionate” e partecipazione alle perdite.* – Sotto il primo profilo, il dimensionamento pattizio della partecipazione sociale, può osservarsi, è una *tecnica che*, in tesi, o *presuppone la partecipazione sociale correlata al capitale sociale c.d. nominale o la assegna*.

*Presuppone* che ad una parte contrattuale (beneficiario) si *attribuisca* una partecipazione sociale proporzionalmente maggiore del valore assegnato alla utilità da quella

---

quale destinazione, giacché le utilità sono destinate stabilmente benché impiegate liberamente dai gestori per il perseguimento dell'oggetto sociale, non essendo, *durante societate*, suscettibili di restituzione (*lato sensu*) se non attraverso procedimenti regolati (si allude alla riduzione c.d. volontaria del capitale sociale; cfr. artt. 2445 e 2482 c.c.). Sulla sospensione di questa funzione a cagione dell'emergenza sanitaria, sia permesso, per semplicità, il rinvio a F. CASINI-M. ONZA, *Capitale sociale, conferimenti, socio moroso*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Torino, 2022, § 1.3., in corso di pubblicazione, ove ampi riferimenti bibliografici.

<sup>9</sup> Sicché, quando il patrimonio sociale “scende” al di sotto del (valore del) c.d. minimo legale, la società deve sciogliersi, salvo ri-organizzazione o trasformazione: v. art. 2484, comma 1, n. 4, c.c. Sulle funzioni del capitale sociale (nella s.r.l. ma con respiro transtipico), v., oggi, L. SALAMONE, *op. cit.*, 327 ss.

<sup>10</sup> Nell'ordine: art. 4, comma 5, lett. a), l. n. 366/2001 [e per la s.r.l., il precedente art. 3, comma 2, lett. c)] nonché Relazione al d.lgs. n. 6/2003, § 3, n. 2. Sul rapporto tra conferimenti e capitale sociale, v. di recente A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società di capitali*. Trent'anni dopo, Torino, 2021, 5 ss.

conferita, incidendo sul *quantum* di (valore della) partecipazione attribuita; ovvero *assegna* una partecipazione sociale ad un soggetto (vale a dire: *rende parte del rapporto sociale un soggetto*) il quale, al postutto, *non si è obbligato ad alcuna prestazione* ovvero si è *impegnato a favore dell'ente all'adempimento di una prestazione il cui valore* (i.e. il valore dell'utilità prestata) *non viene conteggiato*, neppure parzialmente, a "copertura" del (valore del) capitale sociale c.d. nominale.

Ed è questa, l'ipotesi di *assegnazione* della partecipazione sociale a chi non ha effettuato un conferimento la cui utilità è conteggiata in quelle destinate a "coprire" il (valore del) capitale sociale c.d. nominale obbligandosi o non ad una prestazione verso l'ente, la modalità della tecnica in questione che si presenta più problematica, rischiando di *rendere socio chi non versi nella "posizione tipica del socio"*, violando (si obietta da alcuni) il c.d. divieto del patto leonino<sup>11</sup>.

Ciò non dimeno, si potrebbe argomentare come segue:

- a) che per integrare la "posizione tipica" del socio si *debba rischiare di perdere qualcosa*, è imposto dal *profilo causale del contratto di società* che imputa il saldo (con effetto reale) dell'attività programmata a chi partecipa all'iniziativa; *imputazione* che *suppone il conteggio su un valore (giuridicamente) destinato ed (economicamente) "investito"*<sup>12</sup>, eventualmente, in caso di perdita, riducendolo o azzerandolo<sup>13</sup>;

<sup>11</sup> Sul quale v. *ultra*, nt. 13.

<sup>12</sup> Cfr. *supra*, nt. 8.

<sup>13</sup> La rilevanza e l'operatività del divieto del patto leonino, fissato nell'art. 2265 c.c., è stata posta, sotto diverse luci, in discussione: v., con uno sguardo sistematico, M.S. SPOLIDORO, *Clauseole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss.; ID., *Opzioni put e divieto dei patti leonini. Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto di patti leonini*, in *Giur. it.*, 2021, c. 624 ss.; e, rispetto al dimensionamento pattizio della partecipazione sociale, E. MARCHISIO, *op. cit.*, 1440 s. Ebbene, circoscrivendo qualche nota al rapporto patto leonino/dimensionamento pattizio della partecipazione sociale, parrebbe che *la causa del contratto di società* richieda una *correlazione tra imputazione del saldo dell'attività e destinazione per lo svolgimento di questa*; correlazione che si esplica *nel momento di costituzione dell'ente* o, più in generale, nelle operazioni cc.dd. di mercato primario, qual è, appunto e come si vedrà tra un attimo, il dimensionamento pattizio della partecipazione sociale. In questo senso, ed in questo momento, parrebbe scorgersi *la rilevanza causale* (nel contratto di società) *di quel divieto*: non distante, forse e ragionando *a contrario*, è la posizione della giurisprudenza di legittimità in tema di clauseole di *put* e *call* (v. da ultimo, Cass. ord., 7 ottobre 2021, n. 27227, nella quale si ribadisce che « la *ratio* del [l'art. 2265 c.c.] va ricondotta ad una necessaria suddivisione dei risultati dell'impresa economica, [...] quale tipicamente propria dell'intera compagine sociale e con rilievo reale verso l'ente collettivo; mentre nessun significato in tal senso potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa »: la tecnica del dimensionamento pattizio, viceversa, provocando al momento della costituzione dell'ente quella alterazione con rilievo reale). Angolo visuale, allora, che conduce all'esclusione della legittimità della costituzione gratuita della società (ammessa, invece, da M.S. SPOLIDORO, *Clauseole put e divieto di società leonina*, cit., 1315, nt. 48), sulla quale, sia pur con argomenti non del tutto coincidenti, v. A. XERRI, *op. cit.*, 145 s.; più consonante a quanto si viene qui affermando M. SCIUTO, *op. cit.*, 427 s. nt. 29.; cfr. anche A. VALZER, *op. cit.*, 476 s. Del resto, prendendo spunto dal richiamato dibattito sulla c.d. società gratuita, può chiarirsi che *su altro piano riposa l'ipotesi dell'assegnazione di una partecipazione sociale a mezzo donazione*: proprio perché il titolo dell'assegnazione è la donazione, si assegna *donandi causa* e non *causa societatis*, assegnazione che gravita, s'è detto, su una operazione di mercato c.d. secondario e pertanto, in definitiva, in una *prospettiva "estranea" al contratto di società*. In altri termini, *altro* è l'"ingresso" nel contratto sociale *causa societatis*, dove (forse) il divieto del patto leonino opera (attenendo appunto alla *causa societatis*); *altro* è l'"ingresso" nel contratto di società con diversa operazione giuridica, con diversa causa, con un atto non già di destinazione ma, se si vuole, di scambio (differenza giuridicamente cristallizzata, sembrerebbe, nelle società cooperative: v. le modalità di "ingresso" previste nell'art. 2528, comma 2,

- b) questa imputazione, pertanto, richiede (si badi) *al momento della costituzione dell'ente*<sup>14</sup>, il *rilascio di utilità* (che formano quel valore) *dal socio alla società*; rilascio che, essendo la società un ente, si atteggia a *destinazione patrimoniale*; destinazione, a sua volta, che si realizza *attraverso il conferimento*<sup>15</sup>. Certamente, (il valore di) quella utilità *può essere conteggiato*<sup>16</sup> a “copertura” (del valore) del *capitale sociale c.d. nominale*: cioè *le utilità sono destinate a “raggiungere” la cifra espressa* (nell'atto costitutivo) *in numerario* del capitale sociale c.d. nominale. Aspetto affatto *smontato dalla disciplina dei conferimenti e del capitale sociale della s.r.l. c.d. a capitale ridotto e della s.r.l. semplificata*; anche qui il rischio di perdere qualcosa si scorge, il valore “investito” (su cui conteggiare quel saldo) “*formandosi*” nel tempo, la “copertura” del capitale sociale c.d. nominale, quando inferiore a 10.000 euro, essendo, per così dire, progressiva<sup>17</sup>;
- c) che però questo sia *l'unico modo per rilasciare le utilità sul cui valore conteggiare* (causa societatis) *quel saldo* pare discutibile. Infatti, per quel conteggio è, in realtà, necessario e sufficiente, nel contesto di una operazione di mercato c.d. primario<sup>18</sup>, per un canto (1) *poter “perdere” qualcosa* e, dunque, *obbligarsi ad una prestazione*, posto che questa ha sempre, per l'obbligato, un costo<sup>19</sup>; e su questo costo, quale valore oggetto (della scelta) di “investimento”, si conteggia la perdita; e, per l'altro

---

c.c., da un canto, e, dall'altro, nell'art. 2530 c.c.). Sicché, e conclusivamente, *causa del contratto di società, conferimento* e conseguente *imputazione del saldo dell'attività* (per lo svolgimento della quale l'ente è costituito) a chi ha adottato l'iniziativa (connotandosi questa, quindi, per *l'auto-destinazione del saldo*) *sono legati, al momento della costituzione dell'ente, da un nesso che sembra ancora non revocabile in dubbio* per qualificare il comportamento come (contratto di) società, quali elementi co-essenziali all'“attività comune”, essendo questa, *l'operatività di questa*, a supporre un conferimento e non (tanto) la previsione, in vero implicita, che richiederebbe a ciascun socio un conferimento (dalla cui assenza muovono, invece, M. LIBERTINI-A. MIRONE-P.M. SANFILIPPO, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. D'ALESSANDRO, vol. II, t. 1, Padova, 2010, *sub art. 2346*, 210 ss.); e ciò, probabilmente, pure prescindendo (se si crede) dall'applicazione (e dalla misura dell'applicazione), in questa fase, dell'art. 2265 c.c. Qualificato così quel comportamento, poi, la disciplina applicabile dipende, naturalmente, dal tipo scelto o integrato: o, forse, come l'Onorato ha acutamente proposto, dal “modello” scelto o integrato (v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.). Che, da ultimo, la società possa funzionalmente diversamente atteggiarsi non sembra destabilizzare il ragionamento: non solo perché esso prescinde dal lucro (“assoluto” o più o meno temperato) ma soprattutto perché l'auto-destinazione del risultato (quindi: l'attività comune) sembra da rinvenirsi in ogni società; perfino nella società qualificata “impresa sociale” [v. art. 3, comma 3, lett. a), d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112], ammesso ma non concesso che tale qualifica sia in grado di incidere sull'art. 2247 c.c., eventualmente autorizzando uno scrutinio sulla essenzialità o non degli elementi in quella disposizione previsti per il contratto di società.

<sup>14</sup> V. *supra*, nt. 13.

<sup>15</sup> V., ancora, *supra*, nt. 8.

<sup>16</sup> Eventualmente parzialmente: il *surplus* divenendo sopra-prezzo.

<sup>17</sup> D'onde l'idea che nella s.r.l. a “capitale ridotto” una dotazione patrimoniale (allora non più solo iniziale) minima (*i.e.* destinata) e stabile sia comunque prescritta benché a “formazione progressiva” (v. art. 2463, commi 4 e 5, c.c.). Del resto, l'equivalenza giuridica, per questo profilo, della s.r.l. semplificata alla s.r.l. c.d. a “capitale ridotto” suppone la condivisione della tesi, assai convincente (per tutti, M.S. SPOLIDORO, *La s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ribassato*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 159 s.), sull'applicazione della disciplina comune della seconda alla prima, essendo, quel passo di disciplina, non solo di diritto comune della s.r.l. ma pure all'evidenza compatibile (v. art. 2463-bis, comma 5, c.c.).

<sup>18</sup> V. *supra*, nt. 13.

<sup>19</sup> V. l'art. 1174 c.c.: la prestazione “deve essere suscettibile di valutazione economica”.

(2) *poter essere destinatario del saldo dell'iniziativa*; e per essere tale occorre essere titolare di una partecipazione sociale (o soci)<sup>20</sup>;

- d) questa scansione *non potrebbe dirsi incompatibile con necessaria "sottoscrizione del capitale sociale"* alla quale allude una disposizione della s.p.a.<sup>21</sup> nel mentre nella s.r.l. alcuna relazione testuale tra "capitale sottoscritto" e "socio/quota" si intravede; notazione, quest'ultima, che parrebbe già depotenziare l'obiezione abbozzata, non essendo plausibile una soluzione differenziata per la medesima tecnica nei due tipi, società, entrambe, cc.dd. a rischio limitato; depotenziamento cui parrebbe condurre altresì lo stesso tenore letterale della disposizione<sup>22</sup>.

Più in generale, si deve chiarire che "*sottoscrizione del capitale sociale*" significa, *qui, diventare socio sottoscrivendo il contratto sociale*; ma ciò non esclude che quest'ultimo possa essere sottoscritto prescindendo dalla sottoscrizione di quello, sottoscrizione (integrale) del capitale sociale richiesta, in vero, per soddisfare, nelle società cc.dd. di capitali, una condizione, allora rivelante verso i terzi, di costituzione di esse<sup>23</sup>. Dunque, è la sottoscrizione del contratto sociale a costituire il *titolo per ottenere* (causa societatis) *la partecipazione sociale*, da un lato, e, dall'altro, per "*obbligarsi*" (di conseguenza) *ad un conferimento* (1) la cui utilità sia conteggiata a "copertura" del capitale sociale c.d. nominale (si potrebbe parlare di "conferimento in senso stretto"); o anche (2) la cui utilità non sia computata in quel conteggio, rilevando siccome obbligo verso la società (si potrebbe parlare di conferimento in senso lato)<sup>24</sup>. Ciò purché (e nelle società cc.dd. di capitali) il valore complessivo *delle utilità conteggiate a quella "copertura"*, rilasciate, si direbbe, dai cc.dd. conferimenti in senso stretto, sia almeno pari al (valore del) capitale sociale c.d. nominale. Il dimensionamento pattizio, quindi, "*dimensionando*" il quantum di rapporto derivante dalla sottoscrizione del contratto.

Si può pertanto affermare che:

- a) il collegamento biunivoco tra "partecipazione alle perdite" e "conteggio a copertura del capitale sociale c.d. nominale" del valore di un apporto è frutto di una pre-comprensione;
- b) se per "partecipazione alle perdite" si intende partecipazione delle parti del contratto, cioè dei soci, al saldo negativo dell'attività della società, allora anche *chi apporta un'utilità il valore della quale non è conteggiato* – *imperio legis* (si pensi

<sup>20</sup> V., infatti, l'art. 2492 c.c.: "compiuta la liquidazione, i liquidatori devono redigere il bilancio finale, indicando la parte spettante a ciascun socio o azione nella divisione dell'attivo"; se, ovviamente, soddisfatti i creditori, un attivo (*non più da liquidare* ma) da *dividere* vi sia ancora.

<sup>21</sup> Cfr. l'art. 2346, comma 4, c.c.: "a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte di capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quella del suo conferimento".

<sup>22</sup> In una lettura del secondo periodo dell'articolo in esame (secondo cui "lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni", seguito del primo: v. *supra*, nt. 21) che estenda la deroga all'assegnazione delle azioni indipendentemente dalla sottoscrizione o non del capitale sociale.

<sup>23</sup> V. l'art. 2329, n. 1), c.c. cui rinvia il successivo art. 2463, comma 3.

<sup>24</sup> Per una diversa prospettiva, tuttavia, v. le profonde riflessioni di M. SCIUTO, *op. cit.*, 423 ss., muovendo dall'art. 2247 c.c.; prospettiva alla quale potrebbe replicarsi che il conferimento a "copertura o non" del capitale sociale è imposto (al momento della costituzione) in tutte le società dalla *causa societatis*, per il conteggio della perdita; nelle società cc.dd. di capitali, la "sottoscrizione del capitale sociale" significando, specificamente, "sottoscrizione del contratto sociale attraverso il conferimento a copertura" senza escludere conferimenti non a "copertura". In senso non difforme, ma con altri argomenti, v. E. MARCHISIO, *op. cit.*, 1447 ss.

all'interdetto nella s.p.a. dell'opera e dei servizi) o per volontà delle parti (a mezzo dimensionamento pattizio) – *per raggiungere la cifra scelta come capitale sociale c.d. nominale, acquisendo, alla costituzione della società, la titolarità di una partecipazione sociale, subisce il rischio, al momento del riparto del patrimonio netto (del c.d. residuo), di non ricevere quantum di ricchezza, in tutto o in parte, equivalente al valore dell'utilità apportata, della quale l'ente ha, in thesi, fruito;*

- c) la partecipazione alle perdite, per il socio divenuto tale tanto con una operazione di mercato c.d. primario quanto con una operazione di mercato c.d. secondario, è pensabile *nella prospettiva del "diritto" ad una parte proporzionale del(l'eventuale valore del) "patrimonio netto risultante dalla liquidazione"*<sup>25</sup>; per cui, una volta soddisfatti i creditori sociali, il c.d. residuo sarà destinato ai (soci ed ai) titolari di partecipazione sociale; allo scioglimento del rapporto sociale, vuol dirsi, il socio ha diritto solo alla quota di liquidazione<sup>26</sup>, ad un *quantum* di ricchezza<sup>27</sup> conteggiato sul c.d. residuo, soddisfatti i creditori sociali, e commisurato al *quantum* di (valore di) partecipazione sociale<sup>28</sup>;
- d) ciò, giacché un istante dopo la costituzione della società *il complesso delle utilità oggetto di conferimento risulta indistinto*, il numero scelto come capitale sociale c.d. nominale vincolando utilità indistinte<sup>29</sup> – di cui la società ha piena disponibilità ed originariamente apportate siccome cc.dd. conferimenti in senso stretto – espresse in un valore complessivo; simmetricamente, appunto, al momento della liquidazione del patrimonio sociale, i soci *hanno diritto al rimborso* (lato sensu) *di un quantum di ricchezza da appurarsi in proporzione al (quantum di valore del)la partecipazione sociale;*
- e) *questo diritto al rimborso (sempre in senso lato) è indipendente non solo oggettivamente dalle utilità attribuite e conteggiate nel capitale sociale c.d. nominale (dai*

<sup>25</sup> Art. 2350, comma 1, c.c. e, per tutte le società, v. di nuovo l'art. 2492, comma 1, c.c.

<sup>26</sup> Negli stessi sensi è a dirsi in caso di scioglimento della singola partecipazione sociale: cfr., per il recesso, gli artt. 2437-ter, comma 1, e art. 2473, comma 3, c.c.; nonché per l'esclusione, nella s.r.l., l'art. 2473-bis che rinvia alla disciplina sul recesso, impedendo solo la liquidazione della partecipazione sociale riducendo il capitale sociale.

<sup>27</sup> Moneta o altro: si pensi all'ammissibilità di "conversione" in natura della quota di liquidazione ammessa espressamente nelle società cc.dd. personali (art. 2283 c.c.). Sulla distribuzione degli utili in natura, v. C. PATRIARCA, *La distribuzione degli utili in natura*, Napoli, 2008, *passim*.

<sup>28</sup> Dovendosi solo precisare che: (i) ad una vera e propria "restituzione" del bene (consegnato) si assiste in caso di conferimento di beni in godimento (nelle società cc.dd. personali: art. 2281 c.c.) ipotesi in cui, tuttavia, l'utilità destinata non è, in sé, il bene ma le (sole) utilità d'uso che dal godimento del bene si ritraggono; (ii) non dovrebbero sussistere dubbi sul diritto alla quota di liquidazione del socio che, nella s.r.l., abbia conferito opera e servizi, calcolata sulle utilità via via rilasciate fino al momento dello scioglimento (diversamente, F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento di prestazione d'opera e servizi nella s.r.l.*, Milano, 2009, 190, ritenendo prevalente l'interesse della società a ricevere la prestazione promessa. Ciò non dime-no, quell'interesse potrebbe soddisfarsi attivando le "garanzie" che quella prestazione devono assistere; e v., infatti, M. CASSOTTANA-M. POLLIO, *I conferimenti di servizi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2003, II, 382; e A. MORINI, *Conferimenti d'opera e di servizi*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario. Dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 189); e (iii) la commisurazione sul *quantum* di partecipazione sociale della distribuzione del c.d. residuo potrebbe essere eventualmente alterata da diritti e pretese "particolari" riconosciute ai soci o (anche) a terzi (si pensi, secondo la disciplina dei diversi tipi o "modelli", alle configurazioni dei "diritti particolari" dei soci, all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, alla creazione di categorie di azioni o di quote).

<sup>29</sup> La di esse restituzione essendo regolata: v. *supra*, nt. 8.

cc.dd. conferimenti in senso stretto), ma anche *sogettivamente* (è indipendente, dunque, da chi ha in origine apportato le utilità)<sup>30</sup>;

- f) tuttavia, in caso di socio divenuto tale *causa societatis*, con una operazione c.d. di mercato primario, il conteggio del saldo (espressivo dell'auto-destinazione del risultato che isola il contratto di società<sup>31</sup>) suppone (logicamente prima ancora che giuridicamente) *l'assunzione da parte del socio beneficiario di un obbligo nei confronti della società* diretto ad accrescerne il patrimonio attraverso l'apporto di una utilità. Basta, insomma, un "apporto" di utilità, *il valore delle quali è commisurato dalla partecipazione sociale* attribuita all'obbligato e *sul valore delle quali si conteggia l'eventuale perdita* al momento della liquidazione<sup>32</sup>; valore, ancora, *sempre certo* perché pattiziamente individuato dal *quantum* di valore di utilità conferite in "eccedenza"<sup>33</sup>;
- g) sicché, può concludersi, in questo caso, nelle operazioni c.d. di mercato primario, e segnatamente al momento della costituzione dell'ente, *all'assegnazione (e nella misurazione) di una partecipazione sociale* deve corrispondere *un incremento patrimoniale* della società che *giustifichi causalmente* l'operazione, il beneficiario (1) obbligandosi al rilascio di (o rilasciando) una utilità conteggiabile a "copertura" del capitale sociale c.d. nominale (c.d. conferimento in senso stretto); ovvero (2) obbligandosi ad una qualsivoglia prestazione, *patti* compreso (c.d. conferimento in senso ampio)<sup>34</sup>.

2.2. La "causa" del "dimensionamento". – Il secondo e connesso profilo si appunta sulla *causa della tecnica*: causa che deve rintracciarsi nel *contratto sociale*.

Non solo e non tanto per la necessità *formale* di una clausola dell'atto costitutivo/statuto che quella tecnica preveda; ma perché questa clausola è in grado di *isolare la tecnica del dimensionamento pattizio da altre modalità attraverso le quali*, fermo il conferimento/apporto alla società, *i soci "scambiano" (a vario titolo) tra loro la partecipazione sociale*. Il che, sembra, è quanto dire che questa tecnica, quella del dimensionamento pattizio, *gravita nelle operazioni di mercato c.d. primario*.

Paolo e Francesca, nell'esempio fatto in avvio<sup>35</sup>, attribuiscono (e allora: destinano) *causa societatis* e ricevono partecipazioni sociali *causa societatis*<sup>36</sup>: *il di loro patrimonio "muta" per effetto di destinazioni (di utilità) verso la società e per effetto di attri-*

<sup>30</sup> V. la diversa prospettiva dell'art. 2282, comma 1, c.c. riferendosi al "rimborso [non di un *quantum* ma proprio del] conferimento", sotto-intendendo una compagine sociale tendenzialmente stabile giacché, in principio, la circolazione della partecipazione sociale si atteggia a modificazione del contratto, propiziando una coincidenza tra soci "in partenza", al momento della costituzione della società, e soci "in arrivo", al momento della di essa liquidazione.

<sup>31</sup> Cfr. P. SPADA, *Diritto commerciale. I. Parte generale. Storia, Lessico e Istituti*, II ed., Padova, 2009, 95; nonché D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, *passim*.

<sup>32</sup> Dell'ente o individuale (v. *supra*, nt. 26).

<sup>33</sup> Superando, per tale via, il giudizio critico di F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 108 ss.

<sup>34</sup> V., nella manualistica, ad esempio, E. GINEVRA, *Il capitale sociale e i conferimenti*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, vol. III, Torino, 2020, 256, ove, in nt. 52, qualche riferimento bibliografico.

<sup>35</sup> *Supra*, § 2., *sub D*.

<sup>36</sup> Diversamente, tra i vari, v. J. SODI, *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali*, in Consiglio nazionale del notariato (studio n. 148/2008/I), 9 ss.

buzioni di “pezzi” del contratto di società misurati in (quantum di valore delle) partecipazioni sociali.

Ne derivano alcune considerazioni:

- a) in questa tecnica è indifferente il rapporto (in qualunque senso: giuridicamente rilevante o non) intercorrente tra il socio beneficiario ed il socio o i soci conferente/i in misura più che proporzionale;
- b) gli obblighi (si ripete: tutti e solo assunti ed eseguiti *causa societatis*) di “copertura” del deficit (per il socio o i soci conferente/i in misura più che proporzionale) ed (eventualmente) di esecuzione della prestazione il cui valore non è conteggiato a “copertura” del capitale sociale c.d. nominale (per il socio beneficiario) sorgono in via esclusiva nel e dal contratto sociale e si dirigono programmaticamente *ab origine in capo al socio beneficiario ed al socio o ai soci che conferiscono in misura più che proporzionale* (sfuggendo, in sé, al trasferimento in caso di circolazione della partecipazione sociale);
- c) nulla cambia nel caso in cui il socio beneficiario sia già socio avendo promesso o eseguito un c.d. conferimento in senso stretto; il quantum di (valore di) partecipazione sociale assegnato in “eccedenza” (rispetto, appunto, al c.d. conferimento in senso stretto) corrisponde al quantum (di valore) delle utilità del conferimento patizionalmente “accresciuto” dai consoci indipendentemente dalla presenza di un ulteriore obbligo; obbligo necessario, come poc’anzi cennato, solo in assenza di c.d. conferimenti in senso stretto del socio beneficiario<sup>37</sup>. Costituisce una manifestazione della libertà contrattuale (allora di tutti i consoci), allocando su tutti o su uno o su alcuni l’obbligo di coprire l’ammanco di (valore di) utilità per raggiungere il (valore prescelto del) capitale sociale c.d. nominale.

3. *Conseguenze sull’azione revocatoria.* – Scandagliando le conseguenze di questa proposta di ricostruzione del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale sull’azione revocatoria e, quindi, sul suo operare in quel contesto, si può fissare che:

- a) se il *proprium* dell’azione revocatoria consiste nel rendere inefficace “l’atto di disposizione del patrimonio”<sup>38</sup> del debitore che pregiudica le ragioni del creditore, allora nella tecnica del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale l’atto di disposizione ha sempre (e solo) *causa societatis*<sup>39</sup>;
- b) il patrimonio del debitore suscettibile di pregiudicare quelle ragioni è certamente quello del socio o dei soci conferente/i in misura più che proporzionale per l’“eccedenza” del valore delle utilità del c.d. conferimento in senso stretto rispetto al

<sup>37</sup> Ciò perché, in caso di rilascio di *quantum* di partecipazione sociale in *surplus* a chi abbia effettuato un c.d. conferimento in senso stretto, il conteggio delle perdite avviene su (l valore delle utilità di) quest’ultimo.

<sup>38</sup> Art. 2901, comma 1, c.c.

<sup>39</sup> Ringraziando il Prof. Salamone per gli spunti preziosi, si può precisare: (i) che, qualora nel dimensionamento pattizio della partecipazione sociale si possa ipotizzare una liberazione del conferimento non immediata (v., per esempio, J. SODI, *op. cit.*, 15 ss.; diversamente, M. ONZA, *op. cit.*, 719 ss.), l’eventuale azione revocatoria potrebbe dirigersi al versamento “spontaneo” (cioè non compulsato dagli amministratori) del socio obbligato; e (ii) che, nell’azione revocatoria disciplinata nelle procedure di insolvenza, di crisi o di amministrazione straordinaria, la misura della “sproporzione” tra valore dell’utilità conferita e *quantum* (di valore) di partecipazione sociale ottenuta potrebbe fungere da misura dell’“anormalità” dell’atto dispositivo.



- quantum (del valore) di partecipazione sociale ottenuta. Con un limite: quell'“eccedenza” comprende (in parte) l'incremento di valore del patrimonio sociale derivante dal “valore” pattiziamente assegnato al socio beneficiario; un valore “implicito” se costui ha effettuato un c.d. conferimento in senso stretto; o un valore “esplicito” se non ha effettuato quel conferimento, avendo, s'è detto necessariamente, assunto l'obbligo di eseguire una prestazione (quale c.d. conferimento in senso lato)<sup>40</sup>;
- c) peraltro, la circostanza che il dimensionamento pattizio della partecipazione sociale è radicato nella *causa societatis* consente di non escludere l'azione revocatoria in ordine proprio all'obbligo (eventualmente) assunto dal socio beneficiario, quale c.d. conferimento in senso lato;
- d) sono questi atti dispositivi, i conferimenti (in senso stretto o in senso lato), e non già la distribuzione diseguale (non proporzionale) della partecipazione sociale<sup>41</sup>, ad essere oggetto di (eventuale) inefficacia provocata dall'azione revocatoria; di conseguenza,
- e) nessun rilievo deve assegnarsi a questi fini al rapporto tra il socio beneficiario e il socio o i soci conferente/i in misura più che proporzionale e, in particolare, agli stati soggettivi che a quel rapporto sono riconducibili.

4. Due (ulteriori) questioni: sull'aumento di capitale sociale e sulle società cc.dd. di persone. – Residuano, ancora, due questioni.

La prima concerne l'ipotesi in cui la tecnica del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale sia utilizzata in sede di aumento del capitale sociale a pagamento (difficilmente potendosi concedere la deroga alla proporzionalità nell'aumento gratuito<sup>42</sup>); ipotesi che non sembra costringere a soluzioni diverse da quelle appena proposte, dovendosi solo discutere (ma prima ed indipendentemente dagli specifici problemi sollevati dall'azione revocatoria) sulla valenza organizzativa (meglio: programmatica) della clausola pattizia che consenta o non la deroga<sup>43</sup>.

Quanto alla seconda, relativa all'azione revocatoria nel contesto del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale nelle società cc.dd. di persone, la complessità si riduce: sia perché in queste società l'azione revocatoria del conferimento si pone in termini residuali, almeno nei casi in cui il creditore del socio possa ottenere la liquidazione della quota del suo debitore; sia perché, sempre in queste società, il dimensionamento pattizio della partecipazione sociale si atteggia in modo diverso.

In effetti, il rapporto tra valore dell'utilità conferita e quantum (di valore) di parte-

<sup>40</sup> Sulla necessità, per l'esperimento dell'azione revocatoria, di un “bersaglio” che abbia un valore economico in sé da apprezzare in concreto, v., decidendo sulla rinuncia o sul mancato esercizio del diritto di opzione, Trib. Roma, 25 marzo 2021, in *Banca dati Pluris*; ipotesi, in vero, confinante con il dimensionamento pattizio della partecipazione sociale, incrementando, benché nell'esercizio di un diritto, la “dimensione” della partecipazione al contratto sociale.

<sup>41</sup> V., in questo angolo visuale, per esempio, G. FERRI JR., *Partecipazione sociale e garanzia patrimoniale*, in V. DI CATALDO-V. MELI-R. PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, vol. I, Milano, 2015, 174 s.; e F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 129 ss. Cfr. pure F. BRIOLINI, *op. cit.*, 843 ss. e A. STAGNO D'ALCONTRES-N. DE LUCA, *op. cit.*, 352 s.

<sup>42</sup> Cfr. F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 162 ss.

<sup>43</sup> V., di nuovo, F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 167 ss.

cipazione sociale, meno approssimativamente di partecipazione agli utili ed alle perdite; quel rapporto, si diceva, è *solo* “presunto” *proporzionale*, potendosi rinvenire *elementi* (comportamenti compresi) che quella presunzione smentiscano, comandando l’applicazione di una regola diversa dalla proporzionalità<sup>44</sup>. Ciò non dimeno, *l’assenza della fissazione di una cifra espressa in numerario nell’atto costitutivo della società che deve “misurare” l’ammontare del valore (complessivo) dei conferimenti* – alla quale il valore di tutte le utilità conferite deve essere almeno pari; questa assenza rende, sotto il profilo patrimoniale e, nel dettaglio, dal punto di vista dei creditori dei soci, *ir-rilevante quel meccanismo, nulla aggiungendosi al problema generale dell’azione revocatoria del conferimento*.

Più chiaramente: lo “spostamento” del *quantum* “eccedente” di partecipazione sociale (*i.e.* agli utili ed alle perdite) da un socio (che conferisce in misura più che proporzionale) ad un altro socio (che conferisce in misura meno che proporzionale) *non suppone o provoca alcuna destinazione patrimoniale differenziata*; non essendo “tenuto” il socio che riceve meno *quantum* di partecipazione a “coprire” alcun ammanco di altri; né il socio beneficiario ad effettuare eventualmente alcuna prestazione “aggiuntiva” rispetto al conferimento<sup>45</sup>.

Questo perché, salvo una specifica introduzione pattizia del sistema del capitale sociale c.d. nominale, non v’è alcuna cifra (indicata nell’atto costitutivo) che il valore complessivo delle utilità conferite deve raggiungere; ed infatti il valore di *tutti i conferimenti* – compreso quello d’opera e servizi – deve essere indicato se un atto costitutivo scritto v’è<sup>46</sup>. Dunque, i soci si “*ripartiscono il rapporto*”, derivante dal contratto sottoscritto, proporzionalmente o non, *senza alcuna ulteriore conseguenza su quanto da ciascuno conferito*.

## Sezione II

### AZIONE REVOCATORIA, SCISSIONE E FUSIONE DI SOCIETÀ

1. *Come tutto ebbe inizio (“se una notte d’inverno, un viaggiatore ...”)*<sup>47</sup>. – Un romanzo, o forse meglio: non-romanzo di cui, tutte le volte in cui il lettore decide di intraprendere la sua lettura, viene distratto da altro. Ogni volta il filo del discorso si disperde; ogni volta si rende necessario iniziare daccapo la lettura; ogni volta si incrementa l’incomprensione.

L’Unione Europea da tempo ci ha resi avvezzi ad improvvisi mutamenti di indirizzo, ritenendo che un’azione revocatoria non si sovrapponga alle tutele dell’art. 12 dell’ori-

<sup>44</sup> V. l’art. 2263, comma 1, c.c. disposizione ripresa – sia pure con un adattamento che fronteggia la mancata rilevazione del valore delle utilità conferite – dalla disciplina della società civile del codice civile del 1865. Per una continuità di quello con la tecnica del dimensionamento pattizio della partecipazione sociale nelle società cc.dd. di capitali, v. tra i vari, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, XVI ed., Milano, 2019, 277; e pure, se si crede, M. ONZA, *L’apporto d’opera e servizi nelle società di capitali. Strutture e funzioni*, Padova, 2008, 165, nt. 265.

<sup>45</sup> Una destinazione di utilità essendo richiesta, al momento della costituzione della società, dalla *causa societatis*: v. *supra*, nt. 13 e § 2.1.

<sup>46</sup> V. art. 2295, n. 6, c.c. Cfr., pure per qualche riferimento bibliografico, M. ONZA, *op. ult. cit.*, 118 s.

<sup>47</sup> I. CALVINO, *Se una notte d’inverno un viaggiatore*, 1979, Milano, rist. 2002.

ginaria Sesta Direttiva in materia di scissioni di società sulla tutela dei creditori<sup>48</sup>.

Originariamente, vi è una forte affermazione, che il sistema del capitale nominale serve a tutela dei creditori (v. il considerando n. 4 alla originaria dir. n. 77/91/CEE in materia societaria, oggi rifiuto nel considerando n. 40 alla vigente dir. 2017/1132/UE del 14 giugno 2017, come modificata dalla dir. 2019/1151/UE del 20 giugno 2019).

La letteratura successiva chiarì che, in assenza di dati testuali nel diritto interno, il capitale serve ad altro, semmai tutela interessi interni alla società (misurazione dell'utile e della perdita, accertamento della gravità della perdita e adozione di contromisure; mantenimento delle condizioni di adozione del tipo di società originariamente prescelto); che le evoluzioni del diritto interno dei Paesi Membri si erano inseguite nella competizione al ribasso volta ad attenuare il sistema del capitale minimo della s.r.l., abbattendolo ovvero, talora, eliminandoli, con modalità varie; che il diritto interno italiano, con la riforma del diritto delle crisi d'impresa (e non solo d'impresa), aveva preso atto che la tutela dei creditori opera su di un piano diverso, quello finanziario (= i flussi di cassa che si rendono necessari per adempiere esattamente alle proprie obbligazioni), e che su questo profilo di continuità d'impresa occorre monitorare

---

<sup>48</sup> Converterà trascrivere alcuni significativi passaggi della sentenza della Corte di Giustizia, 30 gennaio 2020, C-394/18: «non risulta dall'articolo 12 della sesta direttiva che il mancato esercizio degli strumenti di tutela dei creditori della società scissa, previsti dalla normativa nazionale in applicazione di detto articolo, precluda a questi ultimi il ricorso a strumenti di tutela diversi da quelli elencati nell'articolo stesso» (§ 68). «Occorre pertanto considerare, alla luce dell'obiettivo enunciato dall'ottavo considerando di tale direttiva, ossia tutelare i creditori, inclusi gli obbligazionisti, e i portatori di altri titoli delle società partecipanti alla scissione dal danno che può derivare dalla realizzazione della scissione, che l'articolo 12 della sesta direttiva non esclude la possibilità, per i creditori di una società scissa, di proporre un'azione pauliana, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, qualora la situazione finanziaria della società scissa nonché quella della società cui l'obbligazione sarà trasferita conformemente al progetto di scissione renda tale protezione necessaria. Gli effetti di una tale azione non devono però essere contrari all'obiettivo della disposizione» (§ 69). «In tale contesto occorre rilevare che dalla formulazione stessa della prima questione si evince che un'azione pauliana, come quella configurata all'articolo 2901 del codice civile, promossa da creditori della società scissa, può consentire loro di ottenere, nell'ambito dell'esecuzione forzata, una posizione preferenziale rispetto ai creditori della società beneficiaria o delle società beneficiarie e un rango migliore dei soci di queste ultime. Dato che l'operazione di scissione di cui trattasi nel procedimento principale è un'operazione di scissione mediante costituzione di una nuova società, l'espressione «della o delle società beneficiarie», utilizzata dal giudice del rinvio, deve essere intesa nel senso che essa designa la, o le, società di nuova costituzione» (§ 70). «Orbene, il sistema di tutela minima degli interessi dei creditori, previsto all'articolo 12, paragrafo 1, della sesta direttiva, in combinato disposto con l'articolo 22, paragrafo 1, della stessa, riguarda i creditori della società scissa e non quelli delle società di nuova costituzione o dei soci di queste ultime, le quali non esistevano prima della scissione» (§ 71). «Peraltro, dall'articolo 12, paragrafo 4, della sesta direttiva, in combinato disposto con l'articolo 2, paragrafo 3, della stessa e con l'articolo 13, paragrafo 3, della terza direttiva, risulta che la tutela "può essere diversa" per i creditori delle società di nuova costituzione e quelli della società scissa» (§ 72). «L'articolo 12 della sesta direttiva non richiede dunque che la tutela dei creditori delle società di nuova costituzione prevista dagli Stati membri sia equivalente a quella dei creditori della società scissa» (§ 73). «Si può quindi dedurre dal complesso delle suddette disposizioni che l'armonizzazione minima, operata dalla sesta direttiva, della tutela degli interessi dei creditori delle società partecipanti alla scissione non osta a che, nel contesto di una scissione mediante costituzione di una nuova società, quale avviene nell'ambito del procedimento principale, la priorità sia accordata alla tutela degli interessi dei creditori della società scissa» (§ 74). «[...] l'articolo 12 della sesta direttiva, in combinato disposto con gli articoli 21 e 22 della stessa, deve essere interpretato nel senso che esso non osta a che, dopo la realizzazione di una scissione, i creditori della società scissa, i cui diritti siano anteriori a tale scissione e che non abbiano fatto uso degli strumenti di tutela dei creditori previsti dalla normativa nazionale in applicazione di detto articolo 12, possano intentare un'azione pauliana al fine di far dichiarare la scissione inefficace nei loro confronti e di proporre azioni esecutive o conservative sui beni trasferiti alla società di nuova costituzione» (§ 75).

ben più che sulla distribuzione degli utili in sé; che la fusione può eseguirsi mediante indebitamento.

In un successivo cambio di registro di argomentazione, giurisprudenza teorica (poca e senza unanimità) e pratica (invece unanime) cercarono conferma del proprio orientamento negativo nella regola della stabilizzazione di fusioni e scissioni, una volta iscritto l'atto di fusione o di scissione nel registro delle imprese<sup>49</sup>; benché sotto altro versante si precisasse che la pubblicità dell'atto di fusione o di scissione non investiva l'applicabilità dell'art. 2332 c.c.; che era inevitabile equiparare gli effetti della pubblicità attuata in fase costitutiva propriamente detta ovvero a conclusione di operazioni straordinarie.

Seguendo questo itinerario, si è riletta la scissione nella prospettiva di una "vicenda organizzativa": una vicenda, si direbbe, *regolatoria*, di destinazioni, dunque di processi decisionali e dichiarativi funzionali secondo diverse sfere di competenze. Una vicenda rispetto alla quale la revocatoria ha poco a che spartire<sup>50</sup>. Così, in questa prospettiva, la tutela dei creditori poteva trovare attuazione solo attraverso le opposizioni: decorso il termine per sollevare le quali nessun'altra impugnativa è stata ritenuta capace di rimuovere la fusione o la scissione iscritta e non resta allora che la tutela obbligatoria (art. 2506-ter c.c.)<sup>51</sup>. Del resto, si è detto suggestivamente, le destinazioni conseguenti ad una scissione non hanno per oggetto «beni» ma frazioni di patrimonio netto, dunque di «valori». Sicché contro una distribuzione di valori si può reagire soltanto fermando, finché si è in tempo, un procedimento; non si può invece espungere questo o quel bene – pur se compreso in quel netto redistribuito – attraverso una revocatoria.

Fra l'altro, non è casuale che il dibattito si sia concentrato, nel tempo sulla scissione; senza tuttavia ignorare che la fusione presenta profili d'interesse altri verso l'azione revocatoria. Nella fusione il dibattito è stato viziato ad altra argomentazione dogmatica

---

<sup>49</sup> La norma espressa, come noto, negli artt. 2504-*quater* c.c. (fusioni) e 2506-*ter*, comma 5, c.c. (scissioni) costituisce trasposizione in senso garantista delle disposizioni della Terza Direttiva sulle fusioni (considerando n. 9; art. 22) e della Sesta Direttiva sulle scissioni (considerando n. 11; art. 19). Ma ora, secondo la ricordata Corte di Giustizia, 30 gennaio 2020, C-394/18: «La nozione di «nullità», nel suo senso abituale, fa riferimento ad azioni dirette all'annullamento di un atto, che determinano la sua scomparsa e producono effetti nei confronti di tutti» (par. 80). «Per quanto riguarda gli obiettivi perseguiti dalla sesta direttiva, risulta dall'undicesimo considerando della medesima che il legislatore dell'Unione ha ritenuto opportuno limitare i casi di nullità e stabilire, da un lato, il principio della regolarizzazione ogni qualvolta essa sia possibile e, dall'altro, un termine breve per far valere la nullità al fine di garantire la certezza del diritto nei rapporti sia tra le società partecipanti alla scissione sia tra queste ultime e i terzi, nonché tra gli azionisti. Tale obiettivo della sesta direttiva, che è stato attuato all'articolo 19 della stessa, conferma che la nullità di una scissione produce effetti nei confronti di tutti» (§. 84). «Orbene, [...] mentre l'azione di nullità mira a sanzionare l'inadempimento delle condizioni di formazione dell'atto di scissione, un'azione pauliana come quella di cui trattasi nel procedimento principale ha per oggetto soltanto la tutela dei creditori i cui diritti siano stati lesi dalla scissione» (§. 85). «Dall'ordinanza di rinvio risulta infatti che l'azione pauliana promossa dai convenuti nel procedimento principale, sul fondamento dell'articolo 2901 del codice civile, consente soltanto di rendere inopponibile nei loro confronti la scissione in questione e, in particolare, il trasferimento di taluni beni di cui all'atto di scissione. Tale azione non incide sulla validità della scissione, non comporta la sua scomparsa e non produce effetti nei confronti di tutti» (par. 86). «Ne consegue che detta azione non rientra nella nozione di «nullità» di cui all'articolo 19 della sesta direttiva» (§. 87).

<sup>50</sup> Si è espresso così, da par suo, C. ANGELICI, *La revocatoria della scissione nella giurisprudenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 120 ss., che evidenzia la difficoltà di attuazione dell'azione revocatoria nella riassetto di "posizioni organizzative".

<sup>51</sup> Cfr. ancora C. ANGELICI, *op. cit.*, 121 s. e 129 ss.

(equiparazione tra fusione e vicenda successoria *mortis causa*), che ha reso sicuramente meno comprensibili alcuni passaggi.

Sicché, improvvisamente, quando alcuni assiomi che nella confusione sono stati eletti a certezze, sono casualmente demoliti, si può provare a recuperare la progressione degli argomenti.

2. *Azione revocatoria e scissione di società: pars destruens.* – Per iniziare, in uno scenario ordinato sul piano degli interessi:

- a) il creditore non ha particolare interesse alla misurazione dell'utile e della perdita. Questo fatto riguarda di norma i soci, a meno che la distribuzione degli utili accertati non comprometta la stabilità finanziaria dell'impresa societaria. Questo accade piuttosto di frequente, quando sull'altare del mercato viene sacrificata una gestione prudente della liquidità sociale: una società quotata è spesso esposta al pericolo di decisioni di indebitamento pur di arrivare a distribuire i dividendi. Lo vogliono spesso gli azionisti di maggioranza per fare un po' di *trading*; lo vogliono gli amministratori con lo stesso obiettivo, se questi hanno in portafoglio azioni variamente loro assegnate a titolo di compenso; lo vogliono gli investitori istituzionali se non hanno obiettivi di medio lungo periodo verso quella società. La stabilità finanziaria può essere pregiudicata in una duplice direzione: verso i terzi, che vedranno aumentato il rischio di insolvenza; nei rapporti interni, perché potrebbero mancare, salvo nuovi indebitamenti, le risorse da investire in nuovi investimenti per mantenere o guadagnare competitività imprenditoriale. Siamo al paradosso per cui troppo mercato (finanziario) nuoce all'impresa;
- b) gli stessi obiettivi di mercato possono sorreggere operazioni straordinarie, abbiano esse l'effetto di ridurre il numero dei soggetti (fusione) ovvero di incrementarli (scissione);
- c) nessun'attinenza potendo riconoscersi a principi quali l'effettività del capitale, l'integrità del capitale nella tutela dei creditori, anche nelle fusioni e nelle scissioni la tutela dei creditori deve guardare ad altro che non l'effettività del capitale, la definitività della destinazione in forma di conferimento, etc.;
- d) quando si affronta una operazione c.d. straordinaria, il tema è non pregiudicare le posizioni dei creditori, ovvero di mantenere sostenibilità dell'esatto adempimento delle obbligazioni e, se del caso, dell'azione esecutiva; e
- e) la pubblicità commerciale rende insindacabili vizi di procedimento dell'operazione straordinaria, senza tuttavia esaurire il panorama delle azioni repressive delle frodi ai creditori.

3. (Segue): *pars construens.* – Assertivamente, si direbbe che:

- I. il creditore ha interesse all'esatto adempimento dell'obbligazione e, in subordine, alla capienza della sua azione esecutiva;
- II. rovesciando un assunto tradizionale, la sopportazione del rischio di impresa comporta – salvo abusi e sempre nei confini della normalità – condivisione di rischi anche a carico del creditore: il rischio di insolvenza del debitore (= sopravvenuta incapacità a soddisfare regolarmente alle proprie obbligazioni) che include, pur senza

automaticamente implicare il rischio d'incapienza dell'azione esecutiva del creditore (= es. un pignoramento negativo o mancato); per converso, in caso di capienza il creditore sopporterà il rischio di imprevedibilità dei tempi (esempio: per disfunzionalità dell'ufficio giudiziario) e di cattivo esito delle procedure espropriative (esempio: l'errore del procuratore del creditore, del giudice dell'esecuzione, degli ausiliari possono pregiudicare [= estinzione della procedura per inadempimenti procedurali] od allungare i tempi [= necessità si sollevare un'opposizione esecutiva, ex art. 615 o 617 c.p.c.]);

- III. tuttavia, l'esercizio dell'azione esecutiva presenta un costo notevole per il creditore: un costo giudiziario (già esaminati: lunghezza del processo; rischi giudiziari connessi all'eventualità della commissione di errori procedurali); un costo di illiquidità (il tempo di liquidazione del bene staggito, in uno con l'incertezza dell'integrale soddisfazione delle ragioni di credito per via coattiva); altre c.d. esternalità negative (spese di procedura varie; anticipazioni di cauzioni);
- IV. per evitare al creditore rischi e costi connessi all'azione esecutiva, e ad un tempo il sovraccarico del sistema giudiziario, non resta che l'induzione del debitore a salvaguardare la sua capacità solutoria, attraverso un comportamento razionale e ragionevole;
- V. secondo il nostro diritto positivo, la salvaguardia della capacità solutoria del debitore/imprenditore transita per una continuità d'impresa in equilibrio finanziario;
- VI. la continuità d'impresa non garantisce affatto la capienza dell'azione del creditore, ma è ritenuta dal legislatore più recente il mezzo meno costoso per mantenere un livello adeguato di flussi di cassa così da rendere probabile, nei grandi numeri, l'esatto adempimento delle obbligazioni assunte dall'imprenditore;
- VII. il creditore non ha alcun interesse in sé verso la continuità d'impresa; egli ha interesse a vedersi soddisfatte le sue ragioni di credito e, se possibile, in modo certo, rapido e senza dover sostenere costi aggiuntivi – egli fa cioè affidamento sull'esatto adempimento;
- VIII. il creditore potrebbe, in un mondo ideale, essere garantito meglio dalla prestazione di una garanzia, ma la illiquidità della garanzia, se rende più probabile (anche se non del tutto certa) la capienza dell'azione esecutiva per espropriazione, genera di certo costi insostenibili – nei grandi numeri – per qualsiasi imprenditore. In altri termini, non è un espediente replicabile se non per alcuni creditori, non invece per tutti i creditori d'impresa;
- IX. in alternativa alla prestazione di garanzia reale o personale, la prestazione di una cauzione in denaro potrebbe offrire maggiore sicurezza di rientro al creditore, ma nuovamente ciò non è sostenibile se non nei confronti di alcuni creditori d'impresa soltanto;
- X. al postutto, la salvaguardia della continuità dell'impresa si attesta, secondo l'indirizzo del legislatore, come il minore dei mali. Per perseguire questo obiettivo, si rendono necessarie decisioni di esercizio dell'impresa assunte con modalità (procedimentali) che garantiscano compiuta istruzione di pratica, ponderazione di costi e benefici, non compromissione della stabilità finanziaria (art. 2086, comma 2, c.c.). Mancano, allo stato, dati di esperienza per dire se si tratta di uno strumento efficiente oppure se di mero espediente per creare un nuovo titolo di responsabilità degli amministratori di società. Se così fosse, però, si tratterà di un espediente votato al

fallimento, perché l'assunzione di carica non presuppone il possesso di alcun titolo abilitativo dalla persona designata (salvo ad es. imprese operanti in settori particolari, come in quello bancario e pochi altri) né la prestazione di alcuna garanzia, cauzione ovvero polizza assicurativa che renda capiente l'azione di responsabilità.

4. *Conseguenze. Come rendere effettiva la tutela dei creditori nelle fusioni e nelle scissioni: A) a quali fatti si applicano le opposizioni e quali effetti producono.* – Il nostro diritto positivo prevede, per fusioni e scissioni, uno strumento giudiziale di tutela dei creditori: l'opposizione (art. 2503 c.c., cui adde la disciplina speciale dedicata agli obbligazionisti nell'art. 2503-bis c.c.; richiamati per la scissione dall'art. 2506-ter, comma 5, c.c.).

La disciplina è piuttosto scarna, perché l'art. 2503 c.c. si limita a disporre le condizioni perché il procedimento di fusione possa legittimamente procedere senza l'osservanza del termine sospensivo di sessanta giorni; nonché a rinviare all'art. 2445 c.c. per l'ipotesi in cui, fuori da dette condizioni, si debba consentire l'esercizio dell'opposizione ai creditori che non abbiano espresso consenso alla fusione. Nel giudizio di opposizione, secondo l'art. 2445 c.c. occorre che il tribunale accerti un "pericolo di pregiudizio per i creditori" (comma 4).

Cosa ciò voglia dire, la legge non lo chiarisce, ma lo si intuisce leggendo la stessa disposizione, secondo la quale non si avrà luogo a provvedere qualora la società "abbia prestato idonea garanzia". Dunque:

- a) il fondamento dell'opposizione è che l'operazione straordinaria pregiudichi la capienza dell'azione esecutiva del creditore;
- b) non occorre che si tratti di un evento attuale, potendo invece essere anche un evento futuro ma realisticamente probabile (il c.d. pericolo), il quale potrebbe verificarsi allorché, attraverso la fusione o la scissione, aumenti il c.d. rischio finanziario del debitore (o dei debitori). Solo per esemplificare: in caso di fusione, il coinvolgimento nell'operazione di una società notevolmente indebitata potrebbe essere di pregiudizio per i creditori delle altre; non dissimilmente, nel caso della scissione, se lo fossero una o più società beneficiarie della scissione, considerato che tutte le società risultanti o beneficiarie risponderanno dei debiti nei limiti del patrimonio netto ricevuto attraverso la scissione. In tutte queste ipotesi, come si diceva, potrebbero peggiorare le probabilità di capienza dell'azione esecutiva dei creditori della società scissa;
- c) l'opposizione non contesta la legittimità di alcun atto dispositivo, ma soltanto che la fusione o la scissione in sé generino un "pericolo" qualificato<sup>52</sup>;
- d) l'opposizione assume carattere di rimedio preventivo, sicché intende prevenire che la fusione o la scissione abbiano ad attuarsi a condizioni generatrici del pericolo qualificato verso i creditori. Non impedisce tuttavia l'attuazione in via assoluta dell'operazione, che potrà realizzarsi a condizioni diverse oppure tacitando il creditore opponente (= pagandolo o garantendolo, come accennato); e
- e) sempreché il pericolo qualificato sia generato da un vizio (di singoli atti) del procedimento di fusione o scissione, l'opposizione può costituire un mezzo di reazione

<sup>52</sup>C. ANGELICI, *op. cit.*, 128 ss.

contro di quello. Ma non necessariamente il pericolo qualificato verso i creditori è generato da un vizio procedimentale<sup>53</sup>.

5. (Segue): *B) a quali fatti si applicano le azioni revocatorie e quali effetti producono in via generale.* – Le azioni revocatorie, a lungo ritenute inapplicabili a fusioni e scissioni, si attestano come un rimedio diverso ed oggi complementare all'opposizione:

- I. l'azione revocatoria, ordinaria ovvero speciale, non reagisce mai contro un vizio invalidante singoli atti, bensì contro atti validi;
- II. essa ha natura di rimedio successivo, perché contesta un atto dispositivo già perfezionato, il cui effetto sia pregiudizievole verso l'azione esecutiva, individuale o collettiva;
- III. l'atto dispositivo contestato potrebbe consistere anche nella prestazione di una garanzia o di un pagamento (purché di debito non scaduto, nella variante ordinaria; mentre potrebbe anche essere volto ad estinguere un debito scaduto, nella variante fallimentare/concorsuale), ovvero, secondo gli orientamenti giudiziali oramai dominanti, atti di destinazione;
- IV. si richiede che questo atto dispositivo incida sfavorevolmente sulla capienza dell'azione esecutiva, avendo sottratto un bene od un elemento di attivo dal patrimonio espropriabile del debitore;
- V. nella variante ordinaria dell'azione revocatoria, si richiede che l'atto dispositivo sia consapevolmente preordinato alla frode ai creditori, mentre nella variante fallimentare/concorsuale si richiede più modestamente la conoscenza da parte del terzo dello stato di insolvenza (da presumersi o da provarsi), così da alterare la *par condicio creditorum* ante-concorso. Il pregiudizio che l'azione revocatoria intende rimuovere coincide, dunque, con la sottrazione di un cespite espropriabile all'azione esecutiva, nella variante ordinaria; diversamente, non necessariamente questo evento deve ricorrere nell'azione speciale, che reagisce piuttosto contro la lesione della *par condicio*;
- VI. se l'atto contestato è a titolo gratuito, non si richiede, nella variante ordinaria, consapevolezza anche dal terzo, mentre in pendenza di procedure concorsuali l'ordinamento reagisce attraverso una inefficacia di diritto dell'atto, che tiene luogo dell'azione revocatoria propriamente detta;
- VII. l'azione revocatoria, nella variante ordinaria, mira a rendere inefficace l'atto dispositivo impugnato nei confronti del creditore che ha agito; sempre nella variante ordinaria, se esercitata dal curatore di fallimento / liquidazione giudiziale, alle stesse condizioni giova all'intero ceto dei creditori concorrenti; l'efficacia non muta quando il curatore abbia vittoriosamente esercitato l'azione nella variante fallimentare/concorsuale. Non è quindi un rimedio propriamente demolitorio, o quanto meno non lo è nel più alto livello di invasività dell'azione di nullità o di annullamento, perché essa non elimina giuridicamente l'atto, che resta valido, ma ne rimuove l'efficacia sempre in via relativa (verso il creditore che ha agito ovvero verso tutti i creditori ammessi al concorso); e
- VIII. l'azione revocatoria è infatti un prodromo dell'esercizio dell'azione esecutiva individuale ovvero della liquidazione concorsuale del bene oggetto di disposizione / degli elementi di attivo ceduti.

<sup>53</sup> *Contra* Trib. Napoli, 4 marzo 2013, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 111 ss.



6. (Segue): *revocatoria di scissione*. – Mutato l'orientamento della giurisprudenza europea ad inizio 2020, la giurisprudenza interna subito ha invertito la rotta e sono già state pubblicate numerose pronunce di legittimità e di merito conformi al nuovo indirizzo.

Il primo aspetto di ordine operativo da esaminare l'operatività dell'azione revocatoria. Si è detto che l'azione rende inefficace un atto dispositivo, relativamente al creditore agente o ai creditori concorrenti.

Nel caso della scissione la giurisprudenza dell'Unione ha subito chiarito che i creditori della società scissa possono legittimamente esercitare “un'azione pauliana al fine di far dichiarare la scissione inefficace nei loro confronti e di proporre azioni esecutive o conservative sui beni trasferiti alla società beneficiaria”.

- A. Dunque, il rimedio non si sovrappone affatto all'opposizione dell'art. 2503 c.c.: non si tratta di fermare né tantomeno invalidare gli atti del procedimento di scissione; si tratta invece di tutelare i creditori che risultino pregiudicati dall'operazione, visto che «la responsabilità solidale è limitata al valore effettivo del patrimonio netto attribuito a ciascuna società beneficiaria» (art. 2506-*bis*, comma 3, ult. periodo, c.c.). Ciascuna società risultante o coinvolta nella scissione risponde nei limiti della quota di netto ricevuto dalla società scissa: qualora la destinazione pregiudichi gli interessi di un creditore, questo è legittimato ad esercitare l'azione revocatoria (ordinaria) perché la destinazione non produca effetto nei di lui confronti ed egli possa comunque esercitare l'azione esecutiva individuale su quel bene.
- B. Ancora, la giurisprudenza interna già ha avuto modo di chiarire che tra opposizione e revocatoria non vi sono interferenze sul piano processuale: l'una non è condizione di procedibilità dell'altra; né l'esercizio dell'una è preclusivo (in senso tecnico) dell'esercizio dell'altra, potendosi persino le due azioni promuoversi in contemporaneità.
- C. Intuitivamente, la revocatoria neppure si sovrappone all'azione di risarcimento del danno da fusione o da scissione illegittima, esercitabile quando l'avvenuta iscrizione dell'atto di fusione/scissione nel registro delle imprese ha precluso di rimedi demolitori altrimenti azionabili:
- 1) la particolare tutela risarcitoria mira a riparare per equivalente al danno derivante dalla sopravvenuta impossibilità di rimozione di un atto invalido: in questo caso la società che risulti dalla scissione subisce direttamente l'azione e sarà costituita debitrice. Eventuali terzi – ove mai posizioni ulteriori a quella della società siano identificabili – non saranno necessariamente coinvolti (salvo chiamata in causa per posizioni collegate)<sup>54</sup>;
  - 2) l'azione revocatoria non risarcisce né restituisce alcunché; essa, anzitutto, è rivolta sia contro la società – scissionaria o beneficiaria – sia contro il terzo; non rimuove alcun atto né lo invalida; rimuove soltanto un ostacolo all'esercizio dell'azione esecutiva individuale o collettiva; la posizione del terzo revocato viene, per così dire, «postergata»: nel senso che l'azione ordinaria ne vieta il concorso nell'azione esecutiva individuale con il creditore revocante (art.

---

<sup>54</sup> *Contra* Trib. Napoli, 31 ottobre 2013, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 111 ss.; sul punto v. C. ANGELICI, *op. cit.*, 128 s., che equipara funzionalmente la revoca, quale tutela demolitoria, al risarcimento, quale misura obbligatoria. Nel medesimo senso v. App. Catania, 19 settembre 2017.

- 2902, comma 2, c.c.); mentre l'azione speciale lo pone in concorso con tutti gli altri creditori concorrenti (art. 70 l.f.; art. 171 c.c.i.i.)<sup>55</sup>; e
- 3) è vero che un procedimento di scissione ha per conseguenza una vicenda organizzativa di «valori» di un patrimonio netto; è anche vero che la riorganizzazione ha per oggetto cespiti iscritti in un bilancio, alcuni dei quali coincidenti con beni presente e suscettibili di espropriazione forzata, mentre altri non. Ma proprio per questo l'azione revocatoria può intervenire a riallineare i diritti dei creditori (di società scissa e scissionarie)<sup>56</sup>. Fra l'altro, almeno in sede fallimentare, la giurisprudenza in più occasioni si è espressa nel senso che qualora il valore della cosa distratta dalla massa attiva fallimentare abbia medio tempore perduto il valore che essa rivestiva al momento dell'atto dispositivo impugnato: ciò comporta quindi che, ove nella redistribuzione del netto della società scissa sia stata per avventura resa incapiente l'azione esecutiva di taluna classe di creditori, si possa ottenere la condanna al pagamento dell'equivalente pecuniario («oggetto della domanda di revocatoria fallimentare non è il bene in sé, ma la reintegrazione della generica garanzia patrimoniale dei creditori mediante l'assoggettabilità ad esecuzione e, quindi, la liquidazione di un bene che, rispetto all'interesse dei creditori, viene in considerazione soltanto per il suo valore»)<sup>57</sup>. In sede fallimentare, allora, le distanze tra tutela *lato sensu* demolitoria e tutela obbligatoria iniziano ad accorciarsi.

7. *Tutela dei creditori e fusione di società.* – Finora il tema esaminato, che ordinariamente si lega alla scissione di società, riguardava la sottrazione di attivo all'azione esecutiva dei creditori. All'evidenza, la fusione di società, solleva altri «pericoli» per i creditori, che di seguito si prova a rassegnare dando per oramai acquisito lo stato dell'arte (scientifico e giurisprudenziale) in materia di imputazione di conoscenza e stati soggettivi agli enti<sup>58</sup>.

- A. Il pericolo che, all'esito della fusione, i creditori si trovino a dover concorrere con le azioni esecutive di altri creditori, così da ridurre le probabilità di capienza.
- B. Il pericolo che, con l'eventuale mutamento del soggetto debitore, le condizioni di esercizio delle azioni revocatorie ordinaria e concorsuale vengano meno, almeno sul piano soggettivo, poiché è tutta da accertarsi l'applicabilità della regola della continuità dei rapporti *ex art. 2504-bis*, comma 1, c.c. con particolare riguardo al c.d. *consilium fraudis* (azione ordinaria: art. 2901, comma 1, c.c.) ovvero alla c.d. *scientia decoctionis* (azione concorsuale: art. 67 l.f.; art. 166 c.c.i.i.). Questo rischio è stabilmente neutralizzato dalla giurisprudenza di legittimità con l'opinabile argomento dell'assimilazione della fusione alla *successione mortis causa* delle persone

<sup>55</sup> Così ora, dopo il mutamento dell'indirizzo della giurisprudenza dell'Unione Europea, la nostra Cass., 29 gennaio 2021, n. 2153.

<sup>56</sup> V. nuovamente Cass. n. 2153/2021, cit.

<sup>57</sup> V. anzitutto Cass., Sez. Un., 24 giugno 2020, n. 12476; inoltre v. Cass., 22 ottobre 2002, n. 14891; Cass., 15 settembre 2004, n. 18570; Cass., 9 febbraio 2007, n. 2883; Cass., 17 giugno 2009, n. 14098; Cass. ord., 8 novembre 2017, n. 26425; Cass. ord., 14 marzo 2018, n. 6262; Cass., ord., 28 maggio 2018, n. 13273; Cass., 26 agosto 2021, n. 23485.

<sup>58</sup> V., per tutti, M. CAMPOBASSO, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002, *passim*.

fisiche, *ad instar* del quale lo stato soggettivo si trasmette alla società nuova od incorporante (argomento che affonda le sue radici nell'art. 8 cod. comm. 1882 la cui storia sarebbe troppo lungo ripercorrere)<sup>59</sup>. Ciò non permette tuttavia di superare ogni difficoltà. In particolare, mettendoci nella prospettiva del creditore revocante o del curatore fallimentare di un debitore, occorre valutare se e a quali condizioni l'azione possa legittimamente esercitarsi nei confronti del terzo acquirente diretto, il quale sia una società fusa od incorporata, bensì nei confronti della società nuova od incorporante (1) con riguardo all'azione ordinaria, concesso che si trasmetta all'avente causa la condizione soggettiva, occorre interrogarsi se questo sia da annoverare tra i terzi acquirenti a titolo oneroso di buona fede non investiti dalla pronuncia di inefficacia della sentenza di revocazione, sempre fatti salvi gli effetti della trascrizione della domanda di revocazione (art. 2901, comma 4, c.c.). E qui si può opinare che la regola di salvezza degli acquisti appena ricordata non trovi applicazione, sol che si consideri che la società risultante dalla fusione non è mai assimilabile ad un terzo acquirente a titolo oneroso, perché il patrimonio netto ricevuto dalle società fuse od incorporate non perviene attraverso un contratto a prestazioni corrispettive. Anche volendo forzare la lettura del procedimento, la società nuova od incorporante emette azioni che vengono destinate a terzi, cioè i soci delle società fuse o incorporate. È evidente che la fusione sia una vicenda di mutamento organizzativo delle società coinvolte. E infatti, neppure trova applicazione la regola di priorità dell'adempimento pubblicitario al quale l'art. 2901, comma 4, c.c. subordina il superamento della c.d. buona fede del terzo acquirente a titolo oneroso – regola pensata esclusivamente per gli acquisti immobiliari. Non che la riconduzione della fusione a fenomeno successorio *mortis causa* porti a diverse conclusioni; solo, ci sembra, rende più difficile spiegarsi; (2) con riguardo all'azione fallimentare/concorsuale, che non sussiste né può esercitarsi prima della dichiarazione di fallimento/apertura della liquidazione giudiziale, la legge esclude che possa tutelarsi il terzo acquirente in alcun modo, poiché l'azione esecutiva collettiva prende inizio con una sentenza, che riguardo ai terzi produce effetto dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese. Non trova quindi applicazione alcuna regola paragonabile a quella dell'art. 2901, comma 4, c.c.; regola che tuttavia resta applicabile anche qualora la revocatoria ordinaria sia esercitata da un curatore fallimentare; e (3) quanto alla tutela dei creditori, in relazione a trasformazioni, fusioni e scissioni concordatarie, il nuovo codice delle crisi d'impresa e dell'insolvenza, non entrato ancora in vigore, dispone che la stessa possa trovare attuazione esclusivamente attraverso l'opposizione all'omologazione (art. 116 c.c.i.i.). Il quesito è se questa regola precluda anche l'esercizio delle azioni revocatorie qualora le vicende appena nominate investano una società terzo acquirente di un bene o destinatario di pagamento:

- anzitutto, la nuova norma dispiega un duplice effetto diretto verso i creditori concorrenti; il primo, di ordine processuale, per cui le opposizioni seguono il rito concorsuale anziché quello ordinario del codice civile – artt. 2500-*novies*; 2503, 2503-*bis*; 2506-*ter*, comma 5; il secondo, di ordine sostanziale, per cui il blocco delle azioni esecutive individuali e cautelari discendente dal concordato

---

<sup>59</sup> Cass., 12 novembre 2019, n. 29256.

- omologato renderebbe inutile, se non addirittura pregiudizievole verso la procedura concorsuale, un'azione revocatoria esercitata dal creditore concorrente;
- ma, si diceva, ciò non elimina l'ulteriore problema, se il creditore (o il curatore fallimentare) del disponente a favore di terzo avente causa sotto concordato omologato sia legittimato all'esercizio di azioni revocatorie che si ripercuotano anche sul terzo, con l'effetto di destabilizzare la procedura al quale quest'ultimo si è assoggettato. Benché chi scrive nutra serie perplessità in merito, occorre rievocare che la giurisprudenza di legittimità ha da tempo affermato l'irrevocabilità nei confronti di una procedura concorsuale<sup>60</sup>. Lo ha motivato con argomenti tutt'altro che condivisi: il dibattito sulla natura dichiarativa o costitutiva delle azioni revocatorie è aperto, non stabilizzato, e pertanto non assiomaticizzabile, per quanto consti una pronuncia a Sezioni Unite della Cassazione; l'assunto della cristallizzazione del patrimonio concorsuale non esprime una regola chiara nella sua portata, quando alla ricorrenza di più procedure conseguono più cristallizzazioni così da doversi stabilire un ordine di priorità del tutto casuale, basato sulla priorità temporale, la cui razionalità si coglie – a tutto concedere – sul piano dell'art. 2914 c.c.
- C. Terzo ed ultimo, i creditori sopportano un pericolo «temporale». Ancora con riguardo all'azione fallimentare/concorsuale: quel che conta, ai fini della dichiarazione di inefficacia dell'atto/del pagamento impugnati, è che sia stato attuato nel c.d. periodo sospetto, che nel codice delle crisi d'impresa e dell'insolvenza, ad oggi non ancora in vigore, risulta retrodatato dal tempo del deposito in cancelleria della sentenza dichiarativa, come oggi dispone la legge fallimentare (art. 67 l.f.), al momento dell'introduzione del giudizio per l'apertura della liquidazione giudiziale (art. 166 c.c.i.i.). Quali difficoltà, allora, in relazione alla *scientia decoctionis* e al tempo dell'atto dispositivo o del pagamento? Ciò che rileva, secondo la giurisprudenza di legittimità, è che l'atto o il pagamento revocandi siano databili nel c.d. periodo sospetto riferito al debitore successivamente fallito, mentre non rileva che nel medesimo periodo per la società avente causa/destinataria del pagamento fosse già in corso il procedimento di fusione o che questo sia stato avviato successivamente (anche alla dichiarazione di fallimento/apertura della liquidazione giudiziale)<sup>61</sup>.

---

<sup>60</sup> Cass., 23 novembre 2018, n. 30416.

<sup>61</sup> Si veda nuovamente Cass. n. 29256/2019, cit.

# I CRITERI DI LIQUIDAZIONE NEL RECESSO DA SOCIETÀ DI CAPITALI

di *Luciano M. Quattrocchio*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I criteri legali di valutazione delle azioni. – 2.1. La valutazione di azioni in società non quotate. – 2.2. La valutazione di azioni in società quotate. – 3. I criteri statutari di valutazione delle azioni. – 4. Il diritto di informazione del socio e il criterio equitativo in caso di contestazioni. – 5. Il momento al quale riferire la valutazione e la permanenza dell'obbligo di redigere un apposito bilancio. – 6. I metodi di valutazione adottabili. – 7. L'utilizzo di sconti o premi nella determinazione del valore di liquidazione.

1. *Premessa.* – I criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni da riconoscersi al socio recedente sono contenuti nell'art. 2437-ter c.c.

Preliminarmente, occorre osservare che la riforma organica del 2003<sup>1</sup> ha modificato in modo significativo i criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di società non quotate: con il d.lgs. n. 6/2003, è stato, infatti, abbandonato il riferimento al «*patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio*», contenuto nel previgente art. 2437, comma 1, c.c., per lasciare spazio a nuovi parametri di valutazione, quali la «*consistenza patrimoniale*», le «*prospettive reddituali*», oltre all'«*eventuale valore di mercato*» (art. 2437-ter, comma 2). L'intento del legislatore della riforma era quello di conciliare le intenzioni del socio recedente, prettamente liquidatorie, a vedersi liquidato un valore di rimborso equo e attuale e le prerogative della società, entità in esercizio e in continuità; oltre a rendere effettivamente operante l'istituto del recesso, essendo, nella sua formulazione originaria, fortemente disincentivante per il socio<sup>2</sup>.

Relativamente alle società per azioni quotate, la riforma del 2003 non ha apportato sostanziali correttivi. La disciplina è stata oggetto di successive e più incisive modificazioni ad opera del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 116), che ha reso derogabile il criterio legale di liquidazione delle azioni previsto dal comma 3 dell'art. 2437-ter – basato sui prezzi di negoziazione delle azioni – riconoscendo la possibilità di prevedere nello statuto che la liquidazione avvenga applicando il modello legale delle società non quotate, di cui al comma 2, oppure utilizzando dei criteri alternativi (che lo statuto deve prevedere), così come consentito dal comma 4 – previsto per le società non quotate – a condizione, però, che

---

<sup>1</sup> Riforma operata dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, «*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*».

<sup>2</sup> In tal senso: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2, Diritto delle società*, IX edizione, Torino, 2015, 500; S. CAPIELLO, *2437-ter Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in AA.VV., *Codice commentato delle società*, G. BONFANTE, D. CORAPI, L. DE ANGELIS, V. NAPOLEONI, R. RODOLF, V. SALAFIA (a cura di), III edizione, Milanofiori Assago, 2011, 1366.

l'applicazione di detti criteri conduca ad un valore di rimborso delle azioni non inferiore a quello che deriverebbe utilizzando il modello legale previsto per le società quotate.

In definitiva, l'attuale disciplina contempla tre criteri di determinazione del valore di rimborso delle azioni: *i*) un criterio legale, di cui al comma 2 (per le società non quotate) e al comma 3 (per le società quotate); *ii*) un criterio convenzionale, di cui al comma 4; *iii*) un criterio equitativo fondato sull'*arbitrium boni viri* di un esperto nominato dal tribunale, in caso di contestazioni (ultimo comma).

*2. I criteri legali di valutazione delle azioni. – 2.1. La valutazione di azioni in società non quotate. –* L'art. 2437-ter, comma 2, c.c. dispone che «il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del Collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni».

Come in precedenza anticipato, il criterio legale per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni da riconoscersi al socio in caso di recesso non è più ancorato a valori storici e statici quali quelli (prudenziali) del bilancio d'esercizio, ma al valore economico della società, da determinarsi secondo i tre metodi richiamati, patrimoniale<sup>3</sup>, reddituale<sup>4</sup> e di mercato<sup>5</sup>. Ciò al fine di ottenere un valore di rimborso delle azioni per le quali il recesso è esercitato che più approssima il valore reale o di mercato della quota di patrimonio netto appartenente alla partecipazione del socio recedente.

Peraltro, dottrina ritiene che i tre criteri di valutazione richiamati non sono fra loro alternativi, né vi è un rapporto gerarchico: essi sono elementi di giudizio, di cui l'organo amministrativo deve tener conto attraverso un'adeguata "ponderazione" in funzione delle caratteristiche dell'impresa e delle specificità del caso concreto<sup>6</sup>.

Sul punto, la Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003 pare offrire alcuni chiarimenti allorché assegna al metodo reddituale una funzione "correttiva" rispetto al metodo patrimoniale; in detta Relazione, al paragrafo 9, espressamente si legge che «per l'ipotesi che nulla lo statuto preveda si è fatto riferimento alla "consistenza patrimoniale", volendo così indicare la non vincolatività dei dati contabili, ed alle "prospettive reddituali" come elemento correttivo della situazione patrimoniale». Naturalmente

<sup>3</sup> Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore corrente del patrimonio netto dell'azienda, in funzione del suo patrimonio, nelle sue componenti attive e passive, alla data di riferimento.

In altre parole, l'utilizzo del metodo patrimoniale consiste nell'effettuare una "fotografia aggiornata" del valore di un'azienda, rettificando i valori contabili delle attività e delle passività, in modo tale che siano rappresentativi del valore corrente.

<sup>4</sup> Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda in funzione della capacità della stessa di generare reddito. Il valore dell'impresa è, quindi, dato dall'attualizzazione dei redditi previsti per i singoli esercizi appartenenti al periodo di proiezione, più (eventualmente) un valore terminale che rispecchia i redditi che l'impresa produrrà nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale all'infinito. Pertanto, il patrimonio aziendale è considerato non come mero aggregato di elementi autonomi e separati, ma come complesso economico in funzionamento.

<sup>5</sup> Il metodo basato sul valore di mercato prende in considerazione l'andamento effettivo del mercato della società il cui valore si intende valutare; tale metodo può altresì fondarsi sulle c.d. "valutazioni relative", che utilizzano multipli o moltiplicatori di mercato rappresentanti le *performances* aziendali in valori del capitale economico.

<sup>6</sup> S. CAPPIELLO, *ibidem*.

la possibilità di applicare il criterio reddituale presuppone la presenza di una società attiva e in funzionamento, mentre l'indice reddituale non sarebbe percorribile in caso di entità in liquidazione.

Il valore di mercato si configura, invece, come criterio eventuale e residuale, di non facile individuazione, atteso che potrà ragionevolmente essere adottato solo per le società con una certa circolazione del capitale<sup>7</sup>.

Alla luce di quanto detto, pare, quindi, che il processo valutativo affidato agli amministratori debba tener conto di entrambi i criteri legali – patrimoniale e reddituale – i cui risultati non possono essere assunti *stand alone*, ma devono essere utilizzati per pervenire ad un giudizio complesso, che trova nell'avviamento l'anello di congiunzione (al proposito, v. *infra*). Inoltre, nell'eventualità che gli amministratori abbiano a disposizione il valore di mercato, essi sono tenuti a tenerne conto.

2.2. *La valutazione di azioni in società quotate.* – A norma dell'art. 2437-ter, comma 3, primo alinea, c.c., «il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso». La ratio della norma, che espressamente individua, per le società di capitali quotate, il momento al quale riferire la valutazione, sembra essere quella di tutelare il socio recedente da eventuali deprezzamenti della quotazione del titolo azionario registrati in conseguenza dell'operazione societaria che ha determinato l'*exit* del socio<sup>8</sup>; parimenti, la tutela del socio è da intendersi anche da eventuali comportamenti opportunistici della maggioranza, che, con manovre speculative, deprimono il prezzo del titolo, incidendo negativamente sul valore di liquidazione<sup>9</sup>.

Tuttavia, il ricorso ai prezzi di chiusura del semestre che precede la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso può apparire non percorribile ed estremamente deleterio per la società allorché quest'ultima abbia subito gravose perdite all'interno del semestre: la determinazione del valore di rimborso delle azioni sulla base dei prezzi del titolo azionario rischierebbe, infatti, di compromettere ulteriormente la stabilità della società.

A tale circostanza sembra sopperire il secondo alinea del comma 3 dell'art. 2437-ter – introdotto dal d.l. n. 91/2014 – che riconosce la possibilità che lo statuto possa “pre-

---

<sup>7</sup> In tal senso: M. CALLEGARI, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da), Torino, 2004, 1424. in senso contrario, D. GALLETI, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, Vol. 2, A.M. ALBERTI (a cura di), Padova, 2005, 1579: «Tale canone [n.d.r. il valore di mercato] sembra da intendere non già come rivolto a mettere a fuoco i soli casi delle società con titoli negoziati di cui all'art. 2325 bis c.c.; [...] ma la considerazione del valore di mercato, ai fini del recesso, può riguardare anche l'esistenza di un mercato secondario dotato di minore spessore; addirittura sembra che il valutatore possa prendere in considerazione prezzi estrapolati dalla vendita di partecipazioni diverse, se comparabili negli elementi essenziali; in sostanza l'“eventualità” del valore di mercato sarà una peculiarità soprattutto di quelle società difficilmente valutabili, per la specificità degli investimenti operati, e le cui quote difficilmente vengono negoziate, soprattutto nelle fasi iniziali ed immediatamente successive a quelle di start up (venture capital, high tech)».

<sup>8</sup> S. CAPIELLO, *op. cit.*, 1367.

<sup>9</sup> D. GALLETI, *ivi*, 1583.

*vedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 [n.d.r. secondo i criteri legali previsti per le società non quotate] e 4 [n.d.r. secondo criteri diversi espressamente previsti nello statuto] del presente articolo», fermo restando che, in ogni caso, tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio legale previsto.*

3. *I criteri statutari di valutazione delle azioni.* – L'art. 2437-ter, al comma 4, dispone che «lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione».

L'applicazione della disposizione in parola, precedentemente prevista solo per le società di capitali non quotate, in forza del d.l. n. 91/2014 è ora estesa anche alle società quotate.

Parte della dottrina ritiene che la norma ponga dei limiti all'autonomia statutaria e alla discrezionalità degli amministratori, in quanto richiederebbe l'adozione di criteri di valutazione che tengano conto, in ogni caso, dei valori di bilancio, integrati – se il caso di specie lo richiede – da ulteriori elementi suscettibili di valutazione, come, ad esempio, l'avviamento<sup>10</sup> (per tale aspetto, si veda *infra*); altra parte della dottrina ritiene, invece, che il richiamo agli «elementi dell'attivo e del passivo del bilancio» non abbia carattere esaustivo, bensì solo esemplificativo<sup>11</sup>.

La deroga al modello legale di valutazione deve essere finalizzata a garantire la migliore aderenza della stima alla realtà concreta. Del resto, essa troverebbe un limite, nelle ipotesi di recesso di cui all'art. 2437, comma 1, c.c. (ipotesi di recesso inderogabili), nel comma 6 del medesimo articolo, che espressamente prevede la nullità di «ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso». Pertanto, sarebbe nullo il criterio statutario che, rispetto all'applicazione dei criteri legali, condurrebbe a valori palesemente penalizzanti per il socio recedente<sup>12</sup>. L'art. 2437-ter c.c. prevede una siffatta tutela solo per le società quotate (v. *supra*), mentre nulla dispone in ordine alle società non quotate.

4. *Il diritto di informazione del socio e il criterio equitativo in caso di contestazioni.* – La norma riconosce in capo ai soci un diritto di informazione in ordine alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni da parte dell'organo amministrativo

<sup>10</sup> In tal senso: P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Rivista delle società*, 2005, 459; R. RÖRDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 923.

<sup>11</sup> Si veda: M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Rivista delle società*, 2005, 309.

<sup>12</sup> In tal senso: M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2004, 389. In senso contrario: S. CARMIGNANI, *Commento all'art. 2437*, in AA.VV., *La riforma delle società*, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), Torino, 2003, 891, secondo cui l'autonomia statutaria è assoluta.



(comma 5). In particolare, i soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di rimborso nei quindici giorni precedenti l'assemblea che legittima il recesso e di «prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese». Il socio ha, pertanto, diritto di conoscere non solo la valutazione finale, ma anche il procedimento di determinazione e i criteri utilizzati, con evidente obbligo degli amministratori di predisporre una relazione *ad hoc* in un'ottica preventiva rispetto all'adunanza dell'assemblea. La mancata informativa dovuta ai soci comporta un difetto di procedimento della deliberazione che sarà annullabile<sup>13</sup> ai sensi dell'art. 2377 c.c.

L'ultimo comma dell'art. 2437-ter disciplina il caso dell'eventuale contestazione, da parte del socio, della valutazione compiuta dagli amministratori, prevedendo un procedimento *ad hoc*. La contestazione deve essere mossa dal socio recedente contestualmente alla dichiarazione di recesso e la determinazione del valore di liquidazione è rimessa ad un esperto nominato dal tribunale, che provvederà con una relazione giurata entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso. La nomina avviene su istanza della parte più diligente, quindi sia del socio sia degli amministratori. La norma richiama l'art. 1349, comma 1, c.c.: l'esperto dovrà, pertanto, provvedere con “*equo apprezzamento*” e, nel solo caso di valutazione “*manifestamente iniqua o erronea*”, la determinazione è rimessa al giudice.

Fatta tale premessa, ci si deve chiedere se l'esperto nominato può, qualora lo ritenesse opportuno, applicare criteri diversi da quello legale o statutario, se previsto. Sul punto, dottrina ritiene che l'intervento del professionista “arbitro” non legittima una sostituzione di quest'ultimo al legislatore o ai soci che, nello statuto, hanno comunque espresso la loro volontà; all'esperto è richiesto esclusivamente la corretta applicazione del metodo di valutazione (normativamente o convenzionalmente) già previsto<sup>14</sup>.

Infine, pare opportuno domandarsi se il diritto del socio alla preventiva conoscenza del valore di liquidazione e il procedimento di contestazione della stima possano ritenersi applicabili anche nelle fattispecie in cui il recesso interviene per un fatto diverso da una specifica delibera assembleare, atteso che i commi 4 e 5 dell'art. 2437-ter si riferiscono alle sole fattispecie di recesso conseguente a deliberazione. Ancorché la norma nulla dispone, si ritiene che il dovere di diligenza, che governa l'operato degli amministratori, debba indurre questi ultimi alla predisposizione, senza indugio, della stima del valore delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter nel momento in cui essi vengano a conoscenza del fatto che legittima il recesso. In ogni caso, qualora tale soluzione non sia praticabile, è possibile che il socio – che intende esercitare il recesso – indirizzi alla società una richiesta di determinazione del valore delle azioni, motivata dall'interesse a recedere, cosicché egli possa contestarlo in caso di disaccordo<sup>15</sup>.

*5. Il momento al quale riferire la valutazione e la permanenza dell'obbligo di redigere un apposito bilancio.* – Ulteriore questione che si ritiene debba essere affrontata concerne l'individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita. Come

<sup>13</sup> Trib. Milano, 30 aprile 2008.

<sup>14</sup> M. STELLA RICHTER, *ivi*, 400.

<sup>15</sup> In tal senso: A. PACIELLO, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in AA.VV., *Società di capitali, Commentario*, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Napoli, 2004, 1105 ss.

ormai noto, la nuova disciplina del recesso nelle società per azioni non quotate non fa più riferimento al bilancio dell'ultimo esercizio e non fornisce chiarimenti circa la data di riferimento della valutazione, prevedendo solo, al quinto comma, il diritto dei soci di conoscere il valore di rimborso delle azioni almeno quindici giorni prima della data dell'assemblea che legittimerebbe l'*exit* del socio. In assenza di un riferimento temporale, si ritiene che la valutazione debba prendere a riferimento una data il quanto più vicina possibile alla sua comunicazione, garantendo altresì una maggiore aderenza della stima all'effettivo valore delle azioni al momento del recesso, ferma restando la possibilità di prevedere nello statuto clausole *ad hoc*, sempre nel rispetto del diritto di preventiva informazione e della necessità di pervenire ad una stima quanto più attuale possibile.

Ulteriore precisazione si richiede nei casi in cui il recesso avvenga per causa diversa da una delibera assembleare. Si ritiene, al proposito, che il momento di riferimento della valutazione debba essere approssimato a quello nel quale si è verificato il presupposto e non quando quest'ultimo è conosciuto o conoscibile ai soci: in tale ultimo caso, i soci potrebbero venire a conoscenza del fatto in tempi diversi o potrebbero emergere comportamenti abusivi – degli stessi soci o della società – volti a ritardare il momento nel quale il fatto legittimante il recesso si possa ritenere conosciuto o conoscibile, al fine di sfruttare eventuali oscillazioni del valore delle azioni.

Infine, è indiscutibile che punto di partenza per la valutazione è il bilancio d'esercizio, strumento imprescindibile per la stima patrimoniale, reddituale o mista. Al proposito, si ritiene che gli amministratori debbano redigere una situazione patrimoniale aggiornata alla data di riferimento della valutazione. Si tratta di un bilancio infrannuale "straordinario" che, sotto alcuni aspetti, si discosta dall'ordinario bilancio d'esercizio, in quanto: *i*) dovrà necessariamente tener conto di tutte le attività (es. gli *intangibles* come l'avviamento) e le passività che, in virtù della corretta applicazione dei principi contabili, non trovano collocazione nel bilancio civilistico (es. le passività potenziali, la cui manifestazione è solo possibile); *ii*) gli elementi dell'attivo e del passivo saranno esposti al loro valore corrente e non al costo storico.

Inoltre, gli amministratori, nell'esercizio della loro discrezionalità tecnica, nella valutazione loro demandata non potranno affidarsi a criteri "innominati", ancorché generalmente accettati dalla prassi aziendalistica; strumento utile, che – si ritiene – possa supportare l'organo amministrativo, è rappresentato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione nel 2016, ai quali – alla stregua dei Principi contabili elaborati dall'Organismo Italiano di Contabilità – può essere riconosciuta una funzione interpretativa e integrativa della norma di legge, attesa la loro generale accettazione.

6. *I metodi di valutazione adottabili.* – Come esposto, l'art. 2437-ter, comma 2, richiama, per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, tre elementi: la consistenza patrimoniale, le prospettive reddituali e il valore di mercato. Al fine di dare significato ai tre elementi di giudizio indicati, si rende necessario fare affidamento sulla prassi valutativa che fonda la valutazione: *i*) sull'informativa patrimoniale (metodi patrimoniali semplici e complessi); *ii*) sulla capacità prospettica di produrre reddito (metodi reddituali); *iii*) sulle valutazioni comparative di mercato che utilizzano determinati moltiplicatori (metodi dei multipli).

Il primo termine legale di riferimento del procedimento valutativo è rappresentato dalla «consistenza patrimoniale», che evoca i metodi di valutazione dell'azienda di tipo patrimoniale, con i quali il valore economico dell'azienda è determinato partendo dalle attività e passività contabili, opportunamente rettificata al fine di determinarne il valore corrente. Per le ragioni esposte nel precedente paragrafo, ai fini della valutazione della consistenza patrimoniale di una società, apparirebbe opportuno che la stima tenesse conto anche dei c.d. *intangibles* non iscritti in bilancio (*i.e. know-how*, segreti industriali, ecc.), mediante il ricorso ai c.d. metodi patrimoniali complessi. Al proposito, la dottrina si è nel tempo interrogata se l'applicazione dell'art. 2437-ter, comma 2, c.c., nella parte in cui richiama le «prospettive reddituali», richieda di tener conto anche dell'avviamento<sup>16</sup>. Come in precedenza riferito, la Relazione al d.lgs. n. 6/2003 chiarisce che le prospettive reddituali devono essere prese in considerazione al fine di correggere la stima effettuata con i metodi patrimoniali; dal punto di vista economico-aziendalistico, l'avviamento è rappresentativo del plusvalore (o minusvalore) dell'azienda, ossia della capacità di quest'ultima di produrre o meno, nel futuro, redditi (c.d. rispettivamente *goodwill* o *badwill*); per tali ragioni, nella prassi valutativa, l'avviamento è elemento idoneo a rettificare una stima dell'azienda basata sulla mera sommatoria di valori patrimoniali, ancorché rettificati per tener conto del loro valore corrente (c.d. metodo misto patrimoniale-reddituale). In altri termini, come miglior dottrina sostiene, l'avviamento è l'«elemento maggiormente idoneo a riflettere la capacità reddituale dell'impresa, sostanziandosi anzi in esso»<sup>17</sup> e altro non rappresenta che l'attitudine di un'azienda «a consentire la realizzazione di un profitto»<sup>18</sup>. In conclusione, nella valorizzazione delle prospettive reddituali – quindi nell'applicazione dei criteri legali – si potrà e dovrà tener conto anche dell'avviamento.

Il secondo termine legale di riferimento del procedimento valutativo – rappresentato dalle «prospettive reddituali» – richiama l'applicazione dei metodi c.d. reddituali, che si basano sull'attualizzazione, secondo determinate ipotesi, di un flusso di redditi (che si prevede la società sia in grado di realizzare) normalizzati. Le tecniche per stimare i redditi futuri sono diverse: alcune si basano su dati storici (es. il metodo della “proiezione di risultati storici”), opportunamente depurati dalle componenti straordinarie; altre tengono maggiormente conto del possibile accrescimento nel tempo delle dimensioni e del volume di attività e di reddito dell'impresa (metodo delle “prospettive di crescita”) o di nuove strategie, operazioni straordinarie e specifici progetti che modificano la struttura aziendale esistente (metodo “delle opzioni innovative”). Con riferimento alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni, apparirebbe non utilizzabile, almeno in alcune circostanze, l'ultimo metodo citato, in quanto esporrebbe il socio recedente agli effetti (positivi o negativi) proprio di quelle operazioni societarie che hanno determinato l'esercizio dell'*exit* (es. operazioni di fusione o scissione che comportino modifiche dell'oggetto sociale). In altre parole, il socio

---

<sup>16</sup> La Relazione al d.lgs. n. 6/2003, infatti, parla di avviamento solo con riferimento ai criteri di valutazione statutari: qualora si decidesse di far ricorso a questi ultimi, «potrà tenersi conto, se statutariamente indicato, anche, ad esempio, dell'avviamento».

<sup>17</sup> S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in AA.VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNINI (a cura di), Milano, 2004, 125.

<sup>18</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 1, *Diritto dell'impresa*, IX edizione, Torino, 2015, 140.

uscente né potrebbe beneficiare, né potrebbe essere pregiudicato dagli effetti potenzialmente derivanti dall'operazione dalla quale, tramite l'esercizio del recesso, si è dissociato<sup>19</sup>.

Ora, come si è avuto modo di anticipare, il legislatore, anche in base a quanto esplicitamente previsto nella Relazione illustrativa (v. *supra*), suggerisce di fatto il ricorso ad un metodo di valutazione "misto", basato sulla stima del valore corrente degli elementi patrimoniali e sulla capacità dell'azienda di generare redditi futuri. Spetta agli amministratori un'adeguata ponderazione dei due metodi in funzione delle caratteristiche dell'impresa.

Infine, il legislatore impone di tener conto anche dell'eventuale «*valore di mercato*» delle azioni. Anche in questo caso, è demandato agli amministratori di ponderare quest'ulteriore elemento sulla base della sua significatività.

Inoltre, sebbene il tenore letterale della disposizione sembra fare riferimento al mero valore di mercato delle azioni oggetto del recesso, non è da escludere l'utilizzo dei c.d. "prezzi comparabili" – riferiti ad azioni comparabili emesse da società diverse – anche solo come strumento di controllo della correttezza della stima a cui gli amministratori sono pervenuti.

7. *L'utilizzo di sconti o premi nella determinazione del valore di liquidazione.* – Esaminati i diversi metodi di valutazione adottabili, resta, in ultimo, da chiedersi se, nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni, gli amministratori possono o debbano tener conto anche di eventuali "premi" o "sconti", riflesso della singola quota di capitale sociale rispetto agli assetti proprietari della società emittente, ossia – in altri termini – dell'importanza e del ruolo (strategico o meno) del pacchetto azionario per il quale il recesso viene esercitato. Sul punto, la dottrina non pare essere univoca: alcuni autori ritengono percorribile la rettifica della valutazione che tenga conto di maggiorazioni o sconti a seconda della caratteristica del pacchetto azionario<sup>20</sup>; altri – al contrario – sostengono che la liquidazione possa avvenire esclusivamente mediante mera moltiplicazione del valore (di rimborso) unitario per il numero delle azioni<sup>21</sup>.

A far propendere per la seconda soluzione dottrinale è, innanzitutto, il tenore letterale dell'art. 2437-ter c.c., nonché dell'intera disciplina del recesso, che parla espressamente di "azioni" o anche, al singolare, di "azione"<sup>22</sup>, mancando ogni richiamo alla "partecipazione sociale".

Inoltre, l'art. 2437-*quater* c.c., nel disciplinare la procedura di liquidazione delle azioni del socio recedente, prevede un procedimento nel quale, primariamente, si tenta la cessione delle azioni del recedente ai soci restanti o ai terzi e, solo in subordine, in

<sup>19</sup> Si veda: Cassazione, 26 agosto 2004, n. 17012.

<sup>20</sup> M. CALLEGARI, *op. cit.*, 1424 s.: «*Il ricorso al valore di mercato [...] offre spazio ad un'ampia discrezionalità nella determinazione, atteso che si potrebbe tenere conto anche delle maggiorazioni che i titoli presentano a seconda delle consistenze del pacchetto azionario.*»

<sup>21</sup> G. DE NOVA, *il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 335, il quale lascia intendere che una maggiorazione può essere prevista solo in caso di cessione delle quote a terzi.

<sup>22</sup> Si veda art. 2437, comma 1, lett. f), c.c.

caso di esito negativo, l'acquisto da parte della società o la riduzione del capitale sociale. La previsione di "premi" (di maggioranza) o di "sconti" (di minoranza) renderebbe difficoltoso il procedimento stesso di liquidazione, atteso che la previsione dei primi disincentiverebbe l'acquisto da parte dei soci o dei terzi e la previsione dei secondi presterebbe il fianco ad eventuali comportamenti abusivi della maggioranza che, dopo aver acquistato dal socio le azioni gravate da uno sconto, ben potrebbe successivamente liquidare la società e ottenere un valore più elevato.

# LA RIDUZIONE DEL CAPITALE NELLA SOCIETÀ PER AZIONI TRA PROBLEMI APERTI E RIFORME *IN PROGRESS*\*

di *Gustavo Olivieri*

SOMMARIO: 1. Le diverse ipotesi di riduzione del capitale sociale previste dal legislatore. – 2. Le ipotesi di riduzione “volontaria” del capitale. – 3. La riduzione volontaria per perdite. – 4. Tecniche di riduzione volontaria del capitale e parità di trattamento dei soci. – 5. (*Segue*): riduzione volontaria e tutela dei creditori sociali. – 6. Le riduzioni obbligatorie del capitale per perdite. – 7. (*Segue*): l’ammontare della perdita rilevante ai fini della riduzione obbligatoria del capitale. – 8. Gli obblighi previsti dall’art. 2446 c.c. – 9. Gli obblighi previsti dall’art. 2447 c.c. – 10. Le deroghe legali alla riduzione obbligatoria del capitale per perdite: a) nelle start-up innovative. – 11. (*Segue*): b) nella normativa emergenziale volta a fronteggiare la crisi pandemica. – 12. (*Segue*): c) nelle nuove disposizioni sulla crisi d’impresa. – 13. Sullo spazio residuo della regola “ricapitalizza o liquida” nel nuovo diritto societario della crisi.

1. *Le diverse ipotesi di riduzione del capitale sociale previste dal legislatore.* – Ogni riduzione del capitale sociale inizialmente sottoscritto dai soci in sede di costituzione della società (c.d. *capitale nominale*, o *legal capital*) comporta una modifica dello statuto riservata alla competenza dell’organo assembleare e soggetta alla disciplina prevista dagli artt. 2436 e ss. c.c.

Del pari, ogni riduzione del capitale sociale rappresenta, dal punto di vista finanziario, una informazione rilevante che la società fornisce ai soci, ai creditori (attuali o potenziali) ed al mercato in generale sulla composizione del suo patrimonio e sull’ammontare degli investimenti dei soci destinati al servizio dell’attività comune<sup>1</sup>.

Sul piano sostanziale, tuttavia, le ipotesi di riduzione del capitale sociale previste dal legislatore differiscono notevolmente fra loro quanto a presupposti e modalità di attuazione. Se, come rilevato da autorevole dottrina, il capitale sociale è utilmente pensabile come un numero che detta regole<sup>2</sup>, appare arduo enucleare dal diritto vigente principi comuni applicabili a tutte (o quanto meno alle principali) fattispecie di riduzione del capitale sociale previste dal legislatore.

Ciò non di meno, alcune considerazioni preliminari sull’impianto complessivo della disciplina che verrà qui di seguito esaminata possono essere ugualmente svolte.

Come già argomentato in altre sedi trattando dei conferimenti nelle società per

---

\* Il saggio sviluppa, con aggiornamenti e integrazioni, il contributo destinato al volume collettaneo *La società per azioni*, a cura di P. SPADA, nel *Trattato di diritto privato* diretto da G. IUDICA, P. ZATTI.

<sup>1</sup> M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 15.

<sup>2</sup> P. SPADA, *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, 437 ss.

azioni<sup>3</sup>, il legislatore euro-unitario ha disposto regole stringenti e tendenzialmente inderogabili in punto di *composizione iniziale* del patrimonio sociale al fine di garantire, sin dall'origine, la presenza al suo interno di un surplus attivo (c.d. netto) *almeno pari* al capitale sociale nominale, a sua volta da determinarsi in misura non inferiore al minimo previsto dall'art. 2327 c.c.

Sotto questo profilo, dunque, è agevole rilevare come le norme in tema di riduzione del capitale sociale, pur nella loro eterogeneità, siano parte del medesimo sistema volto a salvaguardare, durante la vita della società, la integrità del netto patrimoniale inizialmente costituito dai soci attraverso i conferimenti e come tali siano state concepite anche dal legislatore euro-unitario, il quale le ha inserite all'interno della seconda direttiva in materia di società (direttiva 77/91/CEE) poi sostituita, senza sostanziali modifiche sul punto, dalla direttiva 2012/30/UE insieme ad altri precetti volti a perseguire quel medesimo scopo.

Evidenti appaiono, altresì, le connessioni esistenti, sul piano sistematico, tra le norme in tema di riduzione del capitale sociale e quelle riguardanti, rispettivamente, le cause di scioglimento della società (art. 2484 c.c.) e la responsabilità degli amministratori in caso di ritardo nella loro rilevazione (art. 2485 c.c.); norme dalle quali si ricava il principio noto come "*ricapitalizza o liquida*" che costituisce, a sua volta, uno dei pilastri sui quali si fonda il sistema del *legal capital* adottato in Europa. La tenuta di quel sistema si basa, come noto, su due principi cardine volti, da una parte, ad assicurare la stabilità dell'investimento iniziale dei soci vietando la restituzione (palese od occulta) dei conferimenti e la distribuzione di utili fittizi che intacchino il netto iniziale; dall'altra, ad imporre la cessazione dell'attività d'impresa ogni qual volta le perdite riducano il patrimonio netto al di sotto del capitale sociale minimo<sup>4</sup>.

In questa prospettiva ben si comprende, allora, la rigida tipizzazione delle cause che possono dare luogo ad una riduzione del capitale sociale. Le relative fattispecie costituiscono infatti, secondo la giurisprudenza, un numero chiuso che non tollera integrazioni da parte dell'autonomia privata e che appare astrattamente scomponibile in (almeno) due sottoinsiemi, ciascuno dei quali riconducibile ad uno dei principi cardine sopra richiamati. Il primo sottoinsieme è costituito dall'ipotesi di riduzione "*volonta-*

<sup>3</sup> In argomento sia consentito rinviare a G. OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, Padova, 1989, 126 ss.; ID., *I conferimenti nella società per azioni*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da FLORIANO D'ALESSANDRO, Padova, 2010, vol. II, t. I, 151 ss.; ID., *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 257 ss.; ID., *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008, 101 ss.; ID., *Quel che resta del capitale nelle società chiuse*, in AA.VV., *Il nuovo capitale sociale*, a cura di I. CAPELLI, S. PATRIARCA, Milano, 2016, 47 ss.

<sup>4</sup> Sulla rilevanza della regola "*ricapitalizza o liquida*" e sulle sue connessioni sistematiche con altre disposizioni dettate dal legislatore in materia di riduzione del capitale per perdite e di responsabilità degli amministratori al fine di evitare la traslazione del rischio d'impresa sui creditori v., oltre agli Autori citati in precedenza, (nt. 2 e 3), F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa fra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.* 2001, I, 411 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 612; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione del controllo*, in AA.VV., *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano 2007, 515; cui *adde*, più di recente, I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, Milano, 2020, 45 ss., il quale propone di modificare la regola in "*ricapitalizza, riorganizza o liquida*" al fine di compendiare in essa anche le soluzioni della crisi che implicano una (totale o parziale) rinuncia dei soci al controllo della impresa e un ingresso nella compagine sociale dei creditori con finalità di risanamento. Sulla persistente attualità ed utilità del principio si tornerà comunque anche *infra*, par. 13.

ria”<sup>5</sup>, regolata dall’art. 2445 c.c., la quale, in deroga al principio d’intangibilità del capitale, consente uno smobilizzo *ante tempus* dell’investimento iniziale effettuato dai soci. Il secondo è rappresentato dalle riduzioni “obbligatorie”, le quali impongono non solo di ripristinare la corrispondenza fra netto patrimoniale e capitale nominale qualora l’equilibrio tra tali grandezze sia stato alterato da perdite d’esercizio (artt. 2446), da errate valutazioni dei conferimenti in natura (art. 2343 c.c.), ovvero da altri eventi sopravvenuti come il recesso o la mora del socio; ma possono addirittura portare alla liquidazione della società qualora il patrimonio netto scenda al disotto del minimo legale e la società non adotti uno dei provvedimenti previsti dall’art. 2447 c.c.

Questo è anche il criterio espositivo che sembra preferibile adottare nel prosieguo per esaminare le principali ipotesi di riduzione del capitale sociale previste nel nostro ordinamento, posto che altre possibili classificazioni alternative, pure prospettate in dottrina o suggerite dal legislatore (cfr. art. 4, co. 9, l. n. 366/2001), come ad esempio quella basata sulla natura reale o meramente nominale della riduzione, appaiono, oltre che imprecise, di scarsa utilità conoscitiva.

2. *Le ipotesi di riduzione “volontaria” del capitale.* – A seguito delle modifiche apportate dalla riforma organica del 2003, la riduzione volontaria, regolata dall’art. 2445 c.c., non è più condizionata alla prova della “esuberanza” del capitale rispetto al conseguimento dell’oggetto sociale. La verifica in concreto di tale requisito aveva dato luogo in passato a non poche difficoltà applicative, alimentando un indirizzo giurisprudenziale tendenzialmente restrittivo che ammetteva questo tipo di riduzione solo in presenza di modifiche sopravvenute dell’oggetto sociale, di alienazione di rami d’azienda o di altre comprovate limitazioni dell’attività d’impresa originariamente programmata dai soci<sup>6</sup>.

Nel testo vigente, invece, la riduzione volontaria del capitale, in linea con le indicazioni a suo tempo fornite dal legislatore delegato, si presenta funzionalmente neutra e tale da consentire in ogni momento lo smobilizzo, quanto meno parziale, delle risorse investite dai soci nell’impresa comune, fermo restando il rispetto delle altre condizioni previste dal legislatore. La riduzione in parola potrà dunque essere disposta non solo – come avveniva in passato – per porre rimedio ad una situazione di sopravvenuta eccedenza di tali risorse rispetto all’attività sociale effettivamente svolta, ma anche in ogni altro caso in cui i soci intendano cogliere nuove e più proficue occasioni di profitto, ovvero ridurre il loro investimento in un mercato considerato non più redditizio<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> R. NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. 3, Torino, 2007, 297.

<sup>6</sup> Per riferimenti alla giurisprudenza formatasi in materia di riduzione del capitale per esuberanza v. NOBILI, *op. cit.*, 298, nt. 3, cui *adde*: M.S. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 291 ss.; TANTINI, *Il capitale è esuberante ... perché è esuberante*, in *Giur. comm.*, 1978, II, 74 ss. Il venir meno del requisito in esame non ha impedito tuttavia alla giurisprudenza successiva di sindacare le motivazioni della riduzione volontaria del capitale sociale in presenza, ad esempio, di una situazione patrimoniale compromessa e di censurare, anche in assenza di una opposizione dei creditori, la decisione assunta dai soci in quanto dettata dal solo scopo di appropriarsi di una parte consistente del patrimonio sociale a danno dei creditori (cfr. in tal senso Trib. Milano, ord. 12 maggio 2015, consultabile in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)).

<sup>7</sup> Conf., in dottrina, SCANO, *Art. 2445*, in AA.VV., *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, t. II, Milano, 2016, 2696; VENTORUZZO, *Sub art.*



Così intesa, la soppressione del requisito della “esuberanza” segna un indubbio allentamento del vincolo di destinazione gravante sui conferimenti ed un conseguente abbassamento del livello di tutela offerto dal capitale sociale. Per ovviare a tale inconveniente, parte della dottrina ha cercato di valorizzare l’inciso contenuto nel secondo comma della disposizione in esame, ove si prevede che l’avviso di convocazione dell’assemblea debba indicare le ragioni della (proposta di) riduzione, sostenendo che l’obbligo d’informare i soci sui motivi della riduzione sarebbe a sua volta funzionale a consentirne lo scrutinio in sede assembleare, in particolare sotto il profilo della loro adeguatezza e conformità all’interesse sociale<sup>8</sup>. Con la ulteriore conseguenza, non sempre chiaramente esplicitata, che ove le ragioni invocate a sostegno della proposta di riduzione non fossero ritenute congrue, la relativa delibera sarebbe invalida.

Secondo un’altra e più persuasiva ricostruzione, il tentativo di far leva sull’obbligo informativo sopra richiamato per limitare la discrezionalità dei soci nel decidere il livello d’investimento ottimale nella società da essi partecipata non merita di essere condiviso per più ordini di ragioni.

In particolare, va rilevato come il precetto riguardi esclusivamente il contenuto dell’avviso di convocazione, il quale è a sua volta funzionale a consentire un corretto esercizio dei diritti di partecipazione e di voto dei soci. La mancata o insufficiente indicazione dei motivi della riduzione nell’avviso di convocazione potrebbe dunque, a tutto concedere, configurarsi come un vizio di annullabilità della relativa delibera per omessa informazione dei soci, peraltro sanabile ai sensi dell’art. 2377 c.c.; ma non certo autorizzare lo scrutinio in sede giudiziale dei motivi posti a fondamento della riduzione né, tanto meno, consentire una valutazione di conformità degli stessi all’interesse sociale<sup>9</sup>.

Ne discende che non appare (più) configurabile – nell’attuale sistema – un interesse sociale, distinto da quello dei soci, a mantenere nel patrimonio della società da essi partecipata un determinato livello d’investimenti. Del pari sembra da condividere l’avviso espresso da chi ritiene che non sussista neppure un interesse del singolo azionista a conservare il livello del capitale inizialmente investito nella società<sup>10</sup>, essendo a tal fine sufficiente che la riduzione avvenga nel rispetto del principio di parità di trattamento espressamente sancito a questo proposito dal legislatore comunitario.

La delibera di riduzione del capitale sarà dunque valida anche qualora i motivi indicati nell’avviso non dovessero coincidere con l’interesse imprenditoriale della società o non fossero comuni a tutti i soci, come nel caso di uno smobilizzo parziale di risorse

2445, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Giuffrè, 2015, 4 ss.

<sup>8</sup> Così SCANO, *op. cit.*, 2704; SPOLIDORO, *op. cit.*, 291.

<sup>9</sup> In senso conforme NOBILI, *op. cit.*, 303. In questo senso sembrerebbe orientato anche SCANO, *op. cit.*, 2705, quando afferma che il controllo del notaio o del giudice sulla delibera di riduzione volontaria del capitale “non può impingere in un sindacato di merito circa opportunità e convenienza della riduzione”. La giurisprudenza formata dopo la entrata in vigore del nuovo testo dell’art. 2445 c.c. non fornisce indicazioni al riguardo. Un interessante spunto si rinviene nell’ordinanza del Trib. Milano, 12 maggio 2015, cit. *supra*, nota 6, la quale tuttavia non esamina la mancanza di adeguata motivazione della delibera di riduzione volontaria del capitale nella prospettiva della sua invalidità, quanto piuttosto di una condotta idonea a giustificare – insieme ad altri comportamenti degli amministratori della società – l’adozione nei loro confronti dei provvedimenti cautelari richiesti dal curatore fallimentare ai sensi degli artt. 669 ss., c.p.c.

<sup>10</sup> NOBILI, *op. cit.*, 302.

finalizzato a cogliere nuove opportunità d'investimento accessibili solo ad alcuni di essi. Peraltro, si ritiene correttamente che anche in relazione a queste delibere i soci assenti o dissenzienti possano invocare il rispetto dei principi generali elaborati dalla giurisprudenza teorica e pratica in tema di abuso di maggioranza e di conflitto d'interessi, nella misura in cui ne ricorrano i presupposti.

Pacifica appare, inoltre, la possibilità di procedere ad una riduzione volontaria del capitale in presenza di riserve disponibili di pari ammontare. Se è vero, infatti, che la distribuzione di riserve disponibili ai soci può sortire un effetto pratico equivalente a quello di una riduzione effettuata mediante rimborso dei conferimenti, notevoli appaiono, non di meno, le differenze riscontrabili tra le due operazioni sul piano delle regole di gestione del netto ed, in particolare, del regime d'indisponibilità applicabile alle rispettive poste. Ridurre il capitale in presenza di riserve disponibili comporta, infatti, non solo una diminuzione del patrimonio netto della società, ma anche una sua modificazione qualitativa, nella misura in cui si traduce in un allentamento del regime vincolistico imposto dal capitale sociale; il che giustifica la sua sottoposizione alle condizioni poste dall'art. 2445 c.c. a tutela dei creditori sociali.

3. *La riduzione volontaria per perdite.* – Secondo un orientamento interpretativo già emerso in passato ed oggi rafforzato dalla rilevata neutralità causale della fattispecie in esame, l'art. 2445 c.c. sarebbe destinato ad accogliere al suo interno anche le ipotesi di riduzione non obbligatoria del capitale per perdite nonché, più in generale, ogni altra ipotesi di riduzione del capitale nominale che determini una modifica del netto patrimoniale e che non sia imposta dalla necessità di rispettare uno specifico precetto normativo.

Nella prima tipologia rientrerebbero, ad esempio, tutte quelle deliberazioni che, pur essendo disposte per ripianare perdite rilevanti ai sensi dell'art. 2446 c.c., prevedano la riduzione del capitale in misura eccedente le perdite effettivamente subite dal patrimonio sociale. Così facendo, si fa notare, la società realizza il duplice obiettivo di assorbire la perdita e, per la parte eccedente, di liberare il netto dal vincolo del capitale rendendolo distribuibile ai soci. Il che induce l'opinione più accreditata a ritenere che a questa delibera di riduzione del capitale per perdite debbano applicarsi le cautele previste dall'art. 2445 c.c., ivi incluso il diritto di opposizione dei creditori sociali<sup>11</sup>.

Più controversa è invece la possibilità di applicare la norma in esame all'ipotesi in cui la società, in presenza di perdite che non eccedano il terzo del capitale sociale ai sensi dell'art. 2446 c.c., decida ugualmente di procedere alla sua riduzione in modo da eliminare la perdita e di consentire la distribuzione di eventuali utili negli esercizi successivi.

Che si tratti di una riduzione *volontaria* del capitale non sembra lecito dubitare, ma è altrettanto evidente come essa non determini alcuna diminuzione "reale" del patrimonio netto, già inciso dalle perdite, né alcuna attribuzione in favore dei soci. Preso atto dell'atipicità dell'operazione, la giurisprudenza sottolinea la necessità di regolarla in via analogica attingendo alla disciplina dettata dagli artt. 2445 e 2446 c.c. in modo da tutelare i contrapposti interessi dei soci alla distribuzione degli utili e dei creditori a

---

<sup>11</sup> NOBILI, *op. cit.*, 323.

mantenere il vincolo d'indisponibilità costituito dal capitale nominale<sup>12</sup>. In conformità a tale orientamento, dunque, i primi dovranno essere adeguatamente informati delle ragioni della proposta di riduzione attraverso una situazione patrimoniale predisposta dagli amministratori in conformità a quanto previsto dall'art. 2446, co. 2, c.c.; mentre ai secondi – ma sul punto la dottrina non è unanime – dovrebbe essere consentito, applicando in via analogica l'art. 2445 c.c., di fare opposizione alla delibera di riduzione. Se è vero infatti che la riduzione volontaria del capitale registra in questo caso una perdita e una conseguente riduzione del patrimonio netto ormai già consumate, non si può negare che essa produca l'effetto di allentare la funzione vincolistica del capitale liberando la società e i suoi amministratori dall'obbligo, disposto dall'art. 2433, co. 3, c.c., di ripianare la perdita prima di distribuire utili ai soci<sup>13</sup>.

4. *Tecniche di riduzione volontaria del capitale e parità di trattamento dei soci.* – La riduzione volontaria del capitale può essere realizzata attraverso il rimborso dei conferimenti eseguiti dai soci, ovvero mediante la loro liberazione dall'obbligo di completare i versamenti non ancora eseguiti rinunciando, in pratica, al credito vantato dalla società nei loro confronti. Sebbene siano presentate dal legislatore come alternative, le due modalità sopra descritte potrebbero anche trovare applicazione concorrente qualora la misura della riduzione disposta fosse in parte coperta dalla rinuncia al credito da conferimento e in parte da una restituzione ai soci degli apporti già versati (si pensi, ad esempio, al caso di una società in cui alcuni soci abbiano eseguito conferimenti in natura già integralmente liberati, mentre altri abbiano versato solo la quota di conferimenti in denaro prevista dall'art. 2327 c.c.).

Nella giurisprudenza teorica e pratica si ammette, inoltre, la possibilità di ridurre il capitale senza restituire ai soci i versamenti già eseguiti o liberarli dal loro debito per la parte non ancora eseguita, imputando la differenza a riserva disponibile; soluzione che appare coerente con (e che indirettamente conferma) la tesi, già in precedenza sostenuta, secondo la quale anche una modifica meramente qualitativa del netto come quella di cui si discute giustifica l'applicazione delle norme a tutela dei creditori previste dall'art. 2445 c.c. Dubbio è invece se la relativa delibera debba essere approvata con il consenso unanime dei soci, come da taluno sostenuto<sup>14</sup>, ovvero sia sufficiente rispettare, anche in questo caso, il generale principio di parità di trattamento dei soci assicurando che la scelta di non “distribuire” il controvalore della riduzione venga applicata senza eccezioni a tutte le categorie di azionisti.

<sup>12</sup> Così Cass., 13 gennaio 2006, n. 543, in *Giur. comm.*, 2008, II, 963. *Conf.*, in dottrina, NOBILI, *op. cit.*, 328.

<sup>13</sup> L'opinione prevalente è orientata nel senso di non riconoscere ai creditori il diritto di fare opposizione alla delibera di riduzione volontaria del capitale per perdite: in questo senso G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, 5 ed., Torino, 2002, 503, nt. 1; L. STANGHELLINI, *Sub Art. 2446*, in AA.VV., *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, t. II, Milano, 2016, 2720. Non mancano tuttavia orientamenti di segno opposto, come quelli espressi da F. FENGHI, *op. cit.*, 68; e da E. GINEVRA, *Le azioni. Creazione ed estinzione*, in AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, Torino, 2016, 377. Ritiene che la questione, anche dopo la riforma, rimanga comunque “opinabile” NOBILI, *op. cit.*, 329, il quale consiglia pragmaticamente di eseguire la delibera di riduzione dopo la scadenza del termine concesso ai creditori per l'opposizione ai sensi dell'art. 2445 c.c.

<sup>14</sup> Così BELVISO; *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, nel *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, vol. XVII, Torino, 1985, 131 ss.

Sempre a proposito del principio di parità di trattamento da ultimo richiamato, ci si è chiesti come esso debba essere applicato in presenza di categorie speciali di azioni che prevedano, ad esempio, un diverso regime (tipicamente una postergazione) rispetto alle perdite subite ovvero agli utili realizzati dalla società (si pensi ad azioni privilegiate o correlate a determinati settori di attività). Non sembra inoltre da escludere, quanto meno in astratto, la possibilità per l'autonomia privata di creare categorie di azioni il cui regime sia diversificato rispetto a quelle ordinarie anche (o solo) con riferimento alle ipotesi di riduzione volontaria del capitale.

Tuttavia, in mancanza di una specifica previsione dello statuto in tal senso, deve ritenersi che la riduzione volontaria del capitale “debba essere uguale per tutte le azioni” e dunque interessare proporzionalmente tutte le categorie di azioni, sia ordinarie che speciali<sup>15</sup>.

Altra questione di rilevante interesse teorico e pratico, strettamente connessa a quella appena affrontata, riguarda la possibilità di procedere alla riduzione del capitale mediante sorteggio delle azioni da rimborsare e conseguente attribuzione ai soci sorteggiati di azioni di godimento, secondo quanto previsto dall'art. 2353 c.c. La tesi prevalente in dottrina è nel senso che, in mancanza di una previsione statutaria che la preveda o di un esplicito consenso dei soci interessati, l'estrazione a sorte delle azioni da rimborsare – pur mettendo tutti i soci sullo stesso piano rispetto all'esito del sorteggio – finisca per introdurre elementi di aleatorietà incompatibili con il rispetto del principio di parità di trattamento e con il diritto di ciascun socio a rimanere in società, sia pure con una partecipazione ridotta<sup>16</sup>. A ciò si aggiunga che le azioni di godimento attribuite ai soci sorteggiati potrebbero forse compensare (e neppure integralmente) la perdita delle prerogative patrimoniali ad essi spettanti – come quella di partecipare alla distribuzione degli utili ed alla ripartizione dell'attivo residuo in sede di liquidazione della società – ma non anche il venir meno dei poteri amministrativi collegati all'esercizio del diritto di voto. Il che induce a ritenere come, anche in questo caso, la deroga alla parità di trattamento dei soci debba trovare il proprio fondamento in una clausola dello statuto che quel metodo di rimborso espressamente consenta.

5. (Segue): *riduzione volontaria del capitale e tutela dei creditori sociali*. – Eliminato il requisito della esuberanza del capitale investito rispetto all'oggetto sociale, la tutela dei creditori della società è ormai interamente affidata al rispetto delle regole imposte dall'art. 2445 c.c. in punto di efficacia differita della delibera di riduzione, a loro volta funzionali a rendere possibile la eventuale opposizione di quanti fra essi si ritengono danneggiati da tale decisione.

La norma prevede infatti che la delibera di riduzione volontaria del capitale non possa essere eseguita prima che siano trascorsi novanta giorni dalla sua iscrizione nel registro delle imprese, a condizione che entro quel termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione. La dottrina ravvisa in tale meccanismo un esempio di delibera sospensivamente condizionata alla mancata vittoriosa opposizione dei creditori, sottolineando come fino all'avverarsi di tale condizione la delibera non

---

<sup>15</sup> Così NOBILI, *op. cit.*, 308.

<sup>16</sup> Così NOBILI, *op. cit.*, 308, nt. 31.

produca alcun effetto e la società non possa procedere alla corrispondente riduzione del capitale sociale<sup>17</sup>.

Peraltro, si fa notare come le modifiche apportate dalla riforma organica del 2003 in tema, rispettivamente, d'impugnazione delle delibere assembleari (artt. 2377-2379 c.c.), e di delibere aventi ad oggetto la riduzione volontaria del capitale (art. 2379 *ter* c.c.), abbiano inciso in senso restrittivo anche sulla possibilità dei soci e dei terzi di contestare davanti al giudice la validità di tali delibere, in particolare se assunte da società che fanno appello al pubblico risparmio<sup>18</sup>. Per queste ultime, infatti, l'invalidità della deliberazione di riduzione non può più essere chiesta né pronunziata qualora la deliberazione sia stata anche solo parzialmente eseguita (art. 2379 *ter*, co. 2, c.c.) fatto salvo, in ogni caso, il diritto al risarcimento dei danni subiti.

L'opposizione può essere presentata solo dai creditori che vantino un titolo sorto anteriormente alla iscrizione della delibera di riduzione nel registro delle imprese – ivi inclusi eventuali obbligazionisti della società – e, se tempestivamente esercitata, essa sospende *erga omnes* l'efficacia della delibera fino a che il giudice non si sia pronunciato nel merito.

A differenza della impugnativa della relativa delibera, il giudizio di opposizione verte sulla esistenza di un concreto pregiudizio che la riduzione del capitale potrebbe arrecare alle ragioni di credito dell'opponente e, segnatamente, alla possibilità per quest'ultimo di essere soddisfatto alla scadenza. Ne consegue che il Tribunale, nonostante l'opposizione, potrà ugualmente autorizzare l'esecuzione della delibera di riduzione qualora “*ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori*” richiamato nella nuova formulazione dell'art. 2445, ult. co., c.c., ovvero la società presti idonee garanzie o provveda direttamente al pagamento del credito vantato dall'opponente<sup>19</sup>.

6. *Le riduzioni obbligatorie del capitale per perdite.* – Tra le ipotesi di riduzione obbligatoria del capitale sociale previste dal legislatore, quelle *per perdite* svolgono un ruolo preminente all'interno del sistema incentrato sul *legal capital*, attese le rilevanti conseguenze che da esse discendono sia dal punto di vista teorico che pratico. Sotto il primo profilo, si è già ricordato in precedenza come le norme dettate dagli artt. 2446 e 2447 c.c. siano parte di un complesso “sistema di allarme” – compendiabile nel principio “ricapitalizza o liquida” – volto a prevenire la traslazione del rischio d'impresa sui creditori sociali e come, a tal fine, le stesse siano funzionalmente collegate ad altri due precetti chiave dettati, rispettivamente, in tema di scioglimento della società (art. 2484, n. 4, c.c.) e di responsabilità degli amministratori (art. 2485 c.c.).

Sotto altro, non meno rilevante profilo, è noto come le riduzioni obbligatorie del capitale abbiano dato luogo ad una ricca ed articolata casistica formatasi, dapprima, in sede di omologazione delle relative delibere assembleari ed in tempi più recenti, una volta venuto meno il controllo giudiziale su tali atti, attraverso la elaborazione di principi applicativi comuni da parte dei Collegi notarili. Non va dimenticato, infine, come,

---

<sup>17</sup> SCANO, *op. cit.*, 2705.

<sup>18</sup> NOBILI, *op. cit.*, 312.

<sup>19</sup> Sottolinea questo aspetto A. GOMMELLINI, *Commento all'art. 2445*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da FLORIANO D'ALESSANDRO, Padova, 2011, vol. II, t. II, 904.

nella prassi, molte delle azioni di responsabilità promosse nei confronti degli amministratori di s.p.a. si fondono sulla violazione dell'obbligo di rilevare tempestivamente la perdita del capitale sociale e la conseguente causa di scioglimento prevista dall'art. 2484, n. 4, c.c. Il che ha indotto la giurisprudenza teorica e pratica ad interrogarsi, in primo luogo, sulla nozione di *perdita* rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina in esame, pervenendo a conclusioni ormai ampiamente consolidate e per molti versi condivisibili.

Si è così chiarito che la nozione utilizzata nel primo comma dell'art. 2446 c.c. (“*quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite*”) deve intendersi nel senso che, a causa delle perdite subite, il *patrimonio netto* si è ridotto di oltre un terzo al di sotto del capitale nominale della società. Diversamente da quanto sostenuto da un orientamento giurisprudenziale minoritario ed ormai risalente, dunque, la *perdita* presa in considerazione dalla norma non è quella che intacca (di oltre un terzo) il patrimonio netto della società, ma solo quella che riduce quest'ultimo al di sotto del capitale nominale una volta azzerate tutte le riserve a tal fine utilizzabili secondo un ordine d'indisponibilità crescente<sup>20</sup>. Infatti, come ribadito anche di recente dalla giurisprudenza, “*le disponibilità della società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità nella destinazione ai soci e i diversi strati del netto costituiscono un presidio avanzato del capitale sociale, progressivamente vincolati a contrappeso dell'irresponsabilità dei soci*”<sup>21</sup>.

Dottrina e giurisprudenza prevalenti concordano inoltre sulla necessità che la rilevazione delle perdite avvenga muovendo dagli stessi postulati ed utilizzando i medesimi criteri previsti per la redazione del bilancio d'esercizio, a cominciare dal principio di continuità aziendale (c.d. *going concern*) richiamato dall'art. 2423-bis, co. 1, c.c., come meglio si dirà nel prosieguo analizzando la situazione patrimoniale prevista dall'art. 2446 c.c.

Peraltro, mette conto segnalare l'opinione, avanzata in dottrina, secondo la quale il convincimento da ultimo riportato meriterebbe forse di essere rivisto alla luce delle modifiche normative intervenute in tema di principi contabili internazionali e, segnatamente, di valutazione delle immobilizzazioni in base al criterio del *fair value*. Secondo questa tesi, il nuovo *corpus* di regole contabili potrebbe indurre a domandarsi se, laddove la continuazione dell'attività d'impresa si presenti incerta, di ciò non si debba tener conto nelle valutazioni del patrimonio sociale, “*evidenziando i minori valori dell'attivo e le più elevate passività che si possono ragionevolmente prevedere nell'ipotesi di una crisi*”<sup>22</sup>. Si tratta tuttavia, come lo stesso Autore avverte, di una questione di carattere più generale, che attiene alla interpretazione della normativa in tema di bilancio d'esercizio e che non appare dunque in grado d'incidere sull'assunto, ampiamente condiviso, secondo il quale le eventuali perdite rilevanti ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c.

<sup>20</sup> Ivi incluse quelle da rivalutazione e – secondo alcuni – quelle iscritte a fronte degli apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi: cfr. in tal senso STANGHELLINI, *Sub art. 2447 c.c.*, in *Codice delle società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, t. II, 2016, 2718.

<sup>21</sup> Così Trib. Milano, 5 aprile 2016, consultabile in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). Nello stesso senso, Cass., 17 novembre 2005, n. 23269, in *Foro it.*, 2007, I, 919; Cass., 2 aprile 2007, n. 8221, in *Vita not.*, 2008, I, 135, con nota di CARLINI.

<sup>22</sup> NOBILI, *op. cit.*, 321.

devono essere accertate utilizzando gli stessi criteri stabiliti per redigere lo stato patrimoniale ed il conto economico della società ai sensi degli artt. 2423 ss. c.c.

7. (Segue): *l'ammontare della perdita rilevante ai fini della riduzione obbligatoria del capitale.* – Si è già accennato in precedenza al fatto che non ogni perdita che riduca il patrimonio netto al di sotto del capitale sociale sia idonea a far scattare il sistema di allarme predisposto dagli artt. 2446 e 2447 c.c., ma solo quella che sia qualificabile come “grave”.

A questo proposito la seconda direttiva in materia di società (ora direttiva 2012/30/UE) precisa – all’art. 19, par. 2 – che gli Stati membri non possono fissare a più della metà del capitale sottoscritto l’importo della perdita a tal fine rilevante. Il nostro Paese ha recepito la normativa comunitaria sul punto stabilendo, all’art. 2446, co. 1, c.c. che la perdita astrattamente idonea a generare un obbligo di riduzione del capitale nominale deve eccedere il terzo di tale ammontare, versandosi altrimenti in una ipotesi di riduzione volontaria, come tale soggetta alle disposizioni, già in precedenza illustrate, contenute nell’art. 2445 c.c.

Più dubbio è se la gravità della perdita debba essere valutata in base al medesimo criterio quantitativo (i.e.: oltre 1/3 del capitale) anche laddove, per effetto di essa, il capitale sociale scenda al di sotto del minimo legale, innescando una serie di conseguenze che potrebbero portare fino allo scioglimento della società ai sensi dell’art. 2484 c.c.

L’opinione prevalente, facendo leva sull’*incipit* dell’art. 2447 c.c., che quel criterio espressamente richiama, appare orientata nel senso di ritenere che laddove la perdita registrata sia inferiore al terzo del capitale, essa non determini alcun obbligo di provvedere in capo agli amministratori, né tanto meno integri una causa di scioglimento della società, quand’anche il patrimonio netto residuo sia sceso al di sotto del minimo legale<sup>23</sup>. Tale conclusione sarebbe confermata anche dall’art. 2484, n. 4, c.c. il quale, nel prevedere tra le cause di scioglimento della società per azioni la riduzione del capitale al disotto del minimo legale, fa salvo in ogni caso quanto disposto dall’art. 2447 c.c.

Secondo questa ricostruzione, tra le due fattispecie descritte rispettivamente agli artt. 2446 e 2447 c.c. sarebbe configurabile un rapporto di genere a specie, la seconda differenziandosi dalla prima solo per le conseguenze derivanti dalla perdita (i.e. riduzione del capitale al di sotto del minimo legale) e per i rimedi a tal fine previsti, ma non quanto ai presupposti per l’applicazione della relativa disciplina, ovvero la gravità della perdita stessa, che per esser tale dovrebbe in ogni caso superare l’ammontare indicato dall’art. 2446, co. 1, c.c.

In pratica, la tesi in esame consente ad un gran numero di società per azioni che hanno un capitale sociale pari al minimo di legge, di continuare ad operare in forma azionaria con un patrimonio netto stabilmente (e sensibilmente) inferiore a quello richiesto dalla legge. Un risultato che, secondo i sostenitori di questa interpretazione, sarebbe coerente con la finalità di limitare l’applicazione della regola “ricapitalizza o liquida” ai casi più gravi, evitando così d’imporre alle società inutili aggravii di costi o addirittura lo scioglimento, in presenza di perdite di limitata entità.

---

<sup>23</sup> NOBILI, *op. cit.*, 322; STANGHELLINI, *Sub art. 2447 c.c.*, in *Codice delle società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, t. II, 2016, 2733.

La tesi sopra riportata, pur essendo ampiamente condivisa sia in dottrina che in giurisprudenza, non convince per più ordini di ragioni, a cominciare dalla sua dubbia conformità ai principi dell'ordinamento comunitario.

Sotto questo profilo, non può non rilevarsi come, nell'ambito della seconda direttiva in materia di società (ora direttiva 2012/30/UE), e più in generale nei sistemi incentrati sul *legal capital*, un ruolo chiave sia attribuito alla formazione ed alla conservazione di un capitale sociale minimo, il quale costituisce non solo un requisito necessario per la costituzione della società, ma anche una condizione per continuare ad esercitare l'attività d'impresa in forma azionaria<sup>24</sup>. Ne discende che, in principio, una società per azioni non potrebbe operare qualora, dopo la sua costituzione, il patrimonio netto si sia ridotto in conseguenza di perdite al di sotto della soglia minima di capitale prevista dalla legge.

Tale conclusione non è smentita dal fatto che il legislatore comunitario non abbia previsto espressamente lo scioglimento della società in caso di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, né dalla circostanza che l'art. 19 della direttiva non ricollegli all'accertamento di una perdita grave uno specifico obbligo di adeguare in misura corrispondente la cifra del capitale nominale<sup>25</sup>. A ben vedere, la normativa comunitaria appare pienamente coerente con il ruolo centrale da essa attribuito al *legal capital* là dove prevede (art. 19, par. 1) che, in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, dev'essere convocata l'assemblea dei soci "*per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti*". Una disciplina certo meno dettagliata e stringente ma non dissimile, nella sostanza, rispetto a quella ricavabile dal combinato disposto degli artt. 2446, 2447 e 2484 del nostro codice civile.

Inoltre, dal punto di vista esegetico, la tesi secondo la quale la perdita che riduce il capitale al di sotto del minimo legale è tale da giustificare di per sé, a prescindere dalla sua misura, lo scioglimento della società appare compatibile con una diversa e più rigorosa interpretazione del rinvio all'art. 2447 contenuto nell'art. 2484, n. 4, c.c. Nella prospettiva qui suggerita, infatti, la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo di legge costituirebbe *sempre* una causa di scioglimento della società, salvo che quest'ultima adotti tempestivamente uno dei provvedimenti previsti dall'art. 2447 c.c., di cui appresso si dirà, in modo da impedire gli effetti che altrimenti si accompagnano al verificarsi di una delle cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c.<sup>26</sup>.

Del resto, anche dal punto di vista pratico, scarsamente convincenti appaiono le ragioni con le quali si tende a giustificare un'applicazione più indulgente delle norme in tema di scioglimento della società al caso in cui il capitale si sia ridotto al di sotto della soglia minima indicata dall'art. 2325 c.c. Se è vero infatti che molte società per azioni si costituiscono con un capitale sociale appena sufficiente a rispettare il requisito in parola, è altrettanto noto come, nella prassi, la loro struttura patrimoniale evidenzia una eccedenza, talora anche consistente, delle riserve disponibili rispetto all'ammontare del

---

<sup>24</sup> In argomento sia consentito rinviare a G. OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, cit., 135 ss.; nonché, più di recente, ID., *Patrimoni destinati ad uno specifico affare e regimi di responsabilità delle società azionarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 502 ss.

<sup>25</sup> Come rilevano MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, loc. cit., 24; L. ENRIQUES, J.R. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.* 2002, 92.

<sup>26</sup> Cfr. in tal senso OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, loc. cit., 136.



capitale nominale; il che riduce sensibilmente il rischio che perdite di modesto ammontare facciano scattare a vuoto il sistema di allarme previsto dagli artt. 2446 e 2447 c.c.

Questo sistema di allerta, che la giurisprudenza pone “*a contrappeso di garanzia della irresponsabilità dei soci*”<sup>27</sup> e che la migliore dottrina ritiene funzionale ad una “*profilassi dell’insolvenza*” volta ad evitare la traslazione del rischio d’impresa sui creditori<sup>28</sup>, detta regole e impone alla società di adottare comportamenti progressivamente più incisivi in relazione alla gravità crescente delle perdite subite che possono essere così compendiate:

i) se la perdita *non* supera il terzo del capitale nominale, la società non potrà distribuire utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto – ma, si noti, solo nelle forme e con le garanzie previste dall’art. 2445 c.c. – in misura corrispondente (art. 2433, co. 3, c.c.);

ii) se invece le perdite siano gravi nel senso innanzi chiarito, ma non tali da ridurre il capitale al di sotto del minimo legale, gli amministratori hanno l’obbligo di convocare l’assemblea per adottare “*gli opportuni provvedimenti*” e, se la situazione persiste anche nell’esercizio successivo, la società deve ridurre il capitale in proporzione alle perdite accertate (art. 2446 c.c.);

iii) infine, se le perdite riducono il capitale al di sotto del minimo legale, la società di scioglie laddove i soci non provvedano senza indugio a riportare il netto entro i limiti previsti dall’art. 2325 c.c. ovvero a trasformare la società in un altro modello di esercizio collettivo dell’impresa (art. 2447 c.c.).

8. *Gli obblighi previsti dall’art. 2446 c.c.* – Se si conviene con la ricostruzione sistematica che precede, appare evidente come anche gli obblighi previsti dall’art. 2446 c.c. siano funzionali alla tutela dei creditori sociali e dei terzi in quanto parte integrante del complessivo sistema di allerta in precedenza descritto. Non sembra invece cogliere nel segno la tesi, pur autorevolmente sostenuta, secondo la quale la norma in esame, lungi dal tutelare i creditori, avrebbe piuttosto lo scopo di rendere nuovamente distribuibili in favore dei soci utili futuri che altrimenti dovrebbero essere impiegati per ripianare le perdite pregresse in conformità a quanto previsto dall’art. 2433, co. 3, c.c.<sup>29</sup>.

Se così fosse, non si comprenderebbe per quale motivo la riduzione prevista dal co. 2 dell’art. 2446 c.c. sarebbe obbligatoria e indisponibile da parte dei soci, mentre quella per perdite inferiori al terzo sarebbe volontaria. La risposta a tale interrogativo risiede, all’evidenza, nella (presunzione di) gravità della perdita stessa e nella necessità, non più procrastinabile, di segnalare ai terzi che il patrimonio netto della società si è sensibilmente ridotto rispetto a quello inizialmente destinato al servizio dell’attività comune. Sembra dunque di poter condividere la considerazione, recentemente avanzata in dot-

<sup>27</sup> Trib. Milano, 5 aprile 2016, *loc. cit.*

<sup>28</sup> D’ALESSANDRO, *La crisi dell’impresa fra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, *loc. cit.*, 411 ss.; SPADA, *Un numero che detta regole*, *op. loc. cit.*; F. GALGANO, *La società per azioni, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. GALGANO, vol. VII, Padova, 1988, 2 ed., 7 ss.

<sup>29</sup> La tesi, sostenuta, da F. FENGHI, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sulla funzione del capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974, 31 ss., è stata ripresa più di recente da C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, 482 ss., testo e nt. 90.

trina, secondo la quale la riduzione in parola, sebbene non arrechi alcun vantaggio immediato ai creditori – né in termini di rafforzamento patrimoniale della società né di limite alla distribuzione di utili futuri – offre comunque una tutela indiretta dei loro interessi “*attraverso il valore informativo che la cifra del capitale sociale ha per i suoi interlocutori*”<sup>30</sup>. Un valore informativo tanto più elevato per i terzi se posto in relazione alla specifica causa che ha determinato la riduzione di quella cifra e che, a sua volta, può essere apprezzata come indice rivelatore di uno stato di difficoltà o addirittura di crisi dell’impresa comune.

Ma il campanello d’allarme azionato dall’art. 2446 c.c. ed il valore informativo ad esso collegato non si esaurisce in ciò. Anzi, a ben vedere, il riallineamento forzoso del capitale nominale alla nuova e più ridotta consistenza del patrimonio netto della società previsto dal secondo comma della norma in esame rappresenta solo l’ultimo, e forse nemmeno il più importante, degli obblighi che derivano dall’art. 2446 c.c. e che indirettamente si riflettono a vantaggio dei creditori sociali.

In primo luogo gli amministratori o il consiglio di gestione devono convocare senza indugio l’assemblea per gli opportuni provvedimenti. Inoltre, essi devono predisporre una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale da sottoporre all’assemblea insieme alle osservazioni del collegio sindacale. Infine, gli amministratori devono dare conto in assemblea dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione.

In questa fase, che culmina con l’assemblea dei soci, appare evidente l’intento del legislatore: a) di informare tempestivamente i soci della esistenza di una perdita grave e sulle cause che l’hanno determinata; b) di attribuire all’organo assembleare, in sede ordinaria, la competenza ad adottare i provvedimenti ritenuti più idonei ad eliminare la perdita.

Sotto il primo profilo, i principali problemi applicativi sui quali la giurisprudenza teorica e pratica ha avuto modo d’interrogarsi riguardano la struttura della relazione degli amministratori e i criteri di valutazione da utilizzare a tal fine.

Si è così avuto modo di chiarire che la relazione prescritta dalla norma in esame deve avere una struttura in tutto simile a quella di un bilancio d’esercizio e dunque essere composta da uno stato patrimoniale, da un conto economico, da una nota integrativa e da una relazione degli amministratori<sup>31</sup>. Inoltre, come già accennato in precedenza, i principi contabili da utilizzare per la sua redazione sono analoghi a quelli previsti per il bilancio d’esercizio della società, con la conseguenza che in essa non potranno figurare poste – come ad esempio l’avviamento – che non erano iscritte in bilancio perché prive dei requisiti a tal fine necessari<sup>32</sup>. Degno di nota e ampiamente condiviso appare, altresì, l’orientamento giurisprudenziale secondo il quale, nella redazione del documento in esame, occorre tener conto anche dei risultati di periodo (utili o perdite) maturati dopo la chiusura dell’ultimo bilancio d’esercizio approvato dalla società<sup>33</sup>.

Nell’assemblea convocata ai sensi dell’art. 2446, co. 1, c.c. si ritiene che gli amministratori, oltre ad illustrare l’entità della perdita e le cause che l’hanno generata, possano anche avanzare proposte sui provvedimenti più opportuni da adottare al fine di

---

<sup>30</sup> STANGHELLINI, *Sub art. 2447 c.c., op. loc. cit.*, 2713.

<sup>31</sup> Trib. Napoli, 5 maggio 2005.

<sup>32</sup> Cass., 17 novembre 2005, n. 23269.

<sup>33</sup> Cass., 23 marzo 2004, n. 5740.

eliminarla, ferma restando la competenza dell'organo assembleare a pronunciarsi su di esse. La norma sul punto è volutamente vaga e, in linea con le indicazioni del legislatore comunitario, lascia ai competenti organi sociali ampi margini di autonomia nella individuazione delle misure da adottare. Queste ultime potranno dunque consistere sia in una immediata riduzione del capitale in misura corrispondente, accompagnata o meno da una contestuale delibera di aumento dello stesso - nel qual caso sarà necessario rispettare i *quorum* e le forme dell'assemblea straordinaria; sia nell'adozione di provvedimenti di natura gestionale quali ristrutturazioni, cessioni di rami d'azienda, riduzioni del personale, ovvero ancora limitarsi al mero differimento della riduzione laddove si ritenga che la perdita sia ascrivibile a circostanze straordinarie o le prospettive economiche siano tali da indurre a ritenere che la perdita sarà assorbita nel corso dell'esercizio successivo.

Inoltre, non è infrequente nella prassi che i soci, preso atto dell'entità della perdita, provvedano direttamente al suo ripianamento attraverso versamenti a fondo perduto o rinunce a crediti verso la società facendo venir meno il presupposto per l'assunzione della delibera prevista dall'art. 2446, co. 1, c.c. Si tratta di un fenomeno diffuso soprattutto nelle società di piccole dimensioni, che pur incidendo negativamente sulla funzione informativa dell'istituto, viene non di meno tollerato dalla giurisprudenza teorica e pratica come modalità alternativa di eliminazione della perdita.

Del pari ammessa nella prassi notarile è la possibilità di assorbire direttamente la perdita, senza passare attraverso la preventiva riduzione del capitale, attraverso un aumento di capitale a pagamento che, una volta eseguito, riduca a meno di un terzo lo scarto tra patrimonio netto e capitale nominale<sup>34</sup>.

Laddove, viceversa, la perdita non sia stata ridotta od eliminata neppure all'esito delle misure adottate dall'assemblea ai sensi del primo comma, quest'ultima dovrà procedere - in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo - alla riduzione del capitale in proporzione alle perdite accertate. Tuttora controverso è se la riduzione debba avvenire per l'intero importo della perdita residua, ovvero se sia sufficiente intervenire sul capitale nominale in modo da ridurre la differenza con il patrimonio netto ad una misura inferiore al terzo<sup>35</sup>. La interpretazione più rigorosa, basata sul dato letterale della disposizione, sembra peraltro destinata ad essere superata dai più recenti orientamenti della pratica notarile, i quali ammettono la possibilità di ridurre il capitale in misura sufficiente a ricondurre la perdita ad un ammontare inferiore al terzo della cifra originariamente indicata nello statuto della società<sup>36</sup>. Con la ulteriore conseguenza che la perdita, per la parte non assorbita dalla riduzione, dovrà essere riportata a nuovo nei successivi esercizi condizionando la distribuzione di eventuali utili futuri ai sensi dell'art. 2433, co. 3, c.c.

9. *Gli obblighi previsti dall'art. 2447 c.c.* - Qualora le perdite riducano il capitale al di sotto del minimo legale, la società si scioglie ai sensi dell'art. 2484, n. 4, c.c., a meno che l'assemblea non deliberi, ai sensi dell'art. 2447 c.c., la riduzione del capitale ed

<sup>34</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 122 - *Aumento di capitale in presenza di perdite*.

<sup>35</sup> STANGHELLINI; *Sub art. 2447, op. loc. cit.*, 2736.

<sup>36</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 122 - *Aumento di capitale in presenza di perdite*.

il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore a detto minimo o la trasformazione della società. La riduzione del patrimonio netto al di sotto della soglia indicata dall'art. 2325 c.c. rende dunque impossibile continuare ad esercitare l'attività d'impresa in forma di società per azioni e pone i soci davanti ad un'alternativa secca: ricostituire immediatamente il capitale o trasformare la società<sup>37</sup>.

Nel sistema di allarme basato sul *legal capital*, l'ipotesi prevista dall'art. 2447 c.c. è considerata senza dubbio la più grave e tale da giustificare l'applicazione di una regola – nota come “*ricapitalizza o liquida*” – che ha lo scopo di prevenire la traslazione del rischio d'impresa sui creditori sociali e che trova riscontro solo nelle forme di esercizio collettivo dell'impresa caratterizzate dalla irresponsabilità dei soci per le obbligazioni sociali<sup>38</sup>.

Sui presupposti di applicazione dell'art. 2447 c.c. e sulla nozione di perdita a tal fine rilevante si è già detto in precedenza, sicché su di essi non giova ritornare se non per precisare che la relativa disciplina opera anche nel caso, tutt'altro che infrequente, in cui le perdite abbiano azzerato il capitale sociale eliminando il surplus attivo rappresentato dal netto patrimoniale o rendendolo addirittura negativo (nel senso che il valore del passivo reale supera quello dell'attivo reale). In queste ipotesi si ritiene che, nonostante l'azzeramento del valore nominale delle azioni, i soci mantengano le prerogative amministrative ad esse correlate e possano partecipare all'eventuale delibera di contestuale aumento del capitale esercitando i diritti di opzione ad essi spettanti, salvi i casi di esclusione previsti dall'art. 2441 c.c.<sup>39</sup>.

Peraltro, laddove l'azzeramento del capitale non sia sufficiente a ripianare interamente la perdita, la prassi notarile prevede la possibilità di emettere le nuove azioni con un sovrapprezzo in grado di colmare la differenza, ovvero di procedere ad aumenti e riduzioni di capitale successivi (c.d. aumenti a fisarmonica) fino a concorrenza degli importi necessari ad assorbire integralmente le perdite<sup>40</sup>.

Più delicato si presenta invece il compito di coordinare la disciplina dell'art. 2447 c.c. con le nuove disposizioni dettate in tema di scioglimento della società anche al fine di delineare con precisione compiti e responsabilità gravanti sugli organi sociali. È noto infatti come, a seguito della riforma organica del 2003, il sistema di rilevazione e di efficacia delle cause di scioglimento delle società per azioni sia sensibilmente mutato rispetto al diritto previgente, subordinando entrambi i profili ad un comportamento attivo degli amministratori i quali devono dapprima accertare senza indugio il verificarsi di una causa di scioglimento e poi renderlo noto ai terzi attraverso la iscrizione di una loro dichiarazione nel registro delle imprese. Sensibilmente modificato risulta, di conse-

<sup>37</sup> Sulla ulteriore possibilità, in caso di crisi, dell'impresa sociale, di accedere a procedure di soluzione negoziata recentemente prospettata in dottrina sulla falsariga di alcuni interventi di riforma delle procedure concorsuali che consentono di disattivare la disciplina di diritto comune contenuta negli artt. 2446 e 2447 c.c., v. *infra*, par. 13.

<sup>38</sup> Sulla funzione sistematica di questa regola v. gli AA. citati *supra*, par. 1, testo e nt. 4, nonché quanto si dirà *infra*, par. 13.

<sup>39</sup> L. STANGHELLINI, *Directors' duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "recapitalize or liquidate rule"*, in *Il diritto delle società oggi*, diretto da BENAZZO, CERA, PATRIARCA, Milano, 2011, 736; NOBILI, *op. cit.*, 337.

<sup>40</sup> In senso conforme la massima elaborata dal COLLEGIO NOTARILE DI MILANO, Principio n. 122, cit.; NOBILI, *op. cit.*, 338, *contra* STANGHELLINI, *Sub art. 2447, loc. cit.*, 2740.

guenza, anche il presupposto della responsabilità degli amministratori, i quali non rispondono più personalmente per le obbligazioni sociali relative ad operazioni compiute dopo il verificarsi di una causa di scioglimento della società, ma solo per i danni provocati dalla omessa o ritardata rilevazione e pubblicazione della stessa.

Alla luce di quanto precede ci si è dunque chiesti, in presenza di una perdita che abbia ridotto il capitale al di sotto del minimo legale, da che momento essa determini lo scioglimento della società e quale sia l'effetto eventualmente prodotto dalla delibera (di riduzione e contestuale aumento del capitale o di trasformazione) assunta ai sensi dell'art. 2447 c.c. Le risposte fornite dalla dottrina non sono univoche. Da una parte, vi è chi sostiene che la causa di scioglimento in parola produca i suoi effetti dal momento in cui si verifica la perdita e che l'eventuale delibera di ricapitalizzazione (o di trasformazione) della società sarebbe assimilabile ad una condizione risolutiva che, una volta adottata, opererebbe *ex tunc*<sup>41</sup>. Dall'altra, si fa notare come, ai sensi dell'art. 2484, co. 2, c.c., anche l'ipotesi di scioglimento di cui si discute produca i suoi effetti solo dal momento della iscrizione nel registro delle imprese della relativa dichiarazione degli amministratori e come dunque sia più coerente con il nuovo quadro normativo ricostruire la delibera prevista dall'art. 2447 c.c. alla stregua di una condizione sospensiva il cui mancato avveramento determina, in assenza di ulteriori iniziative dei soci, lo scioglimento e la messa in liquidazione della società<sup>42</sup>. Peraltro, questa stessa dottrina, consapevole degli abusi che potrebbero scaturire da un comportamento inerte o comunque negligente degli amministratori, avverte che questi ultimi, nel gestire *medio tempore* la società, dovrebbero comunque tener conto del fatto che, in caso di mancata ricapitalizzazione, la società potrebbe incorrere nello scioglimento e dunque evitare di pregiudicare gli interessi che potrebbero essere lesi dal venir meno della continuità aziendale<sup>43</sup>. Sotto questo profilo, utili indicazioni provengono sia dall'art. 2447 c.c., il quale, in presenza di perdite che riducano il capitale al di sotto del minimo legale, impone agli amministratori di convocare *senza indugio* l'assemblea affinché adotti uno dei provvedimenti ivi indicati; sia dall'art. 2485 c.c., che richiede all'organo amministrativo analogo tempismo nell'accertare il verificarsi di una causa di scioglimento e nel dare ad essa adeguata pubblicità legale, ricollegando all'esatto adempimento di tali obblighi una specifica responsabilità di tipo risarcitorio. Tenuto conto delle cautele adottate dal legislatore, sembra dunque preferibile ritenere che la causa di scioglimento prevista dall'art. 2484, n. 4, c.c. si produca solo se l'assemblea tempestivamente convocata dagli amministratori ai sensi dell'art. 2447 c.c. non adotti in quella sede una delibera di ricapitalizzazione (i.e.: riduzione e contestuale aumento del capitale al di sopra del minimo legale) o di trasformazione della società<sup>44</sup>. A questo proposito giova altresì rilevare come, secondo la giurisprudenza, al fine d'impedire il prodursi della causa di scioglimento, l'aumento di capitale deliberato ai sensi dell'art. 2447 non debba essere liberato integralmente in quella sede<sup>45</sup>.

---

<sup>41</sup> NOBILI, *op. cit.*, 337.

<sup>42</sup> STANGHELLINI, *op. ult. loc. cit.*, 2734.

<sup>43</sup> MAZZONI, *op. cit.*, 841.

<sup>44</sup> In senso conforme Trib. Milano, 25 marzo 2014.

<sup>45</sup> Cfr. Cass., 29 ottobre 2013, n. 24362, consultabile in [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it).

Allo stesso modo, si ritiene che, una volta sottoscritto l'aumento del capitale sino alla misura del minimo legale da parte dei soci presenti in assemblea, la delibera in parola possa ugualmente concedere ai soci che ne abbiano diritto un termine per l'esercizio del diritto di opzione ad essi spettante prevedendo che, in tal caso, l'esercizio dell'opzione rimuove l'acquisto delle azioni da parte degli originari sottoscrittori dell'aumento<sup>46</sup>. Più dubbio è invece se, considerata l'urgenza di ripianare la perdita, l'aumento di capitale *ex art. 2447 c.c.* debba essere interamente (o parzialmente, fino al raggiungimento del minimo legale) sottoscritto già in sede assembleare, o se anche in questo caso valgano le norme di diritto comune che assegnano ai soci un termine per l'esercizio del diritto di opzione e per la sottoscrizione dell'eventuale inoptato. L'opinione prevalente in dottrina appare orientata nel secondo senso e dunque non ritiene necessaria la sottoscrizione integrale dell'aumento già in sede assembleare, a meno che la sottoscrizione non avvenga “*con modalità tali da consentire a tutti i soci di esercitare l'opzione*”<sup>47</sup>.

Ne discende che la condizione prevista dall'art. 2447 c.c. s'intenderà avverata solo quando l'aumento di capitale deliberato dall'assemblea sarà stato integralmente sottoscritto e versato e la relativa delibera iscritta nel registro delle imprese. Fino a quel momento, gli amministratori dovranno assicurare la massima solerzia nel porre in essere gli adempimenti di loro competenza (ivi incluso, in caso d'inerzia dell'assemblea o dei soci, quello d'iscrivere nel registro delle imprese la dichiarazione prevista dall'art. 2484, co. 3, c.c.) e gestire la società in una prospettiva di continuazione dell'attività d'impresa.

10. *Le deroghe legali alla riduzione obbligatoria del capitale per perdite: a) nelle start-up innovative.* – Negli ultimi anni la disciplina codicistica della riduzione del capitale per perdite è stata interessata da ripetuti interventi del legislatore che prevedono la possibilità di derogare, in tutto o in parte, agli obblighi da essa previsti e che hanno indotto alcuni interpreti ad interrogarsi sulla persistente attualità ed utilità di tale disciplina nonché, più in generale, del sistema basato sulla regola “ricapitalizza o liquida”.

In questa prospettiva, un primo frammento normativo meritevole di attenzione è rappresentato dalla disciplina speciale dettata per le c.d. “start-up innovative”<sup>48</sup>. L'art. 26, d.l. n. 179/2012, convertito in l. n. 221/2012, ha infatti introdotto una dilazione temporanea nell'applicazione della regola “ricapitalizza o liquida” in favore delle società, anche in forma azionaria, che soddisfino i requisiti per qualificarsi come “start-up innovative” e per godere delle agevolazioni concesse dal citato provvedimento. A tal fine la norma prevede che nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli artt. 2446, co. 2, e 2482-*bis*, co. 4, c.c., sia posticipato al secondo esercizio successivo.

Inoltre, nelle start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli artt. 2447

<sup>46</sup> Cfr. Cass., 17 novembre 2005, n. 23269.

<sup>47</sup> STANGHELLINI, *Sub art. 2477, op. loc. cit.*, 2737; NOBILI, *op. cit.*, 337.

<sup>48</sup> MALTONI, SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*; O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.)*, in *Nuovo dir. soc.*, n. 5/2014, p. 7 ss.

o 2482-ter c.c. l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo. Fino alla chiusura di tale esercizio non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli artt. 2484, co. 1, n. 4) e 2545-duodecies c.c. Se entro l'esercizio successivo il capitale non risulta reintegrato al di sopra del minimo legale, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve deliberare ai sensi degli artt. 2447 o 2482-ter c.c.

L'esenzione temporanea dalla regola del netto concessa dal legislatore costituisce – a ben vedere – una forma d'incentivo all'innovazione che, tuttavia, non sembra in grado di alterare i connotati dell'istituto del capitale nelle s.p.a. Depongono in tal senso, da un lato, la specifica finalità per la quale la deroga viene concessa; dall'altro, la sua natura temporanea, che consente alla società di operare con un netto inferiore al minimo legale solo fino allo scadere dell'esercizio successivo a quello in cui la perdita si è verificata.

11. (Segue): *b) nella normativa emergenziale volta a fronteggiare la crisi pandemica.* – Un secondo esempio di deroga – anche questa temporanea – della disciplina in esame si rinviene nella normativa emergenziale dettata per fare fronte alla crisi pandemica<sup>49</sup>. Si allude al d.l. n. 23/2020 ed alla sospensione del sistema di allarme basato sul capitale sociale prevista all'art. 6 del citato provvedimento. Peraltro, la sospensione, applicabile a tutte le società i cui bilanci non risultavano ancora chiusi o approvati alla data del 9 marzo 2020, non riguarda soltanto le norme in tema di riduzione del capitale per perdite, ma si estende anche al principio di continuità dei bilanci e ad una serie di ulteriori disposizioni di diritto comune incompatibili con la sopravvivenza economica delle imprese investite dalla crisi pandemica<sup>50</sup>. Pur essendo dettata da finalità evidentemente diverse, anche in questo caso sembra tuttavia di poter dire che la sospensione concessa dal legislatore – in quanto dettata da cause di “forza maggiore” e con un orizzonte temporale limitato – non appare destinata ad incidere strutturalmente sulla disciplina in esame e sulle funzioni da essa svolte.

12. (Segue): *c) nelle nuove disposizioni sulla crisi d'impresa.* – Discorso almeno in parte diverso vale, invece, per le norme introdotte dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) e sue successive modificazioni,<sup>51</sup> le quali appaiono destinate a modificare profondamente il quadro normativo vigente an-

---

<sup>49</sup> Si allude al d.l. n. 23/2020, convertito con modificazioni dalla l. 5 giugno 2020, n. 40.

<sup>50</sup> Per una prima analisi della normativa emergenziale in materia si rinvia a STANGHELLINI, *La legislazione d'emergenza in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, 353 ss.; L. SALAMONE, *Crisi patrimoniali e finanziarie nella legislazione emergenziale del Paese di Acchiappacitrulli. Note sugli articoli 5-10, d.l. n. 23/2020 in materia di diritto delle società di capitali e procedure concorsuali*, in *Diritti fondamentali*, 2020, n. 2, 1 ss., *ivi spec.*, 12 s.

<sup>51</sup> L'ultima delle quali, in ordine di tempo, collegata al recepimento in Italia della Direttiva UE 2019/1023, avvenuto con il d. lgs. 17 giugno 2022, n. 83, pubblicato in G.U. n. 152 del 1.7.2022.

che sotto il profilo che qui interessa<sup>52</sup>. Si allude, in particolare, all'art. 20, C.c.i., dove si prevede che l'imprenditore il quale faccia istanza di composizione negoziata della crisi possa "dichiarare" che, sino alla conclusione delle trattative o all'archiviazione dell'istanza, non si applicano nei suoi confronti gli articoli 2446, 2447 c.c. e non si verifica la causa di scioglimento della società per riduzione del capitale sociale prevista dall'art. 2484, co. 1, n. 4), c.c.<sup>53</sup>

Non si tratta, del resto, di una novità assoluta. Disposizioni del medesimo tenore erano state già introdotte nell'art. 182-*sexies*, l. fall., in occasione di alcune modifiche, tuttora in vigore nel Codice della crisi e dell'insolvenza (art. 64 e art. 89), apportate alla legge fallimentare<sup>54</sup>. Ai sensi di tale precetto, dalla data di deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo, per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione ovvero della proposta di accordo e fino alla loro omologazione, la società istante non era più soggetta agli obblighi previsti dagli artt. 2446 e 2447 c.c. e, per lo stesso periodo, non operava la causa di scioglimento della società di cui all'art. 2484, n. 4, c.c.; mentre per il periodo anteriore al deposito restava ferma la soggezione degli amministratori agli obblighi ed alle responsabilità previsti dall'art. 2486 c.c.

Già i primi commentatori della norma da ultimo richiamata avevano sollevato dubbi e perplessità circa la sua compatibilità con il sistema del *legal capital* e con i principi dettati al riguardo dal diritto euro-unitario<sup>55</sup>. In particolare, i rilievi della dottrina si sono appuntati sugli effetti derivanti dalla sospensione, sia pur temporanea, dei meccanismi di allerta basati sul capitale sociale e sulla disattivazione della regola "ricapitalizza o liquida", con conseguente possibilità per la impresa azionaria di continuare ad operare, per un tempo più o meno lungo, con un patrimonio netto inferiore al minimo di legge, quando non addirittura negativo. Da parte di altri si è fatto notare che la disapplicazione delle norme sulla riduzione del capitale per perdite è solo temporanea ed appare comunque necessaria per favorire soluzioni negoziate della crisi attraverso l'afflusso di nuova finanza nelle casse della società.

Tuttavia, rispetto al suo archetipo, la disciplina dettata dal nuovo Codice della crisi e confermata dai recenti interventi del legislatore in materia sembra destinata ad incidere stabilmente sul sistema del netto e sul ruolo che in esso svolge la regola "ricapitalizza o liquida". E ciò non solo perché la sospensione dell'obbligo di ridurre il capitale per perdite e di sciogliere la società in caso di mancata ricostituzione dello stesso diventa una misura protettiva stabile comune a tutte le procedure di soluzione negoziata della crisi; ma anche in ragione dei nuovi obblighi introdotti dalla riforma nel diritto societario "comune". Si allude, in primo luogo, alla nuova formulazione (già da tempo entrata in vigore) dell'art. 2086, co. 2, c.c., che – come noto – pone in capo a tutti gli

<sup>52</sup> La nuova procedura di composizione negoziata della crisi introdotta dal d.l. n. 118/2021 e poi tralata nell'art. 12 del Codice della crisi si applica ad ogni "imprenditore commerciale o agricolo che si trova in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza", sempre che risulti "ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa".

<sup>53</sup> Analoga previsione è dettata, con riferimento agli accordi di ristrutturazione, dall'art. 64 C.c.i. e in relazione alle domande di concordato preventivo dall'art. 89 C.c.i.

<sup>54</sup> La norma è stata introdotta dall'art. 53, co. 1, lett. d), d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni nella l. 7 agosto 2012, n. 134.

<sup>55</sup> STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria, op. loc. cit.*, 656 ss.; PADOVINI, *Diritto fallimentare*, Padova, 2014, 316.



imprenditori che operano in forma societaria o collettiva l'obbligo di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato non solo alla natura e alle dimensioni dell'attività esercitata; ma anche, per quanto rileva in questa sede, in grado di rilevare tempestivamente lo stato di crisi e di consentire l'adozione di idonee iniziative, tra le quali rientrano le procedure negoziate di cui si è detto.

Inoltre, il nuovo Codice – pur rinunciando a definire in termini generali gli indicatori per una rilevazione precoce della crisi ed a prevedere stringenti obblighi di segnalazione in capo agli organi sociali<sup>56</sup> – ha mantenuto in capo a questi ultimi l'obbligo di “prevedere tempestivamente l'emersione della crisi d'impresa” (art. 3, co. 3, C.c.i.) fornendo un elenco (verosimilmente non tassativo) di “*segnali*” da utilizzare a tal fine (art. 3, co. 4, C.c.i.)<sup>57</sup>.

È dunque (anche) sulla scorta di questi indicatori che gli organi di controllo della società (collegio sindacale e revisore dei conti) dovranno valutare se la gestione dell'impresa sociale da parte degli amministratori rispetti l'equilibrio finanziario e il principio di continuità aziendale e – in caso di esito negativo – segnalare tempestivamente a questi ultimi l'insorgere della crisi.

13. *Sullo spazio residuo della regola “ricapitalizza o liquida” nel nuovo diritto societario della crisi.* – Le riforme alle quali si è in precedenza accennato delineano un quadro normativo in rapida evoluzione di cui non è agevole cogliere le linee di tendenza e le ricadute sistematiche. Non di meno, qualche riflessione sul ruolo del capitale sociale e sui suoi rapporti con la riforma delle procedure concorsuali può essere quanto meno abbozzata. A questo proposito, sembra in primo luogo di poter ribadire che il nuovo diritto societario della crisi<sup>58</sup> non interviene direttamente sul sistema del netto. Tuttavia, il ruolo di “sentinella” della crisi svolto in passato dalla disciplina della riduzione obbligatoria del capitale per perdite e dalla regola “ricapitalizza o liquida” ad es-

<sup>56</sup> Mentre rimangono, ai sensi dell'art. 25-decies, C.c.i. quelli in capo a creditori qualificati come banche, intermediari finanziari, fisco ed enti previdenziali.

<sup>57</sup> La norma attribuisce rilievo alla esistenza di debiti, superiori ad un determinato ammontare, scaduti e non pagati verso dipendenti, fornitori e banche o altri finanziatori, nonché di debiti erariali e previdenziali. In origine, viceversa, l'originario art. 13, co. 2, C.c.i.i. attribuiva al Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili (CNDCEC) il compito di elaborare, con cadenza almeno triennale, gli indicatori della crisi tenendo conto delle migliori prassi nazionali e internazionale nonché delle diverse tipologie di attività delle imprese ai quali applicarli. La norma, tuttavia, non è mai entrata in vigore al pari delle altre previsioni che ponevano specifici obblighi di segnalazione in capo agli organi sociali. Per un'analisi critica del *revirement* operato dal legislatore sul punto v. M. SCIUTO, *Quel che resta degli obblighi di segnalazione nel Codice della crisi*, 29 luglio 2022, su *ilFallimentarista*, rivista on-line Giuffrè..

<sup>58</sup> L'espressione, ormai diffusa tra i cultori della materia ma a ben vedere priva di autonoma valenza conoscitiva, è qui utilizzata in senso meramente descrittivo per indicare gli istituti e i principi del diritto societario che vengono utilizzati per prevenire, gestire e risolvere la crisi dell'impresa collettiva. Per ulteriori riferimenti si rinvia: G.B. PORTALE, *Verso un “diritto societario della crisi”?* in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2014 1 s.; U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, *ibidem*, 5 ss.; O CAGNASSO, *il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 33 ss.; P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, I, 2018, 62 ss.; A. NIGRO, “*il ‘diritto societario della crisi’: nuovi orizzonti?*”, in *Riv. soc.*, 2018, 1210; P. BENAZZO, “*il codice della crisi d'impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*”, in *Riv. soc.*, 2019, 274.

so collegata è destinato a mutare e ad essere affiancato – se non addirittura sostituito – da un diverso meccanismo di rilevazione tempestiva della crisi basato sui “segnali” descritti nell’art. 3, co. 4, C.c.i.<sup>59</sup> e sull’obbligo di monitoraggio degli stessi posto in capo agli organi di amministrazione e di controllo della società<sup>60</sup>.

Come strumento di gestione della crisi, invece, la regola continuerà ad essere applicabile di *default*, ma diventerà (parzialmente) derogabile ogni qual volta la società chieda di essere ammessa ad una delle procedure di soluzione negoziata disciplinate dal nuovo sistema alle quali il legislatore accorda il beneficio della sospensione/dilazione degli obblighi previsti dagli artt. 2446-2447 c.c. e della causa di scioglimento prevista dall’art. 2484, n. 4, c.c. In questo senso, ed entro questi limiti, si può dunque convenire con la proposta, avanzata da una recente dottrina, di ripensare il ruolo della regola “ricapitalizza o liquida” e di sostituirla con la formula “ricapitalizza, riorganizza o liquida” al fine di compendiare in essa anche le soluzioni negoziate della crisi<sup>61</sup>.

Tuttavia, in mancanza di una tempestiva rilevazione della crisi e di una soluzione concordata della stessa attraverso il ricorso ad una delle procedure sopra richiamate, la società e i suoi organi rimangono soggetti alle norme sulla riduzione obbligatoria del capitale e alle responsabilità derivanti dal mancato rispetto delle stesse, anche per quanto concerne l’ammontare del danno risarcibile subito dai creditori. Infatti, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2484, n. 4, e 2486 c.c., gli amministratori (e i sindaci che abbiano omesso di vigilare sul loro operato) saranno solidalmente responsabili nei confronti dei creditori per i danni causati dalla prosecuzione dell’attività e per le obbligazioni assunte dopo il verificarsi di una causa di scioglimento della società. Danno da calcolarsi a sua volta, ai sensi del nuovo testo dell’art. 2486 c.c., in misura pari alla differenza tra l’ammontare del patrimonio netto alla data in cui si è verificata la causa di scioglimento (nella specie: la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale) e il valore dello stesso al momento dell’apertura di una procedura concorsuale, detratto dal saldo così ricavato l’ammontare dei normali costi di liquidazione<sup>62</sup>.

Sembra quindi di poter concludere nel senso che anche nel nuovo diritto societario della crisi, la disciplina sulla riduzione del capitale per perdite e il precetto “ricapitalizza o liquida” che su di essa si basa continueranno a svolgere un ruolo non marginale nel definire, da un lato, i limiti oltre i quali non è consentita ai soci la traslazione del rischio d’impresa sui terzi; dall’altro, la responsabilità degli amministratori e degli organi di controllo verso i creditori sociali per l’inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell’integrità del patrimonio sociale.

---

<sup>59</sup> Interessante notare come nel documento pubblicato dal CNDCEC nell’ottobre del 2019, tra gli indici di allerta veniva espressamente annoverato il patrimonio netto negativo o, per le società di capitali, la sua riduzione al di sotto del limite di legge (*ivi*, par. 3). Tale circostanza, si legge nel citato documento, costituisce, “indipendentemente dalla situazione finanziaria, un pregiudizio alla continuità aziendale, fintantoché le perdite non siano state ripianate e il capitale sociale riportato almeno al limite legale. Il fatto che il patrimonio netto sia divenuto negativo può essere superato da una ricapitalizzazione. Ai fini segnaletici è ammessa la prova contraria dell’assunzione di provvedimenti di ricostituzione del patrimonio al minimo legale”.

<sup>60</sup> Su punto v. V. CALANDRA BUONAURO, *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 791 ss.

<sup>61</sup> DONATI, *op. cit.*, 45 s.

<sup>62</sup> Si vedano al riguardo le puntuali osservazioni di A. JORIO, *Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 812 ss.

# LO SCIoglimento SENZA LIQUIDAZIONE DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

di *Paolo Ghionni Crivelli Visconti*

SOMMARIO: 1. Lo scioglimento senza liquidazione tra semplificazione e complicazione delle fattispecie. – 2. I presupposti dello scioglimento senza liquidazione ed il rapporto con gli artt. 2484-2496 c.c. – 3. Il procedimento per addivenire alla cancellazione d'ufficio. – 4. (*Segue*): il carattere eccezionale dello scioglimento senza liquidazione e la tassatività delle cause. – 5. Gli effetti della cancellazione d'ufficio in caso di scioglimento senza liquidazione.

1. *Lo scioglimento senza liquidazione tra semplificazione e complicazione delle fattispecie.* – Con il c.d. decreto semplificazioni del 16 luglio 2020 (d.l. n. 76/2020, conv. con l. n. 120/2020), il legislatore ha introdotto per le società di capitali una nuova e singolare procedura di cancellazione delle stesse, consistente nel c.d. scioglimento senza liquidazione, al fine di eliminare dal registro delle imprese le realtà produttive inerti e dare corretta evidenza di quelle effettivamente operanti sul territorio. Com'è agevole intuire, l'obiettivo è quello di assicurare una rappresentazione fedele, sul piano pubblicitario, delle società attive. Ciò è in linea con i motivi ispiratori sottesi all'art. 2490, comma 6°, c.c., che prevede la cancellazione d'ufficio delle società di capitali in stato di liquidazione, a seguito dell'omessa presentazione dei bilanci per oltre tre anni consecutivi, così da reprimere un diffuso fenomeno di società disciolte ferme, senza che se ne sia avuta più notizia<sup>1</sup>. Questa norma è stata oggetto di numerose critiche all'indomani della sua introduzione<sup>2</sup>, sebbene la sua finalità appaia meritevole di apprezza-

---

<sup>1</sup> Per questa consolidata lettura, G. NICCOLINI, *I bilanci di liquidazione. Appunti*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, II, Torino, 2014, 1291 s.; ID., *Contributo allo studio del bilancio finale di liquidazione delle società di capitali*, Torino, 2019, 202 s.; M. SPERANZIN, *L'estinzione delle società di capitali in seguito alla iscrizione della cancellazione nel registro delle imprese*, in *Riv. soc.*, 2004, 518 s., che segnala il carattere lacunoso, quando non contraddittorio, delle ipotesi di iscrizione di ufficio della cancellazione della società introdotte con la riforma del 2003. Cfr., altresì, Trib. Milano, 19 gennaio 2019, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, secondo cui la norma si limita a presupporre il compimento dell'attività liquidatoria, nonostante il mancato deposito dei bilanci annuali, da cui deriva la necessità di cancellare la società.

<sup>2</sup> E v., facendo spesso leva sul trattamento discriminatorio rispetto alle società cooperative, A. PACIELLO, *Art. 2490*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, 2003, III, 289 s., che rimarca come non si attribuisce rilievo al disinteresse dei soci, bensì al mancato deposito del bilancio da parte dei liquidatori, ossia ad un loro inadempimento, mentre il reale presupposto applicativo della norma dovrebbe risiedere nella sostanziale noncuranza della compagine sociale e nella disfunzione della società, sovente ricoglegabili alla circostanza che non vi è nulla da liquidare. Analogamente, G. NICCOLINI, *Art. 2490*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, III, Napoli, 2004, 1793; ID., *Contributo allo studio del bilancio finale*, cit., 206 s., che parla di norma sommersa dalle critiche; G. STRAMPELLI, *Art. 2490*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, a cura di L.A. BIANCHI, G. STRAMPELLI, Milano, 2016, 224 s.; cfr., altresì, M.

mento<sup>3</sup>. Ed è stata ritenuta inefficiente dal legislatore con il d.l. n. 76/2020<sup>4</sup>, nonché inidonea, sotto il profilo della situazione presa in considerazione, a consentire un'adeguata rappresentazione da parte del registro delle imprese delle società operanti, in quanto limitata ad eliminare le sole società inerti formalmente poste in stato di liquidazione, ossia quelle per le quali è intervenuto l'accertamento di una causa dissolutiva e la conseguente pubblicità *ex art. 2487-bis c.c.*<sup>5</sup>. La circostanza che si tratta, dunque, di una fattispecie troppo ristretta rispetto allo scopo avuto di mira – e, dunque, inadeguata – ha favorito un intervento normativo “semplificatore delle fattispecie”, secondo quanto affermato nella relazione illustrativa al citato decreto semplificazioni<sup>6</sup>.

In realtà, le fattispecie aumentano, anziché diminuire e semplificarsi, giacché le nuove ipotesi previste dall'art. 40 l. n. 120/2020 si affiancano ad altre<sup>7</sup>, basate su con-

---

PORZIO, *La cancellazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, IV, Torino, 2006, 88, che rileva come la posizione dei creditori sociali venga pregiudicata senza quel minimo di trasparenza garantito dalla procedura ordinaria.

Sotto altro profilo, si è affermato che i soci non sono da considerare soggetti interessati cui comunicare l'avvio del procedimento, in quanto tale è stata ritenuta soltanto la società medesima in persona del suo legale rappresentante, ossia, nel caso di specie, del liquidatore: Trib. Roma, 29 agosto 2016, in *ilcaso.it*.

<sup>3</sup> In quanto vuole eliminare dal mercato enti societari sostanzialmente inattivi (e v. G. NICCOLINI, *La nuova disciplina dello scioglimento, della liquidazione e dell'estinzione*, in *Riv. dir. imp.*, 2003, 247 s., che parla pure di inattività nella liquidazione); nonché assicurare l'interesse pubblicistico all'attendibilità ed al buon funzionamento del registro delle imprese [lo rilevano, G. GIANNELLI, A. DELL'OSSO, *Art. 2490*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, *Delle società*, \*\*\*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Milanofiori Assago (MI), 2015, 1041; P.F. MONDINI, *Art. 2490*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, II, Milano, 2016, 2978].

<sup>4</sup> Si fa riferimento, nella relazione al decreto, alla circostanza che per questo genere di cancellazioni “si opera in maniera non del tutto costante e legata a singoli incarichi o specifici progetti”, anche perché “alcune Camere hanno dichiarato di non avere a disposizione uno o più dati richiesti nell'ambito dell'analisi di queste procedure”.

<sup>5</sup> Per l'individuazione del momento in cui la società può dirsi in stato di liquidazione, sia concesso il rinvio a P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2021, 239 ss. e 271 ss.

<sup>6</sup> Di certo, non si tratta di una modifica diretta all'innovazione digitale, che dovrebbe essere l'altro denominatore comune delle misure urgenti adottate dal decreto.

<sup>7</sup> Si pensi alla regolamentazione a sé stante, già prevista dal D.P.R. n. 247/2004 per le società di persone e le imprese individuali, che il legislatore, proprio nella relazione al c.d. decreto semplificazioni, pure reputa “eccessivamente articolata e complessa”, rivedendone pertanto alcuni aspetti. In particolare, una volta ritenuta critica la fase decisionale dinanzi al giudice del registro, per la sua lunghezza e per un marcato carattere formalisticamente garantista, si è stabilito che se ne possa in radice prescindere. Così, ai sensi dell'art. 40, comma 1°, l. n. 120/2020, è ora previsto che il provvedimento conclusivo della procedura – al pari di ogni altra iscrizione o cancellazione d'ufficio conseguente alla mancata registrazione obbligatoria a domanda di parte nel registro delle imprese – viene disposto con determinazione del conservatore, il quale verifica, nell'ipotesi di società di persone, tramite accesso alla banca dati dell'Agenzia delle entrate, che nel patrimonio della società da cancellare non vi sono beni immobili, altrimenti sospende il procedimento e rimette gli atti al Presidente del Tribunale *ex art. 3*, comma 3°, D.P.R. n. 247/2004.

Altri casi di cancellazione d'ufficio riguardano le società pubbliche (art. 20, comma 9°, d.lgs. n. 175/2016) e le *start-up* innovative o gli incubatori certificati (art. 25, comma 16°, d.l. n. 179/2012): C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2016, 1057 s., per il quale la stessa regola dovrebbe valere altresì in caso di mancanza originaria dei requisiti richiesti dal legislatore, in applicazione stavolta dell'art. 2191 c.c.; G. NICCOLINI, *Contributo allo studio del bilancio finale*, cit., 199 s., che parla di casi specifici e assolutamente singolari, aggiungendo anche altre ipotesi, come la cancellazione d'ufficio delle società del gruppo Equitalia; V. SANNA, *Cancellazione (d'ufficio) della società, sopravvenienze e rinuncia a “mere pretese” e “crediti incerti o illiquidi”*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 149, nt. 14.

dizioni in parte diverse e previste per le sole società di persone, oltre che per le ditte individuali; e, quindi, inapplicabili per analogia ai tipi capitalistici<sup>8</sup>. Per questi ultimi, in particolare, la cancellazione derivante dallo scioglimento senza liquidazione si aggiunge all'eventualità già contemplata nel comma 6° dell'art. 2490 c.c., destinata a rimanere in vigore visti i presupposti e la normativa differente, per cui non può di certo pensarsi ad un'abrogazione implicita. Dal punto di vista sistematico sorgono notevoli problemi di ricostruzione della disciplina e, più in generale, di coordinamento non solo con la speciale procedura di cancellazione prevista dall'art. 2490, comma 6°, c.c., ma altresì con l'estinzione di cui all'art. 2495 c.c. e con l'intero corpo delle disposizioni generali dedicate allo scioglimento ed alla liquidazione delle società di capitali.

2. *I presupposti dello scioglimento senza liquidazione ed il rapporto con gli artt. 2484-2496 c.c.* – I presupposti individuati dall'art. 40, comma 2°, l. n. 120/2020 sono due, alternativi fra loro, cui deve aggiungersi la sussistenza di un'ulteriore condizione. Al riguardo, è stabilito che per le società di capitali costituisce causa di scioglimento senza liquidazione l'omesso deposito dei bilanci di esercizio per cinque anni consecutivi, oppure il mancato compimento di atti di gestione, purché l'inattività e l'omissione si verifichino in concorrenza con almeno una delle seguenti circostanze: a) il permanere dell'iscrizione nel registro delle imprese del capitale sociale in lire; b) il difetto di presentazione all'ufficio del registro delle imprese dell'apposita dichiarazione per integrarne le risultanze con quelle del libro soci, limitatamente alle società a responsabilità limitata ed alle società consortili a responsabilità limitata.

Anzitutto, occorre chiarire quale è il rapporto con le altre cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c. e con la disciplina riferibile alle stesse. Tale norma, al comma secondo, statuisce che lo scioglimento può aversi per le altre cause previste dalla legge, da cui consegue l'applicazione degli artt. 2485-2496 c.c. in quanto compatibili. Queste disposizioni appaiono, tuttavia, *prima facie* inconferenti, eccetto l'art. 2495 c.c., su cui occorre effettuare qualche attenta riflessione in seguito. Il motivo è che non ricorre una vera e propria causa dissolutiva, ossia una fattispecie ulteriore a quelle previste dall'art. 2484 c.c. Si tratta, piuttosto, di un singolare caso di scioglimento *senza liquidazione*, ragione per la quale non sussiste alcun accertamento rimesso agli amministratori<sup>9</sup>; non ricorrono obblighi pubblicitari o di gestione conservativa posti a carico di costoro, né tantomeno la necessità di interpellare i soci per la nomina dei liquidatori e per le decisioni in ordine alla liquidazione, non essendoci appunto una fase del genere.

---

<sup>8</sup> Correttamente, Trib. Napoli, 7 novembre 2013, in *Società*, 2014, 285, secondo cui il meccanismo di cancellazione (ed estinzione) delle società di persone è particolarmente semplificato in conformità alla loro disciplina generale ed è, perciò, inapplicabile in via analogica alle società di capitali; Trib. Cuneo, 6 agosto 2012, in *ilcaso.it*; M. CENTONZE, *Art. 2485*, in *Le società per azioni*, cit., II, 2873; V. SALAFIA, *Cancellazione delle società dal registro delle imprese*, in *Società*, 2014, 289, che aggiunge, oltre alla natura eccezionale della regolamentazione, il suo grado inferiore rispetto al codice civile, sotto il profilo gerarchico delle fonti.

<sup>9</sup> Peralto, il verificarsi di tale singolare situazione non sembra richiedere un'attività valutativa da parte del conservatore del registro delle imprese, trattandosi di "indicatori oggettivamente verificabili", tali da non richiedere quindi "l'esercizio di alcuna discrezionalità", come affermato dalla relazione al decreto.

Chiarito tale aspetto, può passarsi all'individuazione dei due presupposti principali, consistenti nell'omesso deposito dei bilanci di esercizio per cinque anni consecutivi e nel mancato compimento di atti di gestione. Quanto alla prima ipotesi, è bene precisare che il riferimento non è al difetto di approvazione dei bilanci di esercizio, fattispecie concreta in grado di essere ricondotta, a certe condizioni, in seno all'impossibilità di funzionamento dell'assemblea, ovvero alla sua continuata inattività<sup>10</sup>. L'eventualità considerata dal legislatore attiene, invece, al semplice fatto che gli stessi non sono stati oggetto di deposito presso il registro delle imprese per un quinquennio. L'assenza di una qualsiasi delimitazione temporale in relazione al mancato compimento di atti di gestione induce, poi, ad applicare lo stesso arco di tempo per misurare la rilevanza dell'inerzia da parte dei gestori dell'impresa. Ciò si desume anche dalla circostanza che, per l'impresa individuale e per le società di persone, l'assenza di atti di gestione deve avvenire per una serie di anni consecutivi<sup>11</sup>.

Il ricorrere di una di queste due situazioni, di inattività ed omissione, non è sufficiente a determinare lo scioglimento senza liquidazione, se non sovrviene anche una tra due ulteriori evenienze prestabilite dal legislatore. Una prima, e lineare, ipotesi attiene alla permanenza dell'iscrizione nel registro delle imprese del capitale sociale in lire [art. 40, comma 2°, lett. a), l. n. 120/2020]; ed è senza dubbio idonea ad attestare il disinteresse per l'impresa ormai da lungo tempo, se si considera che tale adempimento sarebbe dovuto intervenire entro e non oltre il 31 dicembre 2001<sup>12</sup>. Peraltro, l'espressa considerazione da parte del legislatore di tale condizione, quale requisito aggiuntivo del c.d. scioglimento senza liquidazione, sembra smentire non solo la tesi della conversione automatica in euro<sup>13</sup>, ma altresì la riconduzione dell'omesso adeguamento in seno all'impossibilità di conseguire legalmente l'oggetto sociale, ovvero, con maggiori dubbi, di funzionamento dell'assemblea<sup>14</sup>.

Viceversa, appare di ridotta intellegibilità l'altra delle due condizioni delineate, ossia il difetto di presentazione all'ufficio del registro delle imprese dell'apposita dichiarazione per integrarne le evidenze con quelle del libro soci, limitatamente alle s.r.l. ed

<sup>10</sup> In argomento, anche per ulteriori riferimenti, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, cit., 40 ss. e 51 s.

<sup>11</sup> E, precisamente, tre anni ai sensi degli artt. 2, comma 1°, lett. c) e 3, comma 1°, lett. b) D.P.R. n. 247/2004: si tratta di situazione, insieme all'irreperibilità, ritenuta sintomatica di una condizione di inattività (per questa riflessione, P.F. MONDINI, *Art. 2490*, cit., 2978). In effetti, la *ratio* della normativa dettata dal D.P.R. n. 247/2004 è stata rinvenuta nella cancellazione di posizioni individuali e societarie non più attive, la cui consistente persistenza negli archivi delle camere di commercio comporta inutili oneri amministrativi e finanziari per la gestione dei registri, oltre ad introdurre elementi di incertezza nel regime di pubblicità delle imprese ed ostacolare la conoscenza della realtà economica del paese (così si esprime, in modo testuale, l'art. 2 della Circ. Ministero delle Attività Produttive, 14 giugno 2005, n. 3585/C, in *sviluppoeconomico.gov.it*, che rileva altresì, all'art. 1, la conformità della procedura *ivi* prevista con lo schema delineato nell'art. 2190 c.c.).

<sup>12</sup> Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all'euro*, in *Riv. soc.*, 1999, 350 e 370; C.E. PUPO, *Introduzione dell'euro e riflessi sulla disciplina della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 98.

<sup>13</sup> Tesi di G. FIGÀ-TALAMANCA, *Euro e azioni*, in *Riv. soc.*, 2001, 308 ss.; in senso critico, M. STELLA RICHTER JR., *Sulla mancata conversione del capitale sociale in euro*, in *Riv. not.*, 2001, I, 1270 ss.

<sup>14</sup> Posizione assunta da: M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all'euro*, cit., 370 s., per il quale sarebbe impossibile la prosecuzione dell'attività con un capitale espresso in una moneta non più esistente e, quindi, difforme alla legge.

alle società consortili a responsabilità limitata [art. 40, comma 2°, lett. b), l. n. 120/2020]. Quest'ultima previsione è alquanto stravagante, essendo ormai da tempo abolito il libro soci in tali società, al pari dell'obbligo di deposito dell'elenco soci annuale (art. 16, comma 12-*octies*, l. n. 2/2009)<sup>15</sup>, per cui non può nemmeno pensarsi che il legislatore abbia voluto riferirsi a quest'ultimo adempimento. Si potrebbe immaginare, in modo analogo all'anomalia della conservazione del capitale in lire, che pure in questa circostanza il legislatore abbia voluto stigmatizzare il mancato adeguamento ad un'innovazione normativa<sup>16</sup>, ossia alla soppressione del libro soci. E, in effetti, all'interprete spetta senz'altro il compito di provare a dare un senso alla disposizione e ricondurla dentro il sistema, piuttosto che ritenerla inoperante. Tuttavia, non sembra trattarsi di un'opzione esegetica facilmente percorribile, per una serie di ragioni.

Anzitutto, la norma fa riferimento al mancato adempimento dell'obbligo di comunicazione dei propri soci al registro delle imprese, dovere connesso alla tenuta del libro; ma un contegno del genere è invero conforme alla legge vigente, e non viceversa. Per di più, ove una s.r.l. seguitasse a tenere il libro soci nonostante la sua soppressione, ciò non è per forza di cose sintomo di inerzia ed inattività, da un lato; e, dall'altro, la persistenza di tale strumento potrebbe non corrispondere ad un disallineamento rispetto all'ordinamento vigente, poiché è ben possibile la sussistenza di un'espressa scelta diretta all'adozione facoltativa del vecchio sistema<sup>17</sup>. Come noto, infatti, sin da subito si è discusso sull'eventuale reintroduzione del libro soci in forma volontaria, e non sembra dubitabile la liceità di un meccanismo del genere<sup>18</sup>, tramite il quale posticipare

---

<sup>15</sup> Tale strumento non è più obbligatorio per esigenze di semplificazione e riduzione delle spese, ma ciò può comportare complicazioni ed altri costi, in quanto bisogna monitorare il registro delle imprese di continuo e, comunque, ogni qual volta viene in considerazione l'esercizio di un diritto sociale: *ex multis*, G.A. RESCIO, *La legittimazione dell'acquirente di quota di s.r.l. affidata al libro dei soci: autonomia statutaria e ruolo del registro delle imprese*, in *Società*, 2009, 1507 s.; nonché, G. PETRELLI, *La soppressione del libro soci delle s.r.l.*, *ivi*, 2009, 430 s.; e, per un quadro del dibattito, F. ANCHINI, *L'eliminazione del libro dei soci dal novero dei libri sociali obbligatori della s.r.l.: le possibili implicazioni*, in *NLCC*, 2010, 261 ss.

<sup>16</sup> Che ciò possa accadere è affermato da N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, Milano, 2020, I, 689.

<sup>17</sup> Anche se ne è discussa, a monte, l'utilità, giacché non sarebbe opportuno, secondo una certa corrente di pensiero, ripristinare, con tutti i problemi che ne derivano, un sistema di doppia conoscenza della compagine sociale: V. MELI, *Soppressione del libro dei soci nella s.r.l. e limiti alla circolazione delle quote*, in *Riv. not.*, 2009, I, 984 s.; ID., *L'opponibilità alla società dei trasferimenti di partecipazioni di s.r.l. dopo la soppressione del libro dei soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 36 ss.; e, sebbene in termini dubitativi, CIRC. ASSONIME N. 21/2009, *L'abolizione del libro soci nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2009, 878; in direzione contraria, tra gli altri, G. MARASÀ, *Soppressione del libro dei soci nella s.r.l. e sue conseguenze*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 659.

<sup>18</sup> Per la tesi liberale, specialmente, G.A. RESCIO, *La legittimazione*, cit., 1502 ss., prendendo le mosse da una serie di circostanze in cui non può seriamente dubitarsi del fatto che l'efficacia del trasferimento nei confronti della società si produce in un momento successivo al deposito dell'atto; nel medesimo senso, A. BARTALENA, *Efficacia del trasferimento della partecipazione nei confronti della società*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, 2011, 365 s.; N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 688 s.; V. DE STASIO, *Sulla "eliminazione" del libro dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 117 ss.; L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Milano, 2013, 192 ss., spec. 197 ss.; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, II ed., Torino, 2011, 267 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, I, Milano, 2011, 605 s.; CIRC. ASSONIME N. 21/2009, *L'abolizione*, cit., 877; v., anche, i *Principi uniformi in tema di società – Documenti elaborati dalla Commissione del Consiglio Notarile di Milano*, massima n. 115, *Clausole statutarie sul libro dei soci nella s.r.l. dopo il d.l. 29 novembre 2008 n. 185 (artt. 2470, 2478 e 2479-bis c.c.)* [10 marzo 2009], in *consigionotarilemilano.it*.

l'efficacia della cessione nei confronti della società<sup>19</sup>, benché non sia aspetto pacifico<sup>20</sup>. Pare quindi difficile riconoscere una reale portata applicativa alla regola dell'omessa presentazione all'ufficio del registro delle imprese dell'apposita dichiarazione volta ad integrarne le evidenze con quelle del libro soci, limitatamente alle s.r.l. ed alle società consortili a responsabilità limitata. Con la conseguenza che, oltre ai due presupposti principali ed alternativi consistenti nel difetto di deposito dei bilanci di esercizio per cinque anni consecutivi e nell'assenza di atti di gestione, l'unica condizione ulteriore necessaria ai fini dello scioglimento senza liquidazione consiste, per tutte le società di capitali, nella permanenza dell'iscrizione nel registro delle imprese del capitale sociale in lire. Viene meno, cioè, proprio quella condizione aggiuntiva predisposta per le sole consortili a responsabilità limitata e per le s.r.l. in genere.

3. *Il procedimento per addivenire alla cancellazione d'ufficio.* – Il procedimento della cancellazione d'ufficio conseguente allo scioglimento senza liquidazione è ispirato da esigenze di celerità<sup>21</sup>, per cui non è prevista una fase necessaria dinanzi al giudice del registro delle imprese, diversamente dall'impostazione originaria adottata dal D.P.R. n. 247/2004<sup>22</sup>. Sicché, in linea di principio, la sola attività del conservatore, che

<sup>19</sup> Per l'opportuna precisazione dei soggetti terzi nei riguardi dei quali può essere regolata in modo diverso l'opponibilità del trasferimento, N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 688.

<sup>20</sup> A favore dell'orientamento secondo il quale al libro soci potrebbe attribuirsi soltanto una finalità informativa, e non la medesima funzione di efficacia della cessione rispetto alla società alla stregua della disciplina previgente, V. MELI, *Soppressione del libro dei soci*, cit., 985 e 988 s., che argomenta dalla natura imperativa del novellato art. 2470, comma 1°, c.c. e ritiene sussistente anche il contrasto con il carattere inderogabile delle disposizioni riguardanti l'opponibilità dei fatti giuridici e con il principio di tipicità degli atti iscrivibili nel registro delle imprese; F. TASSINARI, *Nuovo libro dei soci pubblico on-line e sistema dei controlli preventivi*, in *Società*, 2009, 1385; in giurisprudenza, Trib. Verona, 14 settembre 2009, in *Riv. not.*, 2009, II, 1552; nel medesimo senso, pure, V. DONATIVI, *Dal libro dei soci al registro delle imprese: profili sistematici*, in *Società*, 2009, 1362 ss.; F. MURINO, *Circolazione della quota, legittimazioni e autonomia privata nella s.r.l.*, Milano, 2017, 76 ss. e 123 ss.

<sup>21</sup> Esigenze del genere sono sottese anche a quanto statuito nell'ottavo comma dell'art. 40 l. n. 120/2020, dove si prevede che le determinazioni del conservatore non opposte, le decisioni del giudice del registro adottate ai sensi dell'art. 2189 c.c. e le sentenze del tribunale in caso di ricorso in base al successivo art. 2192 c.c., sono iscritte nel registro delle imprese con comunicazione unica d'ufficio al fine di velocizzare il relativo procedimento e di consentirne la trasmissione immediata all'Agenzia delle entrate, all'INPS, all'INAIL ed agli altri enti collegati.

<sup>22</sup> Con riguardo alla cancellazione stabilita dall'art. 2490, comma 6°, c.c., invece, è stata oggetto di discussione l'individuazione di chi deve effettuarla: a favore dell'opinione che identifica tale soggetto nel giudice delegato al registro delle imprese, Trib. Milano, 25 gennaio 2011, in *ilcaso.it*, che reputa ciò derivante dal principio generale ricavabile dagli artt. 2190 e 2191 c.c. in tema di competenza del giudice del registro delle imprese a disporre ogni cambiamento delle iscrizioni non dipendenti da richiesta degli interessati; per un'adesione, P.F. MONDINI, *Art. 2490*, cit., 2979; V. SALAFIA, *Cancellazione delle società*, cit., 289, il quale rileva la necessità del vaglio del giudice del registro ai fini della cancellazione d'ufficio da parte del conservatore. Cfr., altresì, Trib. Brindisi, 21 luglio 2010, in *ilcaso.it*, che si occupa del reclamo avverso un provvedimento di cancellazione ex art. 2490, comma 6°, c.c. emesso dal giudice delegato al registro delle imprese.

Altra ricostruzione, di contro, ha creduto trattarsi di un atto di pertinenza del conservatore: Trib. Lodi, 23 novembre 2010, in *Società*, 2011, 522, secondo cui non ricorre un'ipotesi di cancellazione d'ufficio ex art. 2191 c.c.; altri riferimenti in G. STRAMPELLI, *Art. 2490*, cit., 225 s., nt. 109. Favorevoli sembrerebbero, anche, Ant. ROSSI, C. PASQUARIELLO, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Trattato Galgano*, a cura di M. BIONE, R. GUIDOTTI, E. PEDERZINI, LXV, Padova,



deve svolgersi in tempi rapidi e scadenziati, è sufficiente per giungere all'eliminazione della società, salvo ricorsi provenienti dai soggetti interessati, sui quali grava evidentemente l'onere, non indifferente, di consultazione del registro delle imprese. Al conservatore spetta, in primo luogo, di procedere con l'iscrizione d'ufficio della propria determinazione di accertamento della causa di scioglimento senza liquidazione all'interno del registro delle imprese (art. 40, comma 3°, l. n. 120/2020). In tal modo, i terzi possono essere a conoscenza della particolare situazione in cui versa la società, non potendosi intravedere alcun obbligo di iscrizione in capo agli amministratori proprio perché non sussiste, come già evidenziato, una causa dissolutiva "con liquidazione". Da siffatto angolo visuale, sembra anche da escludersi che quest'adempimento pubblicitario possa avere lo stesso valore di quello previsto dal comma 3° dell'art. 2484 c.c.<sup>23</sup>. Ne discende che alla pubblicità della causa di scioglimento senza liquidazione deve ascriversi valore dichiarativo e, dunque, di opponibilità ai terzi, in conformità al regime residuale.

Che sugli amministratori risultanti dal registro delle imprese non grava alcun obbligo pubblicitario, del resto, è confermato dal dovere del conservatore di informarli proprio dell'avvenuta iscrizione dello scioglimento senza liquidazione; agli stessi è concesso, nel termine di sessanta giorni, di presentare formale e motivata domanda di prosecuzione dell'attività<sup>24</sup>, nonché di chiedere l'iscrizione degli atti non iscritti e deposi-

---

2012, 604 s., nt. 103. Questa tesi ha ricevuto riconoscimento legislativo proprio nell'art. 40 l. n. 120/2020, in virtù del quale è stabilito, al primo comma, che il provvedimento conclusivo della procedura ex art. 2490, comma 6°, c.c. è disposto con determinazione del conservatore.

<sup>23</sup> A parte l'ipotesi dell'apertura della liquidazione giudiziale o controllata (su cui v. P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, cit., 92, testo e nt. 289), è stabilito che la produzione di effetti si ha soltanto con l'iscrizione nel registro delle imprese della dichiarazione di avvenuto accertamento, ovvero della delibera di scioglimento anticipato, discutendosi se ciò valga sia nei rapporti interni che esterni: in senso affermativo, F. FIMMANÒ, *Accertamento, pubblicità ed effetti dello scioglimento*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, II ed., a cura di F. FIMMANÒ, Milano, 2011, 95 e 101 ss.; C. PASQUARIELLO, *Art. 2485*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, III, Padova, 2005, 2174 s.; A. SANTUS, G. DE MARCHI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, I, 609, per i quali tutti gli effetti dello scioglimento si producono soltanto con l'iscrizione; in giurisprudenza, Trib. Novara, 1 luglio 2010, in *Società*, 2010, 1525; nonché, sottolineando l'irrelevanza nei confronti dei terzi in mancanza dell'iscrizione, Trib. Milano, 22 gennaio 2013, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

In termini differenti, parlando di un'ipotesi di efficacia costitutiva c.d. parziale, ovvero soltanto verso i terzi: G. GIANNELLI, A. DELL'OSSO, *Art. 2486*, in *Commentario del codice civile*, cit., \*\*\*, 969 s.; G. NICCOLINI, *La nuova disciplina*, cit., 226 s.; R. ROSAPEPE, *Lo scioglimento e la liquidazione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. IBBA, G. MARASÀ, VII, Padova, 2015, 402 s.; Ant. ROSSI, *Art. 2486*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., III, 2181 s.; S. SANZO, *Scioglimento e liquidazione*, in *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da O. CAGNASSO, L. PANZANI, Torino, 2010, 1694 s., per il quale i poteri degli amministratori mutano già al verificarsi della causa di scioglimento, i cui effetti però dipendono dall'iscrizione al registro delle imprese; M. SARALE, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Torino, 2009, 1199 s.; Trib. Mantova, 23 giugno 2008, in *il-caso.it*.

Non mancano, peraltro, posizioni ancorate alla vecchia idea dell'operatività automatica, da cui la mera opponibilità ai terzi conseguente all'iscrizione della causa di scioglimento: C. BAVETTA, *Le cause di scioglimento delle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, *Impresa e lavoro*, II ed., 16, V, Milanofiori Assago (MI), 2012, 238.

<sup>24</sup> Con formulazione normativa corrispondente a quella adottata, per la cancellazione d'ufficio delle società a controllo pubblico, dall'art. 20, comma 9°, TUSP.

tati, ai sensi di legge (art. 40, comma 4°, l. n. 120/2020). Non si tratta di ipotesi del tutto chiare. In relazione alla prima, il legislatore ha inteso verosimilmente concedere ai gestori della società la facoltà di dimostrare che, in realtà, l'attività produttiva non ha ragione di cessare e perciò occorre esplicitare, da un lato, i motivi per i quali si sono verificate le situazioni di inerzia o inattività, al pari della permanenza del capitale in lire; e, dall'altro, motivare quali sono le ragioni poste a fondamento della ripresa dell'attività.

Quanto, invece, alla regolarizzazione sul piano pubblicitario, anche se la formulazione della norma è oscura, deve ritenersi che il riferimento sia rivolto tanto agli atti da iscrivere, quanto a quelli soggetti a mero deposito. Occorre pensare, in proposito, anzitutto alle anomalie che sono alla base dello scioglimento senza liquidazione e, dunque, rispettivamente alla conversione in euro del capitale sociale ed all'omesso deposito dei bilanci di esercizio per cinque anni consecutivi. Resta fermo che, in questa fase, gli amministratori possono e devono sistemare l'evidenza pubblicitaria rispetto a qualsiasi atto che avrebbero dovuto iscrivere e/o depositare, trattandosi comunque di obblighi posti a loro carico, a prescindere dalla necessità di scongiurare lo scioglimento non liquidatorio. Tuttavia, ai fini della revoca del provvedimento con cui è stata accertata la causa di scioglimento privo di liquidazione, il legislatore attribuisce rilevanza soltanto alla presentazione della formale e motivata domanda di prosecuzione dell'attività (art. 40, comma 5°, l. n. 120/2020). Ciò non è privo di incoerenza, poiché gli adempimenti pubblicitari non effettuati sono alla base dei presupposti dello scioglimento senza liquidazione. Non ha senso, in altre parole, pensare che il conservatore possa ritornare sui propri passi perché convinto dagli amministratori circa il prosieguo dell'attività produttiva, nonostante la mancata conversione del capitale in euro e/o l'omesso deposito dei bilanci di esercizio. Rimarrebbero intatte, infatti, proprio quelle anomalie che giustificano l'attivazione della procedura in esame, per cui non si può prescindere dall'adempimento di tali doveri ai fini del ripensamento del conservatore.

Al pari dell'accertamento della causa dissolutiva senza liquidazione, anche la decisione del conservatore che ne dispone la revoca è soggetta ad iscrizione d'ufficio nel registro delle imprese, come è naturale che sia, in conformità al principio secondo cui devono ritenersi soggetti a pubblicità tutti gli atti modificativi di situazioni soggette a registrazione<sup>25</sup>. In ogni caso, bisogna rendere nota ogni determinazione del conservatore agli interessati, entro otto giorni dalla sua adozione, in modo da consentire loro di ricorrere al giudice del registro delle imprese nei quindici giorni dalla comunicazione (art. 40, commi 6° e 7°, l. n. 120/2020).

In mancanza di revoca, il conservatore del registro delle imprese, verificata altresì l'eventuale cancellazione della partita iva della società e la mancanza di beni iscritti in pubblici registri, provvede con propria determinazione all'eliminazione della società (art. 40, comma 5°, seconda parte, l. n. 120/2020). Tale esito sembra scontato, in base al dettato normativo, solo se gli amministratori restano inerti, ossia se non proviene alcun riscontro da parte loro nel termine di sessanta giorni. Sembra, però, corretto ritenere che debba procedersi con la cancellazione anche nell'ipotesi di presentazione di una

---

<sup>25</sup> E v. C. IBBA, *Gli atti da iscrivere*, in G. MARASÀ, C. IBBA, *Il registro delle imprese*, Torino, 1997, 98; implicitamente, A. PAVONE LA ROSA, *Il registro delle imprese*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2001, I/4, 31 s.

domanda di prosecuzione dell'attività non sufficientemente motivata, poiché altrimenti sarebbe frustrata proprio l'intenzione del legislatore di eliminare le società inerti<sup>26</sup>. E lo stesso deve dirsi in difetto della completa regolarizzazione sul piano pubblicitario, appunto perché si tratta dei presupposti e delle condizioni da cui prende avvio lo scioglimento senza liquidazione. Al riguardo, con una tecnica legislativa non del tutto lineare, sembrano aggiungersi altri due requisiti per addivenire alla cancellazione, proprio nella fase finale del procedimento, là dove si impone al conservatore di verificare l'eventuale cancellazione della partita iva della società e la mancanza di beni iscritti in pubblici registri. Si tratta di due circostanze diverse, meritevoli di approfondimento non solo per l'individuazione del loro significato, ma altresì rispetto al rapporto che hanno con la voluta assenza di attività liquidatoria nel caso di specie.

<sup>26</sup> Sebbene la scelta di prescindere dalla liquidazione sia decisamente smentita in altri ordinamenti, come quelli spagnolo e portoghese. Nel primo, l'inattività è ricondotta alle cause comuni di scioglimento e, nello specifico, a quelle *por constatación de la existencia de causa legal o estatutaria* con conseguente apertura della fase liquidatoria. In base all'*art. 363.1.a) LSC* la dissoluzione opera, infatti, per la cessazione *en el ejercicio de la actividad o actividades que constituyan el objeto social* e, in particolare, *se entenderá que se ha producido el cese tras un período de inactividad superior a un año*. In argomento, M.L. LORENZO, *La disolución judicial de sociedades. Remedios procesales*, in *Economist & Jurist*, 2014, 22 s., per la quale il legislatore mira ad evitare la permanenza *«en el tráfico jurídico y mercantil entidades que se encuentren incursas en causa de disolución y que podrían perjudicar a terceros de buena fe»*; E. VALPUESTA GASTAMINZA, *Comentarios a la ley de sociedades de capital. Estudio legal y jurisprudencial*, II ed., Hospitalet de Llobregat (Barcelona), 2015, 978, che segnala l'iniziale applicazione di tale causa dissolutiva alle sole s.r.l. e la successiva generalizzazione a tutte le società di capitali, ad opera della *ley 25/2011*, in virtù del legame con la previsione contenuta nell'*art. 104.1.d) LSRL*, quale suo immediato antecedente. Quest'ultima norma, infatti, conteneva una specifica causa dissolutiva per le sole s.r.l., consistente nella *“falta de ejercicio de la actividad o actividades que constituyan el objeto social durante tres años consecutivos”* [c. v. J. BATALLER, *La disolución*, in A. ROJO, E.M. BELTRÁN (dir.), *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia, 2009, 41 s., secondo cui si tratta di *«un nuevo motivo disolutorio como particular manifestación de un genérico deber de realización del objeto social»*; J. BATALLER GRAU, *La simplificación del régimen jurídico de disolución de las sociedades de capital*, in S. HIERRO ANIBARRO (dir.), *Simplificar el derecho de sociedades*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2010, 545 s., 548 e 550 s., a parere del quale il triennio integra gli estremi di una presunzione assoluta e, per altro verso, la ragione *«por la que no haya sido contemplado para la sociedad anónima hemos de buscarla más bien en la evolución normativa que en el convencimiento de una diversa configuración societaria»*; J.M. DE EIZAGUIRRE, *La disolución de la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 2000, 53 ss.; ancor prima, per l'originario riferimento al termine di due anni, A. ROJO FERNÁNDEZ RÍO, *Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada*, in *RCDI*, 1993, 1493 s.].

Quanto al regime lusitano, è previsto che, a seguito della riforma del 2006, alla dissoluzione immediata (*art. 141 CSC*) ed a quella di natura *oficiosa* (*art. 143 CSC*) si affianchi quella *administrativa ou por deliberação dos sócios* di cui all'*art. 142 CSC* (su tale suddivisione, F. CASSIANO DOS SANTOS, *Dissolução e Liquidação Administrativas de Sociedades*, in *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra, 2007, 147 ss., che segnala l'obiettivo di semplificazione del legislatore del 2006 e la conseguente attribuzione al *Conservador do Registo Comercial* del potere di *«declarar a dissolução»*). Quest'ultima categoria abbraccia una serie di cause, tra cui *a inactividade da sociedade durante dois anos consecutivos* ai sensi dell'*art. 142.1.c) CSC*, pur sempre con apertura della fase liquidatoria e designazione dei liquidatori (di regola coincidenti in via automatica con gli amministratori in carica), quali *regras gerais da liquidação*: M.I. ARAÚJO DELGADO, *Dissolução e liquidação das sociedades comerciais*, in *Rev. dir. soc.*, 2010, 256 ss.; in precedenza, con riferimento al vecchio regime ed alla bipartizione tra le ipotesi ad efficacia immediata e quelle *por sentença ou deliberação*, R. VENTURA, *Dissolução e Liquidação de Sociedades. Comentário ao código das sociedades comerciais*, Coimbra, 2011 (reimp. 1987), 41, 82 s. e 130 ss., che qualificava le prime come automatiche e le seconde come *causas facultativas*, all'interno delle quali l'originario *art. 142.1.c) CSC* richiedeva l'inattività per cinque anni consecutivi ai fini della dissoluzione. A giudizio dell'A., si trattava di una previsione diretta a reprimere il fenomeno delle società *«esquecidas»* e *«dormentes»*, spesso liquidate in via di fatto in violazione delle norme del diritto societario.

4. (Segue): *il carattere eccezionale dello scioglimento senza liquidazione e la tassatività delle cause.* – Giova prima chiarire il contenuto di questi due ulteriori requisiti e poi il loro rapporto con la liquidazione in senso stretto, per come regolata nel sistema codicistico, al fine di comprendere, anzitutto, se le istanze sottese alla fase liquidatoria siano effettivamente insussistenti. Non è escluso, infatti, che il legislatore, nell'ottica di favorire la rappresentazione fedele del registro delle imprese, abbia a torto stimato inutile la liquidazione dell'ente societario, dando vita appunto alla sua eliminazione *tout court* a seguito dello scioglimento (art. 40, commi 2° e 5°, l. n. 120/2020). A seconda della conclusione cui si perviene sul punto, mutano in modo sensibile i conseguenti problemi di disciplina da affrontare. Basti pensare alla questione degli effetti della cancellazione, nel momento in cui si dovesse ritenere errata la valutazione del legislatore di prescindere dallo svolgimento della liquidazione.

Quanto al primo aspetto, ossia alla verifica dell'eventuale cancellazione della partita iva della società e della mancanza di beni iscritti in pubblici registri, il valore sembra essere ben diverso nei due casi considerati dalla norma (art. 40, comma 5°, l. n. 120/2020), giacché solo per il primo il legislatore fa riferimento al riscontro circa l'eventuale cancellazione. Sicché, ciò consente di ritenere che, qualora la partita iva sia ancora sussistente, il conservatore può ugualmente procedere verso la cancellazione d'ufficio della società. Il tenore letterale della disposizione induce a pensare, di contro, alla necessità che l'indagine circa l'esistenza di beni iscritti in pubblici registri dia esito negativo, pena altrimenti l'obbligo di porre fine al procedimento e di revocare, pure in questa evenienza, il provvedimento con cui è stata accertata la causa di scioglimento non liquidatorio. Dal riferimento ai beni iscritti in pubblici registri scende, per l'effetto, che è irrilevante, ad esempio, la persistente titolarità di beni mobili non registrati e, soprattutto, di crediti, fra le altre ipotesi immaginabili ritenute irrilevanti. Può pensarsi, ad esempio, all'esistenza di depositi bancari in favore della società, la presenza dei quali non è ostativa alla sua eliminazione dal traffico giuridico. Il che appare senza dubbio singolare. Non è da respingere, peraltro, l'idea che una società sia ferma perché in attesa della definizione di un certo contenzioso, da cui possono diventare definitive determinate pretese creditorie, più o meno significative.

Sul versante opposto, ossia dal lato passivo, nulla dice il legislatore. Ciò implica che le società disciolte senza liquidazione *ex art. 40*, comma 2°, l. n. 120/2020 possono essere gravate da debiti residui. Pertanto, la procedura *de qua* esclude che si debba passare per una fase liquidatoria, sebbene possano sussistere tutte le ragioni, in chiave tanto debitoria quanto creditoria. Un simile esito può reputarsi stravagante rispetto alla disciplina generale contenuta nel codice civile. In base agli artt. 2484 ss. c.c., in effetti, il procedimento di liquidazione viene considerato un momento insopprimibile, non solo perché manca una norma analoga all'art. 2275 c.c. dettato in tema di società personali<sup>27</sup>; ma altresì perché, sul piano degli interessi in gioco, la disciplina tende a proteggere anche la posizione dei creditori ed è, quindi, più che giustificata la preferenza per il suo carattere imperativo, in un contesto dove è assente la responsabilità personale dei

---

<sup>27</sup> Né può pensarsi ad un'applicazione analogica di quest'ultima: in luogo di altri, G. FRÈ, *Società per azioni*, V ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982, 861 s., secondo cui si tratta di un percorso argomentativo difficilmente sostenibile; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, V ed., Napoli, 1963, n. 159, 544 s.

soci<sup>28</sup>. D'altro canto, quand'anche il legislatore avesse pensato allo scioglimento senza liquidazione per le sole società prive di poste attive e passive, avrebbe comunque trascurato un aspetto non secondario. Vale a dire che proprio l'accertamento di una situazione del genere impone, in mancanza di altri meccanismi equivalenti predisposti sul piano normativo, di procedere ugualmente con la fase liquidatoria<sup>29</sup>.

Al riguardo, è stato osservato come la liquidazione conduce proprio alla verifica dell'effettivo valore del patrimonio sociale, passivo incluso, ragione per la quale, anche se non vi sono debiti, né cespiti da monetizzare, ciò non può che essere il risultato di un'attività svolta a tal fine, al termine del procedimento di liquidazione e, in particolare, di tutte le norme impositive che ne fanno parte<sup>30</sup>. In quest'ottica, non è di aiuto nemmeno la distinzione, talvolta proposta in letteratura, tra imperatività in senso sostanziale e formale, rispettivamente sulla base dell'esistenza o meno di un attivo da realizzare, giacché tale constatazione deve scaturire sempre da un'effettiva valutazione della situazione patrimoniale, nel rispetto di determinate regole procedurali<sup>31</sup>.

Ad ogni modo, proprio perché lo scioglimento senza liquidazione può ben contemplare persistenti poste attive e/o passive in capo alla società oggetto di cancellazione, l'istituto appare connotato da contorni fortemente derogatori rispetto alla regolamentazione codicistica. È pur vero che lo stesso legislatore già prevede specifiche eccezioni in materia, ma la giustificazione delle ipotesi di estinzione dell'ente societario senza liquidazione – come stabilito, ad esempio, dall'art. 2506, comma 3°, c.c.<sup>32</sup> – deve rin-

<sup>28</sup> Già, nel vigore del sistema previgente, G. FRÈ, *Società per azioni*, cit., 861 s.; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., n. 159, 545; P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959, n. 102, 410 ss.; M. PORZIO, *L'estinzione della società per azioni*, Napoli, 1959, 240 ss., spec. 245 ss., il quale attribuisce particolare rilievo ai lavori preparatori al codice del 1942 e ritiene la "formula" sull'assenza di alcunché da liquidare usuale nella prassi, ma volta a mascherare una diversa realtà, ossia che tutto è già stato liquidato; diversamente, G. FERRI SR., *Le società*, III ed., in *Trattato Vassalli*, Torino, 1987, X.3, n. 293, 974 s., per il quale la liquidazione può essere soppressa con il consenso dei creditori sociali, anche qualora gli stessi acconsentano alla devoluzione ai soci del patrimonio.

<sup>29</sup> Diversamente, però, si crede talvolta che se ne possa fare a meno, perché la nomina dei liquidatori e l'osservanza della procedura in genere sarebbero nella sostanza inutili, essendo stato tutto definito, per cui anche il bilancio finale non farebbe altro che registrare una situazione patrimoniale identica a quella redatta dagli amministratori: A. FIORENTINO, *Su lo scioglimento e la liquidazione delle società commerciali*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, 382 ss.; G. FERRI SR., *Le società*, cit., n. 293, 975.

<sup>30</sup> Con forza, P. GRECO, *Le società*, cit., n. 102, 411, secondo cui l'equazione tra niente da liquidare ed assenza di liquidazione è viziata nel suo punto di partenza, ossia nella constatazione dell'inesistenza di passività sociali; M. PORZIO, *L'estinzione*, cit., 240 ss., spec. 248 ss. e 253 ss., il quale fa riferimento a tutte quelle norme disposte a tutela dei terzi e dei creditori sociali; poi, G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 7\*\*\*, Torino, 1997, 649 ss.; Cass., 18 gennaio 1988, n. 326, in *Dir. fall.*, 1988, II, 405; Trib. Velletri, 24 giugno 1993, in *Società*, 1993, 1256; Trib. Roma, 30 marzo 1984, in *Vita not.*, 1985, 1311; Trib. Lecce, 31 gennaio 1984, in *Società*, 1984, 1023; Trib. Udine, 20 dicembre 1983, in *Giur. comm.*, 1984, II, 639; Trib. Ascoli Piceno, 19 marzo 1982, in *Foro pad.*, 1982, I, 71. Dopo la riforma del 2003, G. NICCOLINI, *Art. 2487*, in *Società di capitali*, cit., 1740, che argomenta dal tono perentorio con cui l'art. 2487 c.c. impone agli amministratori di convocare l'assemblea per assumere le decisioni concernenti la liquidazione; M. AIELLO, *La liquidazione delle società di capitali*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato Cottino*, V, 2, Padova, 2011, 124, che parla di un procedimento caratterizzato da formalità e inderogabilità; Massima J.A.12 degli Orientamenti societari del Comitato Triveneto, in *notaitriveneto.it*.

<sup>31</sup> Al riguardo, G. FRÈ, *Società per azioni*, cit., 861, per il quale la questione assume natura formalistica e si riduce alla possibilità per gli amministratori di liquidare la società senza rispettare le norme relative alla liquidazione, evenienza da respingere perché costoro «dovrebbero certamente osservare le disposizioni inderogabili della legge per quanto riguarda la ripartizione dell'attivo», oltre quelle statutarie.

<sup>32</sup> Dove è testuale proprio l'uso dell'espressione "scioglimento senza liquidazione" per la scissione, so-

venirsi nel fatto che le esigenze liquidatorie sono in altro modo soddisfatte<sup>33</sup>. Così, in tema di scissione, ciò è assicurato dal sistema normativo della responsabilità della società debitrice e delle eventuali condebitrici solidali ai sensi dell'art. 2506-*quater*, comma 3°, c.c., per i debiti espressamente assegnati nel progetto di scissione, ovvero in base all'art. 2506-*bis*, comma 3°, c.c., per quelli d'incerta attribuzione<sup>34</sup>. Viceversa, nello scioglimento senza liquidazione viene del tutto soppresso il momento volto ad accertare debiti e crediti ed a procedere con la monetizzazione del patrimonio sociale al fine di estinguere le passività.

In definitiva, si tratta di deroga di ben diversa intensità rispetto a quelle già conosciute dal sistema, per via dell'assenza di meccanismi sostitutivi volti a soddisfare gli interessi sotesi, di regola, alla fase liquidatoria. Il che espone ad una serie di pericoli i creditori, in quanto non è prevista alcuna indagine sulla persistenza di debiti sociali cui adempiere, né tantomeno il loro pagamento. Anche la posizione dei soci può essere pregiudicata, giacché costoro, in caso di svolgimento della procedura liquidatoria secondo le regole generali, hanno diritto all'attribuzione di quanto residua dalla liquidazione della società. Ed una simile eventualità, come naturale, può spiegare la sua incidenza anche nei riguardi dei loro creditori particolari. Da questo punto di vista, la mancanza di qualsiasi disposizione volta a regolare la sorte delle posizioni attive e passive appare il frutto di una scarsa riflessione del legislatore. Ne discendono svariate conseguenze di rilievo: la prima è che non sembra pensabile individuare, in via interpretativa, altre cause di scioglimento senza liquidazione; né è ammissibile un'esegesi estensiva delle stesse. L'elenco previsto dal legislatore deve cioè ritenersi composto da ipotesi eccezionali e, quindi, da considerare tassative nel senso più rigoroso del termine. La seconda è che lo scioglimento rappresenta una fase diversa da quella liquidatoria, siccome le singole ipotesi dissolutive senza liquidazione previste dalla legislazione speciale attestano la distinzione tra i due momenti<sup>35</sup>. Di fondo, resta il problema principale

---

vente ripreso in letteratura: P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 1383; A. PICCIAU, *Sulla difficile coesistenza dell'istituto della revocatoria con la scissione di società*, in *Riv. soc.*, 2019, 712; Giul. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 7\*\*\*, 2, Torino, 2004, 317, per la quale la disposizione non prescrive alcunché, ma si limita a descrivere l'effetto della scissione totale sulla società scissa.

<sup>33</sup> Così si spiega perché, fra l'altro, nel caso ad esempio del *trust* liquidatorio occorre verificare, oltre ai problemi di compatibilità con la disciplina concorsuale, la sua legittimità sotto il profilo dell'equivalenza rispetto alle tutele offerte dal procedimento di liquidazione delle società di capitali: Cass., 9 maggio 2014, n. 10105, in *Notariato*, 2015, 79; Trib. Milano, 17 gennaio 2015, in *NGCC*, 2015, I, 850; Trib. Milano, 22 novembre 2013, in *Vita not.*, 2014, 877; Trib. Cremona, 8 ottobre 2013, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 22 gennaio 2013, in *Società*, 2013, 467; Trib. Milano, 12 marzo 2012, in *Giur. it.*, 2012, 2293; Trib. Reggio Emilia, 14 marzo 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 160, che reputa privo di efficacia il *trust* liquidatorio costituito per sottrarre il patrimonio ai creditori sociali; Trib. Bolzano, 23 luglio 2011, in *Trust*, 2012, 178; in argomento, F. FIMMANÒ, *La fase della liquidazione*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, II ed., a cura di F. FIMMANÒ, cit., 296 ss.; nonché, pure per altri riferimenti, P. SPOLAORE, *Trust con funzione liquidatoria e valutazione di meritevolezza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 170 ss.

<sup>34</sup> Sistema vieppiù ritenuto in grado di lasciare immutata la garanzia patrimoniale generica nei riguardi dei terzi: sia concesso il rinvio, anche per riferimenti, a P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sull'ammissibilità della revocatoria della scissione*, in *Foro nap.*, 2021, 258 s.; Cass., 7 marzo 2016, n. 4455, in *Fallimento*, 2017, 47; Trib. Napoli, 26 novembre 2018, in *Società*, 2019, 469, secondo cui l'art. 2506-*quater*, comma 3°, c.c., costituisce applicazione tipica dell'art. 2740 c.c.

<sup>35</sup> Può dirsi, cioè, che il legislatore individua due frangenti, consistenti appunto nello scioglimento e nella liquidazione, da intendersi rispettivamente, in estrema sintesi, come il verificarsi della causa dissolutiva e

che l'estinzione *de qua* può intervenire nonostante l'esistenza di una serie di poste attive e/o passive da liquidare, sulla sorte delle quali l'interprete è chiamato a dare una non facile risposta.

5. *Gli effetti della cancellazione d'ufficio in caso di scioglimento senza liquidazione.* – Appurato che la cancellazione conseguente allo scioglimento senza liquidazione è compatibile con la presenza di poste residue, tanto attive quanto passive, diventa non poco importante stabilire quali siano gli effetti della cancellazione. In proposito, il legislatore resta silente, poiché il dato testuale non chiarisce se si producano o meno gli stessi effetti stabiliti dall'art. 2495 c.c., a differenza di quanto previsto nel comma 6° dell'art. 2490 c.c., dove ciò è espressamente contemplato, al pari dell'art. 20, comma 9°, TUSP. Peraltro, è noto che l'eventuale applicazione di questa regola porta con sé tutti i problemi esegetici che la stessa solleva, per via del suo carattere (quantomeno) non esaustivo, se solo si pensa alla circostanza che prende in considerazione l'ipotesi dei debiti residui, ma tace quanto alle sopravvivenze e sopravvenienze attive.

Per altro verso, talune delle questioni interpretative sollevate dall'art. 2495 c.c. potrebbero ricevere una diversa lettura proprio nell'ipotesi in cui si giungesse alla soluzione affermativa circa la sua applicazione al caso di specie. Si pensi, ad esempio, al discorso concernente la rinuncia tacita ai crediti, da valutare alla luce dell'insussistenza della cancellazione volontaria e della liquidazione stessa nello scioglimento *ex art.* 40 l. n. 120/2020.

---

la definizione dei rapporti societari in essere: cfr., sebbene in relazione alle società di persone, V. BUONOCORE, *Società in nome collettivo*, in *Il Codice civile. Commentario Schlesinger*, Milano, 1995, 421, che prende in ogni caso le mosse dall'idea che si tratti di una fattispecie a formazione successiva. Di consueto, però, se ne individuano più di due: v., ad esempio, Trib. Roma, 22 settembre 2016, in *Società*, 2017, 389, che reputa la cancellazione (e la connessa estinzione) dell'ente societario il risultato di una fattispecie a formazione progressiva articolata nell'accertamento ad opera degli amministratori della causa di scioglimento, nella nomina assembleare del liquidatore, nell'attività di liquidazione in senso proprio, culminante nella redazione del bilancio finale di liquidazione e nella sua approvazione, con conseguente richiesta di cancellazione della società dal registro delle imprese. Per una visione ancor più dettagliata, C. BAVETTA, *Le cause di scioglimento*, cit., 162, secondo cui ricorrono: la verifica di un evento dissolutivo; il suo accertamento ad opera degli amministratori; la gestione da loro effettuata in via transitoria e temporanea; la delibera assembleare che dispone la liquidazione e designa i liquidatori; la gestione liquidatoria vera e propria attuata da questi ultimi, al fine di dismettere i beni del patrimonio sociale, definire tutti i rapporti facenti capo alla società e distribuire il ricavato tra i creditori ed i soci; la redazione del bilancio finale, la cancellazione dal registro delle imprese e, infine, la conseguente estinzione della società. Benché sia aspetto sovente affrontato in dottrina, non è il caso di indugiare su quante siano le fasi in una prospettiva meramente descrittiva o classificatoria, giacché in tal modo non si avrebbe percezione alcuna dell'incidenza del dibattito in termini di disciplina. Ciò che sembra rilevare, anche sul piano delle regole applicabili, è proprio la distinzione tra scioglimento e liquidazione, cui corrisponde la gestione, rispettivamente, degli amministratori e liquidatori, con tutto quello che ne consegue in punto di regolazione (ma v. C. MONTAGNANI, *Deliberazioni assembleari e procedure liquidatorie*, Milano, 1999, 42, secondo cui la liquidazione rappresenta una «congiuntura omogenea», dal verificarsi della causa di scioglimento sino alla cancellazione dal registro delle imprese). Basti pensare, al riguardo, al problema dell'applicabilità della disciplina della revoca dello stato di liquidazione, allorché si è verificata una causa dissolutiva, ma non sono stati ancora nominati i liquidatori, né più in generale assunte le decisioni *ex art.* 2487 c.c. ed eseguita la relativa pubblicità ai sensi dell'art. 2487-bis c.c.: *amplius*, anche per ulteriori riferimenti, pure in relazione alla considerazione della liquidazione come fattispecie a formazione progressiva, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, cit., 96 ss. e 271 ss.

Il punto è alquanto complesso e meriterebbe ben altro approfondimento, ma diversi elementi militano verso la conclusione positiva. Un primo motivo risiede nel fatto che la disapplicazione dell'art. 2495 c.c. creerebbe una disparità di trattamento priva di giustificazione. *In primis*, occorre dire che l'interpretazione di questa disposizione ha raggiunto un certo livello di stabilità sia in dottrina che in giurisprudenza, nonostante alcune zone d'ombra e la continua, inevitabile, evoluzione. Nondimeno, qualora si ritenesse inapplicabile la regola *de qua*, il quadro delle norme da impiegare potrebbe essere assai più incerto e variabile. Né, peraltro, appaiono utilizzabili le previsioni dettate per la scissione totale, in cui la scissa attua il proprio scioglimento senza liquidazione ai sensi del comma 3° dell'art. 2506 c.c., poiché i criteri di ripartizione dell'attivo e del passivo ivi stabiliti si basano sulle attribuzioni ricevute dalle società beneficiarie, senza alcun coinvolgimento della compagine sociale della scissa<sup>36</sup>, al pari della responsabilità solidale prevista dall'ultimo comma dell'art. 2506-*quater* c.c.

In parte diversa è la riflessione da svolgere in ordine alle disposizioni di diritto comune sulla liquidazione degli enti del libro primo del codice civile. Qui sono, invece, statuiti meccanismi volti a prevedere la sorte di attività e passività residue rispetto alla posizione degli associati e del fondatore (artt. 30-31 c.c. e 11 ss. disp. att. c.c.), ma si fa pur sempre riferimento ad una necessaria fase liquidatoria ed al suo esaurimento<sup>37</sup>. Il che, di contro, non è indispensabile nella fattispecie di cui al comma 6° dell'art. 2490 c.c., dove lo stato di liquidazione in cui formalmente versa la società non implica, per forza di cose, che siano state realmente svolte operazioni liquidatorie.

Da altro angolo visuale, l'ingiustificata disparità di trattamento che ne potrebbe scaturire, ove non si applicasse l'art. 2495 c.c. alla dissoluzione *ex art.* 40 l. n. 120/2020, sarebbe duplice. Da una parte, le società estinte a seguito del loro scioglimento senza liquidazione sarebbero regolate diversamente da quelle liquidate secondo la procedura ordinaria; dall'altra, vi sarebbe, altresì, differenza con quelle cancellate in base al comma 6° dell'art. 2490 c.c. In entrambi i casi, comunque, e specialmente in quest'ultimo, la diversità di regolazione non avrebbe fondamento.

Sotto il profilo dei presupposti per l'applicazione analogica della norma in questione, non è escluso che debba passarsi proprio dal comma 6° dell'art. 2490 c.c., nonché dell'art. 20, comma 9°, TUSP, per giustificare l'estensione al caso di specie dell'art. 2495 c.c., perché risulta implicitamente ammessa, in ambo i casi, la cancellazione d'ufficio della società in presenza di attivo ed in assenza, in tutto o in parte, della procedura liquidatoria<sup>38</sup>. Ed infatti, in relazione a quanto disposto dall'art. 2490, comma 6°, c.c., nessun apprezzamento viene svolto, in questo frangente, rispetto alla situazione debitoria e creditoria della società<sup>39</sup>, pur producendosi testualmente l'estinzione della stessa

<sup>36</sup> In argomento, Giul. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 468 ss.

<sup>37</sup> E v. F. GALGANO, *Delle persone giuridiche*, II ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006, 422 ss., che sottolinea come la liquidazione sia regolata indistintamente per le associazioni e le fondazioni.

<sup>38</sup> Per questa considerazione, F. FIMMANÒ, *Artt. 2495-2496*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, a cura di L.A. BIANCHI, G. STRAMPELLI, cit., 308; ID. e F. ANGIOLINI, *La fase dell'estinzione*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, II ed., a cura di F. FIMMANÒ, cit., 443 s.; e, per la trasmissione in favore dei soci, Cass., 24 gennaio 2020, n. 1625, in *Guida dir.*, 2020, f. 18, 61.

<sup>39</sup> Riflessione che si trova in Trib. Verona, 3 maggio 2014, in *ilcaso.it*; v. anche F. FIMMANÒ, *Artt. 2495-2496*, cit., 300 s.; ID. e F. ANGIOLINI, *La fase dell'estinzione*, cit., 433 s.



con gli stessi effetti previsti dall'art. 2495 c.c. Ancor più significativo, in tale direzione, è l'art. 20, comma 9°, TUSP, in virtù del quale sono cancellate d'ufficio dal registro delle imprese, sempre con i medesimi effetti di cui all'art. 2495 c.c., le società a controllo pubblico che per oltre tre anni consecutivi non hanno depositato il bilancio di esercizio, ovvero non hanno compiuto atti di gestione. Pertanto, una situazione affine ricorre con riguardo alle peculiari circostanze di scioglimento senza liquidazione previste dall'art. 40 l. n. 120/2020, là dove il più articolato procedimento ivi contemplato richiede la mera verifica dell'eventuale cancellazione della partita iva della società e della mancanza di beni iscritti in pubblici registri, e non una compiuta indagine circa debiti e crediti, senza indicare la sorte di quelli persistenti. Ciò consente, peraltro, di ritenere che il legislatore abbia omesso di regolare il punto, ossia che ricorra una lacuna, idonea ad essere colmata tramite analogia, poiché si tralascia *in toto* di considerare il lato passivo della società, mentre sul versante attivo l'indagine rimessa all'apprezzamento del conservatore riveste carattere parziale, in quanto è limitata alla mera verifica della mancanza di beni iscritti in pubblici registri.

Come accennato, poi, l'applicazione dell'art. 2495 c.c. assume contorni peculiari in ordine ad alcuni aspetti e, in particolare, rispetto al problema dei crediti residui. In proposito, la giurisprudenza di legittimità intravede un regime di comunione ordinaria fra i soci in proporzione della quota di liquidazione a ciascuno spettante<sup>40</sup>, rispetto alle attività non ripartite, salvo che non possa desumersi dalla cancellazione la volontà inequivoca della società di rinunciare ad una determinata pretesa, come nel caso di un credito controverso non fatto valere in giudizio<sup>41</sup>. Quest'ultimo passaggio ha lasciato perplessi gli interpreti almeno sotto due profili: uno riguarda l'area di estensione di tale regime di

---

<sup>40</sup> In deroga al precetto contenuto nell'art. 1101 c.c.: M. PERRINO, *L'estinzione delle società di persone*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 731 s.; per l'automaticità dell'acquisto, invece, P.F. MONDINI, *Art. 2495*, in *Le società per azioni*, cit., II, 3001, che evidenzia come non sia necessaria alcuna accettazione.

<sup>41</sup> Si tratta delle tre celebri sentenze gemelle del 2013, nella prospettiva di privilegiare in questo modo una più rapida conclusione del procedimento estintivo, Cass., SS.UU., 12 marzo 2013, n. 6070, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 237; Cass., SS.UU., 12 marzo 2013, n. 6071, in *Giust. civ.*, 2013, I, 2461; Cass., SS.UU., 12 marzo 2013, n. 6072, in *Foro it.*, 2013, I, 2189, secondo le quali ciò vale anche nel caso in cui un diritto di credito, oltre che magari controverso, non sia neppure liquido: di modo che solo un'attività ulteriore da parte del liquidatore, consistente in sostanza nell'esercitare o nel coltivare un'apposita azione giudiziaria, avrebbe potuto condurre a renderlo liquido, al fine del riparto tra i soci dopo il soddisfacimento dei debiti della società; poi, Cass., 22 maggio 2019, n. 13921, in *Diritto & Giustizia*, 23 maggio 2019, che ravvisa l'esistenza della possibile rinuncia anche in seguito alla cancellazione della società dal registro delle imprese ex art. 118, comma 1°, n. 4, l. fall.; Cass., 24 dicembre 2015, n. 25974, in *DeJure*; Trib. Teramo, 2 aprile 2013, *ivi*, che cita, invero, le tre sentenze gemelle del 2010, ma non quelle del 2013; Trib. Brescia, 15 gennaio 2014, in *ilcaso.it*; Trib. Castrovillari, 4 novembre 2014, *ivi*; Trib. Napoli Nord, 24 settembre 2015, *ivi*; Trib. Prato, 21 maggio 2016, *ivi*; Trib. Roma, 8 giugno 2018, *ivi*; in precedenza, Cass., 16 luglio 2010, n. 16758, in *Giur. it.*, 2011, 571; Trib. Mantova, 13 dicembre 2012, in *ilcaso.it*.

Per la condivisione, in linea di principio, dell'idea della nascita della contitolarità o comunione indivisa tra i soci, F. FIMMANÒ, *Estinzione «formale» degli enti lucrativi e tutela dei creditori*, in *Attività di liquidazione e tutela dei creditori*, a cura di F. PARENTE, L. RUGGERI, Napoli, 2014, 413; M. SPERANZIN, *Successione dei soci ed iscrizione nel registro delle imprese del fatto estintivo della società*, in *Corr. giur.*, 2014, 256; in termini critici, M. BUSSOLETTI, *Lo scioglimento e l'estinzione della società fra apertura, chiusura e riapertura del fallimento*, in *RDS*, 2009, I, 462 s.; D. DALFINO, *“Venir meno” della società e processi pendenti*, in *Società*, 2014, 1237, per il quale sarebbe la limitazione di responsabilità dei soci a sconfinare l'idea di un trasferimento “globale”; G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite, la cancellazione delle società e il “problema” del soggetto: qualche considerazione critica*, in *Società*, 2013, 562 s., per il quale si tratta di una visione caratterizzata da un eccessivo meccanicismo.

contitolarità, che non dovrebbe soffrire eccezioni, se non per i diritti intrasmissibili<sup>42</sup>; il secondo attiene, invece, alla possibilità di dedurre l'estinzione per rinuncia anche in relazione alle pretese già azionate<sup>43</sup>, poiché per queste la società avrebbe comunque mostrato un interesse<sup>44</sup>.

Ed invero, più in radice, si è ritenuto che l'idea della rinuncia tacita si pone sempre e comunque in contrasto con la disciplina della remissione del debito *ex art.* 1236 c.c., dove si richiede un comportamento specificamente diretto a tal fine, non ravvisabile nella mera circostanza della mancata inclusione di una pretesa creditoria nel bilancio finale di liquidazione, né a maggior ragione nel caso dell'ignoranza dell'esistenza del diritto al tempo della confezione ed approvazione dello stesso<sup>45</sup>. Il che è stato ammesso, in seguito, dalla stessa giurisprudenza di legittimità, se non altro perché l'iscrizione della cancellazione della società dal registro delle imprese non possiede il carattere reattivo richiesto dall'art. 1236 c.c., fermo restando che la manifestazione inequivoca della volontà del creditore di non avvalersi del credito non può ravvisarsi, di per sé, nella mera cancellazione<sup>46</sup>. Ebbene, a maggior ragione nell'evenienza *de qua*, non può

---

<sup>42</sup> Con forza, G. COTTINO, *La difficile estinzione della società: ancora un intervento (chiarificatore?) delle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2012, 863 s., secondo cui se con la cancellazione si attua una vicenda successoria questa non può che riguardare ogni situazione patrimoniale trasmissibile, ivi compresi il caso di ricorsi fiscali non ancora decisi e forse anche le pretese di danni *ex art.* 2043 c.c. «non promosse per inerzia o per insufficiente documentazione o promosse e non concluse o di ricorsi per Cassazione caduti nell'oblio nella talora lunga attesa che siano rimessi al collegio»; analogamente, G. NICCOLINI, *Contributo allo studio del bilancio finale*, cit., 191 s.; M. SPERANZIN, *Successione dei soci*, cit., 256.

<sup>43</sup> Fra molti, D. DALFINO, *“Venir meno”*, cit., 1246 s.; P.F. MONDINI, *Art. 2495*, cit., 3000, che sottolinea la scarsa coerenza con la ridotta ammissibilità nell'ordinamento di manifestazioni tacite di volontà ravvisate in contegni concludenti, oltre alla svalutazione dell'elemento soggettivo dell'effettiva contezza dell'esistenza del diritto da parte del liquidatore.

<sup>44</sup> Con la conseguenza che ai creditori sociali, visto il pregiudizio che può loro derivarne (specialmente, G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite*, cit., 562), dovrebbe essere riconosciuta adeguata tutela. Per una prima opinione, potrebbe utilizzarsi lo strumento dell'azione surrogatoria: C. CONSOLO e F. GODIO, *Le Sezioni Unite sull'estinzione di società: la tutela creditoria “ritrovata” (o quasi)*, in *Corr. giur.*, 2013, 703, che riconoscono la necessità di passare per un'interpretazione elastica dell'art. 2900 c.c.; diversamente, in favore dell'ingiustificato arricchimento, A. ZORZI, *L'estinzione delle società di capitali: la sorte di «mere pretese» e «crediti illiquidi»*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 261 s., secondo cui si esorbita dall'ambito dell'azione surrogatoria, mentre quella revocatoria creerebbe un inconcepibile disordine nel sistema rendendo inefficace la cancellazione della società solo per alcuni soggetti (quelli che esercitano la relativa azione), per cui l'unica possibilità per i creditori sociali, nel caso di cancellazione non volontariamente abdicativa, dovrebbe essere quella di esperire l'azione di arricchimento senza causa contro il debitore sociale che si vede liberato per effetto della cancellazione.

Cfr., altresì, M. SPERANZIN, *Successione dei soci*, cit., 257, che dubita quantomeno dell'esperibilità dell'azione revocatoria e richiama piuttosto l'applicazione delle norme in tema di divisione, e quindi dell'art. 762 c.c. – concernente il supplemento della divisione in caso di omissione di uno o più diritti o beni (dal piano di riparto) – in virtù del quale sarebbe concessa ai creditori sociali un'azione anche sull'attivo sopravvenuto o successivamente accertato.

<sup>45</sup> Per questa riflessione, A.A. DOLMETTA, *Cancellazione della società e «sopravvenienza» di crediti*, in *ilcaso.it*, 8/12/19, 8 ss., secondo cui anche quando l'omissione è frutto di una scelta consapevole potrebbe ritenersi che la stessa abbia ad oggetto non già la dismissione del credito, bensì soltanto la mancata inclusione nel bilancio finale; G. GUERRIERI, *Cancellazione della società, rinuncia alle attività e sopravvenienze attive*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 612 ss.; G. NICCOLINI, *Sulla rinuncia ai crediti sociali in conseguenza della cancellazione della società dal registro delle imprese*, in *Foro it.*, 2020, I, 3541 s., il quale segnala, altresì, il pregiudizio che può derivare dalla supposta rinuncia tanto ai creditori sociali, quanto a quelli personali.

<sup>46</sup> Lo sostiene, dopo attenta indagine, Cass., 22 maggio 2020, n. 9464, in *ilcaso.it*.

mai parlarsi di rinuncia tacita dei crediti, perché non si ha cancellazione volontaria, né approvazione del bilancio finale.

Infine, quanto al rapporto con la liquidazione giudiziale, la persistenza di possibili debiti è compatibile con l'apertura della procedura ai sensi dell'art. 33 c.c.i.i.; e, al pari di quanto rilevato rispetto all'ipotesi prevista dal comma 6° dell'art. 2490 c.c.<sup>47</sup>, il carattere ufficioso della cancellazione derivante dallo scioglimento senza liquidazione permette di applicare l'art. 33, comma 3°, c.c.i.i., dove si consente al creditore ed al pubblico ministero – non diversamente dal vecchio art. 10, comma 2°, l. fall. – di provare la prosecuzione dell'impresa, al fine di dimostrare la data di effettiva cessazione dell'attività.

---

<sup>47</sup> E v. Ant. ROSSI, C. PASQUARIELLO, *Scioglimento*, cit., 605 s.



PARTE III

LA *GOVERNANCE* NELLE SOCIETÀ  
BANCARIE, ASSICURATIVE E FINANZIARIE



# LE NORME EUROPEE SULLA *CORPORATE GOVERNANCE* DELLE BANCHE: UN RITORNO ALL'ANTICO?

di *Concetta Brescia Morra*

SOMMARIO: 1. Premessa: i tratti essenziali del modello di *corporate governance* europeo. – 2. Amministratori competenti e onesti. – 3. La segregazione di funzioni nel cda. – 4. Sul Consiglio di amministrazione e sulle sue competenze collegiali. – 5. *L'enforcement delle norme*. – 6. Conclusioni.

1. *Premessa: i tratti essenziali del modello di corporate governance europeo*. – La disciplina speciale delle banche ha dato luogo a un dibattito lungo quasi un secolo sulla natura dell'impresa bancaria. La legge bancaria del 1936 aveva assoggettato le banche a un sistema di controlli pubblici molto penetrante e all'art. 1 esordiva affermando che “La raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico regolate dalle norme del presente decreto”. Il quadro normativo aveva indotto uno studioso come Massimo Severo Giannini a definire il settore “ordinamento sezionale del credito”<sup>1</sup>.

Giuseppe Ferri<sup>2</sup> in uno scritto del 1975 aveva avanzato dubbi sull'applicabilità alle s.p.a. bancarie delle norme societarie a tutela della posizione soggettiva dei soci. Nel pensiero di Ferri la “funzione di interesse pubblico” dell'attività bancaria era un elemento della struttura organizzativa della società e come tale necessariamente condizionava la posizione di coloro che della struttura organizzativa fanno parte. La categoria dei risparmiatori che apportano la maggior parte del capitale necessario all'esercizio dell'attività, più che gli azionisti con il capitale, era un logico presupposto di questo ragionamento. Quindi, ad avviso di Ferri, la posizione del socio era quella di “interesse legittimo” e non di “diritto soggettivo”. Diversamente, secondo Visentini<sup>3</sup>, all'epoca di questo dibattito giovane allievo di Ferri, l'indicazione dell'interesse pubblico nella legge serve all'interprete per individuare e delimitare l'ambito di incidenza dei poteri amministrativi attribuiti alla Banca d'Italia e per modulare la sua discrezionalità. La posizione del socio di una s.p.a., una volta costituita, si presenta, di regola, come quella del titolare di diritti soggettivi. Solo in casi eccezionali, a fronte dell'esercizio di singole potestà amministrative la posizione degli azionisti può regredire a quella di interesse legittimo. Di conseguenza, Visentini riteneva che il socio potesse tutelare la sua posizione all'interno dell'organizzazione societaria con tutti i poteri previsti dal Codice ci-

---

<sup>1</sup> M.S. GIANNINI, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, V, 1949, 112 e ss.

<sup>2</sup> G. FERRI, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, I, 1975, 3-16.

<sup>3</sup> G. VISENTINI, *Disciplina delle società e legislazione bancaria*, Milano, 1971.

vile, come le impugnazioni delle delibere (ad esempio per falso in bilancio) ed anche attivando l'art. 2409 a fronte di irregolarità nella gestione.

Il dibattito contenuto in questi scritti appariva superato negli anni in cui è stato approvato il Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, di seguito t.u. bancario). Il nuovo impianto regolamentare, tuttora vigente, stabilisce che l'attività bancaria ha natura di impresa (art. 10) e contiene altri indici in favore del riconoscimento di diritti soggettivi in capo al socio delle società bancarie.

Il riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività bancaria sul piano legislativo è stato accompagnato da un processo di riforma dei modi di esercizio dei controlli pubblici che hanno ridotto il peso, a fini interpretativi, degli aspetti sintomatici della natura pubblicistica dell'attività bancaria. A partire dalla seconda metà degli anni Ottanta del Novecento sono state modificate in maniera radicale le regole sull'accesso al settore bancario, abbandonando i criteri autorizzativi discrezionali in favore della fissazione di condizioni generali e obiettive. I poteri autorizzativi delle autorità, che incidavano sulle singole scelte gestionali, sono fortemente diminuiti; sono state introdotte regole che impongono la creazione di presidi patrimoniali atti a proteggere l'attività bancaria dai rischi tipici. Il cambiamento di impostazione dei controlli, con l'arretramento della discrezionalità e criteri oggettivi per il rilascio autorizzazione esercizio attività bancaria, mostrano un sistema di controlli pubblici più compatibile rispetto al passato con l'esercizio di una attività di impresa<sup>4</sup>.

La crisi finanziaria globale del 2007-2010 ha indebolito i sostenitori del libero mercato nel settore bancario e ha indotto legislatori e autorità a adottare controlli pubblici sulle banche più rigorosi e più invasivi nelle scelte imprenditoriali. Le norme oggetto di questo studio sembrano proprio un indice di questo percorso a ritroso nella storia. Le disposizioni di *corporate governance*, che oggi trovano ampio spazio nella disciplina europea, sono un esempio di questo cambio di approccio. Le peculiarità della disciplina europea sulla governance delle banche appaiono riassumibili in tre principi: i singoli consiglieri e il Consiglio di amministrazione nel suo insieme devono possedere competenze specifiche; nel governo delle banche deve essere tracciata una chiara separazione funzionale fra chi ha ruoli di controllo e chi ha ruoli esecutivi; una serie ampia di scelte devono essere rimesse obbligatoriamente a decisioni collegiali.

Nei prossimi paragrafi vogliamo indagare se l'impianto delle nuove regole cambi in maniera radicale il rapporto diritto comune/diritto speciale al punto da far commentare al professor Montalenti che sia in atto uno "incontro/scontro" fra diritto comune e norme bancarie<sup>5</sup>. È indubbio che queste norme per la loro minuziosa attenzione a tutti gli aspetti della governance si contrappongono al modello liberale del Codice civile che lascia all'imprenditore la scelta della propria organizzazione interna. Il punto che vogliamo verificare è se questo corpo di norme possa indurre a ritenere che la gestione delle banche sia ascrivibile ad un modello di organizzazione dell'attività di impresa che

<sup>4</sup> Cfr. su questi aspetti C. BRESCIA MORRA, *La società per azioni bancaria. Proprietà e gestione*, Milano, 2000, *passim*.

<sup>5</sup> P. MONTALENTI, F. RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, 782. Cfr. sul punto anche P. MONTALENTI, *La corporate governance bancaria oggi: profili generali*, in *La banca nel nuovo ordinamento europeo*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, 2018, *passim*.



si allontana in maniera sostanziale da quello disegnato dal Codice civile per le società di capitali<sup>6</sup>.

Sul piano del metodo è d'obbligo una premessa: lo scritto concentra l'analisi solo sulle norme contenute nella direttiva europea sull'accesso all'attività bancaria del 2013, come modificata nel 2019<sup>7</sup>. In essa infatti sono disegnati i tratti essenziali di una disciplina speciale della governance che è poi oggetto di specificazione nelle disposizioni dell'Autorità bancaria europea (ABE) e nelle disposizioni nazionali. Peraltro, le disposizioni dell'ABE o le norme nazionali, limitandosi a dettagliare i principi contenuti nella direttiva, non aggiungono argomenti a supporto della nostra tesi, né ci sembra che contengano argomenti che possano confutare le nostre conclusioni.

2. *Amministratori competenti e onesti.* – Numerose disposizioni della direttiva 2013/36/UE sono dedicate ai requisiti degli amministratori (artt. 91 e 88). La maggior parte delle norme mira a individuare persone competenti per lo specifico ruolo che esse devono svolgere (anche se non si tratta di amministratori esecutivi), che abbiano tempo adeguato da dedicare allo svolgimento dei compiti loro assegnati e che non abbiano conflitti di interesse. Non si tratta solo delle norme dedicate ai requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza. Anche attraverso una dettagliata descrizione dei compiti del comitato nomine, appare evidente che le norme europee mirano soprattutto a individuare le persone appropriate a svolgere i diversi compiti, nonché ad assicurare la *diversity* nella composizione del board. La necessità di attenzione ai requisiti dei componenti il board viene sollecitata dalle norme non solo nella fase di selezione (e di valutazione periodica delle politiche di selezione), ma anche prescrivendo un riesame periodico, almeno annuale, delle conoscenze, delle competenze e dell'esperienza di ogni singolo membro dell'organo di gestione. Altre norme fanno riferimento all'organo gestionale nel suo insieme, come ad esempio la disposizione in cui si afferma che "l'organo di gestione possiede collettivamente conoscenze, competenze e esperienze adeguate a essere in grado di comprendere le attività dell'ente, inclusi i principali rischi. La composizione complessiva dell'organo di gestione riflette una gamma sufficientemente ampia di esperienze".

Alcune di queste disposizioni, nel cercare di individuare le qualità degli amministratori, appaiono frutto di uno spirito "calvinista" che sembra ricalcare più un precetto religioso o morale che un precetto normativo. In tal senso, si segnala la disposizione in cui si afferma che "ciascun membro dell'organo di gestione agisce con onestà, integrità e indipendenza di spirito in modo da poter valutare e mettere in discussione efficace-

---

<sup>6</sup> Le norme successive alla crisi finanziaria globale hanno posto all'attenzione degli studiosi anche negli ordinamenti anglosassoni, il dubbio su come si conciliano gli interessi pubblici sottesi alle norme speciali sulle banche con quelli private su cui si basa la *corporate governance* delle società per azioni. Si vada sul punto, A. KOKKINS, *A primer on corporate governance in banks and financial institutions. Are banks special?*, in I.H.-Y. CHIU (ed.), *The law of corporate governance in banks*, Edward-Elgar Publishing, Cheltenham (UK)-Northampton (USA), 2015, 1-41.

<sup>7</sup> Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la Direttiva 2002/87/CE e abroga le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, come modificata nel 2019 dalla Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019.

mente, se necessario, le decisioni dell'alta dirigenza" (art. 91, par. 8). Anche l'attenzione alla *diversity* nella composizione del board risponde a nostro avviso più a esigenze di equità di trattamento fra uomini e donne, ossia a un principio di "fairness", piuttosto che all'esigenze di selezionare persone con competenze adeguate a ricoprire specifici compiti. Su questo aspetto gli studi che dimostrano risultati economici migliori delle società in cui sono rispettati criteri di *gender equality* presentano risultati ambigui<sup>8</sup>. Certamente, possiamo affermare che la prassi mostra approcci diversi ai problemi e a come risolverli da parte di uomini e donne; di conseguenza, una composizione più equilibrata sul piano del genere può favorire un più proficuo svolgimento dei lavori del consiglio di amministrazione.

In definitiva, a nostro avviso, l'insieme delle disposizioni sui requisiti dei singoli consiglieri e del board nel suo insieme, pur deviando dallo schema civilistico del diritto societario che lascia grande libertà di autorganizzazione, non si traducono in deroghe all'ordinamento privatistico. Si tratta di norme che impongono come vincolanti "buone pratiche", "cautele" che l'imprenditore dovrebbe naturalmente porre in essere per assicurare il buon andamento della gestione. Siamo in presenza di un regolatore particolarmente puntiglioso, a tratti "etico" (l'art. 91, par. 12, ha cura di precisare che l'Autorità Bancaria Europea (ABE) deve emanare orientamenti in tema di "onestà"), ma non certo di un intervento pubblico che stravolge il modello di società per azioni dedita al profitto, come delineata dal Codice civile.

3. *La segregazione di funzioni nel cda.* – Un altro perno del nuovo impianto normativo è rappresentato dalla separazione delle funzioni nell'organizzazione o "*segregation of duties*" in inglese, affermata come principio, ma di cui ci sono poche tracce nel testo delle norme seguenti, con l'eccezione di due casi. In primo luogo, secondo l'art. 88, par. 1, lett. e) della direttiva il Presidente dell'organo di gestione, nella sua funzione di supervisione strategica dell'ente, non deve esercitare simultaneamente le funzioni di Amministratore delegato in seno allo stesso ente, a meno che non sia giustificato dall'ente e autorizzato dalle autorità competenti. In secondo luogo, gli Stati membri assicurano che gli enti che sono significativi per dimensioni, organizzazione interna e natura, ampiezza e complessità delle attività istituiscano un Comitato per le nomine, composto da membri dell'organo di gestione che non esercitano funzioni esecutive in seno all'ente interessato (art. 88, par. 2).

La segregazione delle funzioni, in particolare quella che impone un ruolo neutrale al Presidente del consiglio di amministrazione è una deroga incisiva ai modelli organizzativi adottati nelle prassi operative non solo nel nostro paese, ma anche in altri ordinamenti europei, come quello francese. Questa norma, inoltre, si scontra con la circostanza che il Presidente, al pari dell'Amministratore delegato, in società diverse dalle *public companies*, fanno entrambi riferimento alla stessa maggioranza azionaria. In parti-

---

<sup>8</sup>Una analisi della letteratura economica sulla diversità di genere nei board delle imprese si trova in BANCA D'ITALIA, *Analisi di impatto della regolamentazione. L'introduzione delle quote di genere nelle disposizioni sul governo societario delle banche e dei gruppi bancari*, in *Relazione AIR governance.pdf* ([bancaitalia.it](http://bancaitalia.it)). Il documento in particolare evidenzia come la letteratura sugli effetti sulla performance delle imprese della presenza femminile nei board non è giunta a risultati univoci.

colare, in Italia, un paese in cui anche le società quotate sono caratterizzate da un capitale concentrato nelle mani di uno o pochi azionisti, in genere legati da patti parasociali, l'imposizione di un ruolo "neutrale" al Presidente del Consiglio di amministrazione appare uno schermo formale più che sostanziale. Resta fermo che, attraverso una adeguata procedimentalizzazione dei lavori del Consiglio, è possibile valutare *ex post* se il Presidente abbia svolto in maniera corretta questo compito soprattutto alla luce del suo ruolo cruciale nel mettere a disposizione con adeguata tempistica tutti i documenti e le informazioni di cui i consiglieri hanno bisogno per una decisione informata.

Anche in questo caso il legislatore europeo limita la libertà di scelta dell'imprenditore bancario fra diversi possibili modelli organizzativi della gestione societaria, tutti legittimi secondo le disposizioni civilistiche, ma non impone un modello incompatibile con le regole del mercato.

4. *Sul consiglio di amministrazione e sulle sue competenze collegiali.* – Molte disposizioni previste nella sottosezione della direttiva dedicate alla *governance* mirano a favorire una gestione collegiale su importanti aspetti dell'organizzazione e dell'attività. In particolare, l'art. 88, par. 1, lett. a) prevede che "l'organo di gestione deve avere la responsabilità generale dell'ente e approvare e sorvegliare l'attuazione degli obiettivi strategici, della strategia in materia di rischi e della *governance* interna dell'ente". Gli obiettivi strategici sono un elemento nevralgico della gestione societaria e quindi secondo le norme europee non possono essere affidati a scelte autonome dell'Amministratore delegato, ma devono essere discusse ed approvate in maniera collegiale<sup>9</sup>. All'organo di gestione vengono inoltre affidate funzioni specifiche. In particolare, sempre secondo l'art. 88, par. alle lett. b), c) e d), l'organo di gestione deve garantire: l'integrità dei sistemi di contabilità e di rendicontazione finanziaria, compresi i controlli finanziari e operativi e l'osservanza delle disposizioni legislative e delle norme pertinenti; deve sorvegliare il processo di informativa e la comunicazione; deve essere responsabile di assicurare un'efficace sorveglianza sull'alta dirigenza. L'individuazione del Consiglio come responsabile di vari aspetti dell'organizzazione e della gestione sembra indicare che al collegio nel suo insieme spettino anche delle funzioni operative. In realtà, ci sembra che in linea con quanto avviene già nelle prassi operative societarie, in coerenza con i principi civilistici, al Consiglio spetta il compito di stabilire adeguate regole interne per assicurare questi obiettivi, in particolare attraverso la messa a punto di un sistema organizzativo di controlli interni, che faccia capo all'organo collegiale e non alla direzione operativa<sup>10</sup>. Anche la norma che prescrive che il Presidente dell'organo collegiale, che esercita la funzione di gestione strategica della banca, non deve esercitare contemporaneamente funzioni di Amministratore delegato (*chief executive officer* nella versione inglese) mira evidentemente, come sopra precisato, a preservare il ruolo neutrale del soggetto al vertice dell'organo che deve decidere collegialmente le decisioni più importanti e strategiche.

<sup>9</sup> Su quest'approccio si veda C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di "organo con funzione di supervisione strategica"*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2015, 485 ss.; F. RIGANTI, *Cassazione civile e amministratori non esecutivi di banca: una questione di «sistema»?», in *Giur. comm.*, 2017, 549 ss.*

<sup>10</sup> Sul punto cfr. F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle banche tra collegio sindacale e funzioni aziendali*, in *Giur. comm.*, 2019, 1447 ss.

Il rifiuto di un modello di accentramento del potere nelle mani degli amministratori esecutivi è poi esplicitamente sottolineato nell'ambito delle disposizioni della direttiva dedicate al Comitato nomine che nell'esercizio delle sue funzioni: "tiene conto, per quanto possibile e su base continuativa, della necessità di assicurare che il processo decisionale dell'organo di gestione non sia dominato da un singolo o un gruppo ristretto di persone in un modo che pregiudichi gli interessi dell'ente nel suo insieme" (art. 88, par. 2).

L'accentramento di potere è considerato fonte di possibili distorsioni nella gestione che potrebbe deviare in maniera incontrollata verso interessi personali dell'Amministratore delegato rispetto agli interessi della società nel suo insieme di cui gli altri membri del Consiglio di amministrazione siano rappresentati<sup>11</sup>. Il legislatore bancario non ha solo di mira evitare possibili comportamenti fraudolenti dell'Amministratore delegato che effettua scelte gestionali che possano produrre un beneficio personale diretto a danno della società. Per questi casi ci sono le norme sui conflitti di interesse e le norme che sanzionano condotte illecite sul piano amministrativo e penale<sup>12</sup>. Le norme bancarie in discorso considerano che decisioni collegiali possano assicurare una gestione corretta e una assunzione dei rischi più ponderata, pur nel contesto di una cornice societaria in cui anche le società bancarie devono mirare al profitto. Si tratta in realtà di una scelta che ha origini lontane nell'ordinamento europeo. In tal senso, si ricorda in primo luogo la prima direttiva comunitaria in materia creditizia (77/780/CEE) che, nel fissare le condizioni necessarie per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, prescriveva "la presenza di almeno due persone che determinino effettivamente l'orientamento dell'attività dell'ente creditizio". Si tratta del principio dei "Vier-Augen-Prinzip", che ha origine nell'ordinamento tedesco<sup>13</sup>. A questa regola di carattere organizzativo, si accompagnava la prescrizione per le persone che gestiscono l'impresa bancaria di requisiti di onorabilità ed esperienza adeguata all'esercizio delle funzioni, come ricordato nel precedente paragrafo.

L'assetto dei rapporti interni fra gli organi di gestione delineato nelle disposizioni della direttiva presenta al vertice del sistema il Consiglio di amministrazione, quale organo che dovrebbe dare le linee strategiche gestionali principali e controllare la realizzazione delle stesse. In altri termini, il Consiglio di amministrazione ha un ruolo operativo importante e non dovrebbe limitarsi alla ratifica di scelte affidate all'Amministratore delegato o al Direttore generale. Quest'impostazione indica chiaramente che le norme europee richiedono che la dialettica gestionale dovrebbe avvenire all'interno del Consiglio di amministrazione. Si tratta, peraltro, di indicazioni poco attente alla dinamica gestionale che realmente si realizza nella gran parte delle società italiane, anche bancarie. L'iniziativa per le decisioni più rilevanti e la definizione dei principali indirizzi gestionali è di fatto in capo ad organi delegati, per lo più un Amministratore delegato. Non a caso le norme sul Consiglio di amministrazione del Codice civile, nel defi-

<sup>11</sup> Su questi aspetti A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, 1165 ss.

<sup>12</sup> Cfr. M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2014, 447 ss.

<sup>13</sup> A. GIGLIOBIANCO, *Monarchia, diarchia, "poliarchia", nelle grandi banche italiane: uno schizzo storico*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2004, 79 ss.

nire i compiti di quest'organo, prevedono ampia possibilità di delega delle competenze e sottolineano maggiormente il ruolo del Consiglio di amministrazione quale controllore dell'operato degli organi delegati (art. 2381 c.c.).

Certamente l'esigenza di una corretta dialettica gestionale sembra affermata anche nell'ordinamento societario, in particolare nelle norme che disciplinano le società quotate. Queste ultime prescrivono, infatti, la nomina di amministratori di minoranza o, comunque indipendenti. Queste ultime norme peraltro tendono a rafforzare un controllo efficace e indipendente da parte dei semplici consiglieri nei confronti dell'Amministratore delegato. Le speciali norme bancarie diversamente non mirano solo a un migliore controllo dell'operato dell'Amministratore delegato, ma indicando che alcune decisioni debbano essere collegiali, riducono di fatto le competenze dell'Amministratore delegato e mostrano una chiara ostilità per l'accentramento del potere nelle mani di un solo uomo. Si tratta di una scelta di politica legislativa in cui lo Stato (in questo caso le istituzioni europee) indicano una preferenza fra i possibili modelli imprenditoriali.

Non si tratta di un dibattito nuovo. Già Maffeo Pantaleoni nel 1985<sup>14</sup> affermava che «contestiamo la tesi [...] di coloro che non ammettono dittature in aziende [...] vi è tutto un genere di imprese che durano soltanto quanto dura l'uomo che sa farle agire e che ne sa condurre il timone in mezzo a lotte d'ogni genere, a concorrenze spietate, a crisi economiche, a rivolgimenti industriali e politici. [...] Non vale qualsiasi ordinamento esteriore, qualsiasi complesso di regole, di norme, di abitudini e criteri, posseduti o osservati da corpi collegiali, a sostituire l'uomo e l'azione sua, rapida, sicura, audace, e a suo giudizio intuitivo o ragionato, comprensivo di una situazione e discernitore in essa della entità e direzione delle varie forze che la compongono. [...] I corpi collegiali sono incapaci nell'agire, sono deboli e incerti perfino nel deliberare. Li paralizzano gli attriti. Non può raccogliere l'adesione unanime che quel parere che è tale da riuscire compreso anche dal più microcefalo tra i membri del congresso. La forza intellettuale e morale di cui è capace un consiglio va misurata come quella di una catena, cioè soltanto dalla tensione a cui può reggere l'anello più debole. [...] Le aziende commerciali non si possono reggere a modo di governo parlamentare. È diverso il loro scopo. Un governo non ha quello di far ricchi i suoi governanti. Non potrebbe averlo, poiché non può che togliere agli uni per dare agli altri. [...] Anche la Banca Nazionale era una cosa sola col Bombrini, nei tempi in cui le burrasche erano grosse. E allora fu prospera. Dipoi, sotto Grillo, non fu più ombra di cesarismo, ma la Banca andò in malora [...] e ciò in tempi di prosperità, in tempi calmi, in cui a farlo apposta non si sarebbe riuscito con maggiore perfezione all'intento... Anche il Bombrini forse non fu sempre un santo o un savio, come non lo furono sempre santi e savii i dominatori del Mobiliare, e l'autocrazia del Bombrini non fu priva di inconvenienti. È noto che egli lasciasse alla Banca Nazionale uno scoperto di sedici milioni e mezzo per prestiti fatti allo stabilimento Ansaldo, che poi era roba sua. Ed è noto che i figlioli accettarono l'eredità paterna con beneficio d'inventario. Ma è pure noto che il Consiglio della Banca reputasse, e giustamente reputasse, essere state tante le benemerienze del Bombrini, che convenisse votare il condono del debito di sedici milioni e mezzo. E col parere nel quale venne il Consiglio della Banca non può non essere d'accordo ogni uomo assennato ed equanime».

Non tutti la pensavano allo stesso modo anche in quell'epoca. Scriveva Walter

---

<sup>14</sup> *La caduta della Società Generale di Credito Mobiliare Italiano*, 1895, rist. Roma, 1998, 87.

Bagehot<sup>15</sup> a proposito del consiglio di amministrazione delle banche: «These directors are only employing on the business of the bank the vacant moments of their time and the spare energies of their minds». E aggiungeva, con preoccupazione, riguardo alla conseguente inevitabile concentrazione degli affari in mano di una sola persona: «Many unhappy cases have proved this to be very dangerous. Even when the business of joint stock banks was far less and when the deposits entrusted to them were very much smaller, a manager sometimes committed frauds which were dangerous, and still often made mistakes that were ruinous».

Certamente i ragionamenti “bonari” svolti da Pantaleoni sul Bombrini appaiono inaccettabili nei tempi moderni in cui le società sono tenute a un rigoroso rispetto di norme sui conflitti di interesse che sono presidiate anche da sanzioni penali. D’altro canto, non ci sono studi che dimostrino che il modello imprenditoriale accentrato nelle mani di un Amministratore delegato, se soggetto a rigorosi ed efficienti meccanismi di controllo del suo operato, come quelli previsti dalle moderne norme societarie (ivi comprese quelle che impongono la nomina di amministratori indipendenti), dia luogo a risultati economici peggiori di un modello imprenditoriale in cui le decisioni cruciali, come quelle sulla strategia aziendale siano affidate a una decisione collegiale. In ragione di queste considerazioni si può ritenere che l’intrusione del legislatore europeo nel campo delle scelte economiche possa essere ritenuta eccessiva e non proporzionata, prevedendo una misura non “necessaria” al raggiungimento dello scopo da perseguire, ossia una sana e prudente gestione. Peraltro, ancora una volta dobbiamo concludere che si tratta di una limitazione delle possibilità di scelta dell’imprenditore bancario e non di una devianza che possa distorcere il modello capitalistico della società per azioni.

5. *L’enforcement delle norme.* – A fronte dell’ampio novero di disposizioni di vigilanza prudenziale sopra descritto, l’ordinamento bancario post crisi finanziaria globale prevede anche poteri delle autorità amministrative particolarmente incisivi per assicurarne il rispetto, che non si limitano ad interventi sanzionatori.

Il governo delle banche è oggetto di valutazione in sede di vigilanza prudenziale, in particolare nell’ambito della revisione annuale della gestione svolta dalle autorità di vigilanza oggi denominata *Supervisory review and evaluation process* (Srep), che segue gli standard stabiliti con l’accordo di Basilea 2 e aggiornati con l’accordo di Basilea 3. Lo Srep viene condotto al fine di accertare che le banche e i gruppi bancari si dotino di presidi patrimoniali e organizzativi appropriati rispetto ai rischi assunti, assicurando così l’equilibrio gestionale. Lo Srep mira a formulare un giudizio complessivo sulla banca e ad attivare, ove necessario, le opportune misure correttive. Secondo la “guida alla vigilanza bancaria” emanata nel 2014 dalla Banca Centrale Europea (Bce) lo Srep è basato non solo su dati quantitativi (come il capitale, la liquidità ecc.), ma anche sull’apprezzamento da parte dell’autorità di vigilanza di aspetti qualitativi della gestione, come il “modello imprenditoriale” o “l’organizzazione” che lasciano ampi margini discrezionali alle stesse autorità di vigilanza. Inoltre, come si legge sul sito della Bce, per illustrare contenuti e metodi dello Srep, quest’ultima esercita questo potere sulla base di una “interpretazione olistica” dei risultati dei singoli profili. Ciò significa

---

<sup>15</sup> *Lombard Street: a description of a money market*, London, 1878, 258.

che l'autorità di vigilanza può attribuire diverso peso ai vari profili della gestione sulla base della situazione complessiva della banca. Lo Srep, inoltre, serve a identificare in maniera tempestiva e su base continua l'esigenza di adottare misure correttive. Di conseguenza, l'autorità di vigilanza, secondo le norme europee, può richiedere alle banche una pluralità di interventi che possono intensificarsi in relazione al peggioramento delle condizioni dell'intermediario.

Il nuovo quadro normativo mostra che le autorità hanno poteri molto incisivi sulla gestione che possono toccare anche direttamente le scelte tipiche societarie, come la distribuzione degli utili, ovvero la struttura organizzativa, come indica la possibilità di rimuovere un membro del consiglio di amministrazione legittimamente nominato dall'assemblea. Inoltre, ai fini dello studio del nostro tema, ossia come le nuove regole incidano sui diritti dei soci, ci sembra rilevante che questi interventi, come prima sottolineato, non siano più disciplinati come la reazione dell'autorità a fronte di una banca in difficoltà, se non di precrisi. A dimostrazione di questa considerazione si ricorda che oggi le autorità di vigilanza, possono disporre la rimozione di uno o più esponenti aziendali, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio per la sana e prudente gestione della banca.

Nel nuovo quadro normativo è chiaro che si tratta di ordinaria amministrazione per le autorità di vigilanza con la conseguente espansione della discrezionalità delle stesse, in controtendenza rispetto alle riforme degli anni Novanta del Novecento. Quest'evoluzione dei metodi operativi della vigilanza, che può incidere sui modelli di governance societari, può essere letta come un arretramento della posizione giuridica dei soci della società per azioni bancaria. Come, peraltro, proviamo a riassumere meglio nelle conclusioni, non ci sembra che questi indizi siano sufficienti per prefigurare un allontanamento sostanziale della società per azioni bancaria dal modello civilistico.

6. *Conclusioni.* – Il legislatore bancario europeo si sostituisce all'imprenditore nelle scelte organizzative e gestionali su come sia più opportuno mirare al profitto nel timore che il perseguimento di quest'ultimo, in maniera incontrollata, possa condurre a gestioni fallimentari. Siamo in presenza di un legislatore paternalista che effettua scelte sulla cui saggezza o opportunità si può certamente discutere, ma che non sembra prevedere deroghe a principi essenziali del modello civilistico. Il regolatore sceglie fra varie possibili alternative che gli imprenditori hanno a loro disposizione ed esprime la sua preferenza vincolante per una di esse. Possiamo quindi ritenere che le norme bancarie non sembrano stabilire una "devianza" incompatibile con il modello di società per azioni come intesa nelle moderne economie<sup>16</sup>. Resta fermo che siamo in presenza di un intervento pubblico molto intrusivo nelle scelte economiche e imprenditoriali attraverso l'indicazione di preferenze precise su modelli gestionali, che non sempre appaiono pienamente giustificate in un'ottica di perseguimento degli obiettivi pubblici della sana e

---

<sup>16</sup>C. FRIGENI, *Governance bancaria e profili di specialità del diritto societario italiano. Le banche organizzate secondo il modello tradizionale: il consiglio di amministrazione*, in *Osservatorio Monetario*, a cura di Associazione dello Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del Sacro Cuore, 1, 2016, 19-33; F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in L. DE ANGELIS, G. MARTINA, A. URBANI (a cura di), *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Padova, 2015, 89 ss.

prudente gestione, come tassello per garantire nel lungo termine stabilità finanziaria. Un legislatore più parco nell'offrire soluzioni ideali in materia di modelli di governance, in coerenza con i principi liberisti su cui si fondano le economie di mercato, non significa necessariamente una vigilanza debole. Misure rigorose di *early intervention* da parte delle autorità di vigilanza quando si verifica un deterioramento delle condizioni economiche di una banca possono essere sufficienti per prevenire le crisi, anche senza il sovrabbondante sistema di condizionamenti *ex ante* del governo societario che abbiamo provato a descrivere in questo scritto.



# LA CORPORATE GOVERNANCE BANCARIA: ANNOTAZIONI COMPARATIVISTICHE E NUOVE PROSPETTIVE

di Vito Bevivino

SOMMARIO: 1. Il diritto speciale bancario come diritto anticipatore. – 2. La selezione dei formanti: il diritto speciale delle banche in Francia e la letteratura statunitense. – 3. L'adattamento del diritto societario al diritto bancario in Francia. – 4. La specialità della banca nel diritto francese. – 5. Il rafforzamento del *contrôle intern* come misura di *gouvernement d'entreprise*. – 6. L'introduzione all'interno del *Code Monétaire et Financier* della sezione relativa alla *Gouvernance des établissements de crédit et des sociétés de financement*. – 6.1 Il rafforzamento del consiglio di amministrazione. – 6.2. La separazione delle funzioni di *président du conseil d'administration* e *directeur général*. – 6.3. Il rafforzamento della gestione del rischio. – 6.4. Il controllo della remunerazione. – 7. La non univocità dell'esperienza statunitense: dalla scoperta dell'insufficienza dei tradizionali strumenti di monitoraggio della gestione alla rilettura del modello di *corporate governance* in funzione dell'impresa bancaria. – 8. Le proposte della letteratura americana per la composizione e i requisiti dell'organo amministrativo bancario. – 9. Prospettive di sviluppo della considerazione della gestione bancaria.

1. *Il diritto speciale bancario come diritto anticipatore.* – Alla *corporate governance* delle società bancarie – nelle sue declinazioni di gestione e controllo – sono stati dedicati dal Professor Montalenti diversi studi e molte riflessioni<sup>1</sup>. Caratteristica pressoché costante di questi lavori è la considerazione rivolta alle anticipazioni di quei contenuti che il diritto societario delle banche può suggerire al diritto societario generale. L'idea che emerge da questi scritti è che la legislazione bancaria, pur ispirata a profili che risultano peculiarmente rivolti alla tutela del risparmio, sia «storicamente anticipatrice di ulteriori interventi in materia di emittenti quotati e di società di diritto comune»<sup>2</sup>. Si tratta di soluzioni sviluppate in specifici settori dell'attività d'impresa che pos-

---

<sup>1</sup> Solo per richiamarne alcuni dei più recenti, P. MONTALENTI, *La corporate governance bancaria: profili generali*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, Milano, 2018, 85 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nelle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in A. PRINCIPE (a cura di), *Il governo delle banche*, Milano, 2014, 53 ss., e in *Banca borsa titoli credito*, 2015, I, 707 ss., da cui si cita; ID., *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in V. CALANDRA BUONAURO, A. BARTOLACELLI, F. ROSSI (a cura di), *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e discontinuità*, Milano, 2014, 7 ss.

<sup>2</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *La corporate governance bancaria*, cit., 107 s.; ID., *Amministrazione e controllo nelle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, 727. Non si può dar qui conto del dibattito che in Italia è in corso sul valore della trasmissibilità delle esperienze maturate sul piano speciale bancario, ovvero, con maggiore articolazione, di quello finanziario. Aggrega l'analisi delle società quotate e di assicurazioni a quelle bancarie P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari*, cit., 7 s., il quale prende in esame le regole di diritto societario speciale della gestione e del controllo dell'impresa nella declinazione che assumono nel diritto bancario, degli emittenti quotati e delle assicura-

sono essere studiate per fornire all'interprete idee da elaborare, rimodulare, adattare in vista dell'applicazione al diritto comune, a patto che non si perda di vista il peculiare contesto nel quale sono nate.

I confini interpretativi che vengono così delineati consentono di introdurre le soluzioni presenti nei formanti giuridici stranieri per quegli ambiti del diritto delle società bancarie che riguardano la *governance*; la combinazione di diritto speciale normato e letteratura giuridica fornisce alcune chiavi di lettura: sebbene i due ambiti appaiano distanti, la condizione di comparabilità dei formanti giuridici appare oramai accettata a partire dall'idea della loro dissociazione e della possibilità della loro ricomposizione in funzione interpretativa<sup>3</sup>.

2. *La selezione dei formanti: il diritto speciale delle banche in Francia e la letteratura statunitense.* – In alcuni paesi, la regolazione del diritto delle banche è considerata un argomento di normazione speciale<sup>4</sup>, in altri viene modificato il diritto generale delle società per accogliere quello delle banche e creare medesime condizioni di concorrenza regolatoria<sup>5</sup>, senza però escludere che il diritto societario delle banche abbia una natura speciale<sup>6</sup>.

---

zioni, e specifica che esse sono non separate, ma diverse da quelle dell'influenza della vigilanza sul funzionamento interno delle società e delle imprese che operano nei settori vigilati.

<sup>3</sup> Sull'uso interpretativo della comparazione cfr. V. CARIELLO, *Comparazioni e interpretazione*, Torino, 2020, *passim*, 3 ss.; quanto alla dissociazione dei formanti e alla loro comparabilità in funzione interpretativa, v. R. SACCO, *Comparazione giuridica e conoscenza del dato giuridico positivo*, in ID. (a cura di), *L'apporto della comparazione alla scienza giuridica*, Milano, 1980, 241 ss., 253 ss., e ID., *Formante*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sez. civ.*, VIII, Torino, 1992, 438 ss.; circa la posizione dell'approccio nella teoria della comparazione, cfr. A. SOMMA, *Imparare dalla storia: riflessioni sul metodo del diritto comparato e sul ruolo dei suoi cultori*, in *Riv. it. sc. giur.*, 2018, 129 ss., 134 ss.

<sup>4</sup> In diversi paesi, da tempo, si svolgono considerazioni sull'opportunità di differenziare la disciplina della *governance* delle banche rispetto a quella delle altre imprese, si vedranno più avanti gli esiti della letteratura francese e statunitense. Riflessioni analoghe vengono svolte in Germania, dove, già a breve distanza dalla pubblicazione della Direttiva 2013/36/UE (generalmente indicata con l'acronimo CRD IV, ma qui a seguire CRD, si v. *infra* nt. 8), si è avanzata l'idea di un *Bankengesellschaftsrecht*, poiché «Auf diese Weise entsteht ein Komplex eng verwobener Normen privat-gesellschaftsrechtlicher, öffentlichrechtlich organisatorischer und aufsichtsrechtlicher Herkunft, die in ihrer Gesamtheit das Bankengesellschaftsrecht bilden», cfr. K. LANGENBUCHER, *Bausteine eines Bankengesellschaftsrecht. Zur Stellung des Aufsichtsrats in Finanzinstituten*, in *ZHR*, 2012, 652 ss., 663; e anche in arg. K.J. HOPT, G. WOHLMANNSTETTER (Hrsg.), *Corporate Governance von Banken*, München, 2011, *passim*; J.H. BINDER, *Vorstandshandeln zwischen öffentlichem und Verbandsinteresse (Pflichten- und Kompetenzkollisionen im Spannungsfeld von Bankaufsichts- und Gesellschaftsrecht)*, in *ZGR*, 2013, 760 ss.; per l'esperienza spagnola v. C. ALONSO LEDESMA, *La reforma del gobierno corporativo de las entidades de crédito*, in *Rev. de Derecho Bancario y Bursátil*, 141, 2016, 11 ss.

<sup>5</sup> Per superare lo svantaggio competitivo creato dal Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR, *infra*, nt. 16), che ha reso non classificabili come *common equity tier 1* (CET1) e *additional tier 1* (AT1) alcune condizioni degli strumenti di capitale incompatibili con il diritto tedesco, in Germania si è proceduto alla modifica dell'*Aktiengesetz* con l'*Aktienrechtsnovelle* 2016, in arg. *RegE Aktienrechtsnovelle*, 2016, BT-Drucks 18/4349 vom 18.3.2015, Anlage I, Begründung zu Art 1 Nr 16 (betr § 139 Abs 1 AktG), S 25; sul processo di modificazione T. BEZZENBERGER, G. BEZZENBERGER, § 139, in *GroßKomm AktG*, 5. Auf., Rn 15, nt. 21; per la determinazione della regolazione del contenuto degli strumenti di capitale, sia consentito il rinvio a V. BEVIVINO, *Libertà e limiti di conformazione dei privilegi di distribuzione attribuibili agli strumenti azionari di capitale primario di classe 1 delle banche europee*, in *Banca impresa società*, 2021, 291 ss.

<sup>6</sup> A riguardo v. K. LANGENBUCHER, *Bausteine eines Bankengesellschaftsrecht*, cit., 663; e sul rapporto tra i vari tipi societari utilizzabili per l'esercizio dell'attività bancaria v. U. NOACK, D. ZETZSCHE, *Bankaktienrecht und Aktienbankrech*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt*, Vol. II, Berlin, 2010, 2283 ss., 2292, per i

Dei paesi che regolano le banche in maniera speciale, se ne è scelti due, così da proporre un raffronto sghembo: quello tra la regolazione francese e la letteratura statunitense. Le ragioni della scelta sono legate alle differenze strutturali della regolazione societaria e alle conseguenti indicazioni interpretative che se ne possono ricavare<sup>7</sup>, e sono date dalle diverse modalità d'intervento e dall'idea che rendere le modalità con cui nei paesi europei interessati dall'applicazione della regolazione bancaria in materia di *governance* della Direttiva 2013/36/UE (*inde*, CRD)<sup>8</sup> può contribuire a sottolineare quel tanto di generale che la regolazione speciale prende in considerazione in ragione della tipologia di intervento che istituisce (almeno in Francia, nel *code monétaire e financier*) regole esclusivamente dirette alle banche. Il che permette quel tanto di verifica di quella concorrenza regolatoria che si può individuare alla base dei rapporti tra stati europei e che in altri suoi scritti il Maestro che si onora ha evidenziato come punto di contrasto e sviluppo della normazione europea<sup>9</sup>.

3. *L'adattamento del diritto societario al diritto bancario in Francia.* – Si è notato, in Francia<sup>10</sup>, che la riforma europea del diritto bancario ha comportato l'adattamento del diritto societario al diritto bancario e, per la parte che riguarda le istituzioni, ha posto le banche francesi (ed europee) di fronte a una scelta inevitabile il cui esito è stato quello di avviare e apportare profondi cambiamenti della struttura patrimoniale e di *governance*<sup>11</sup>.

---

quali le deroghe al diritto comune previsto per le banche costituite in forma di *Aktiengesellschaft* consentono lo svolgimento dell'attività bancaria in questa forma societaria, che altrimenti verrebbe superata sul piano della concorrenza regolatoria da altre forme giuridiche (come le Bank-KGs), «Es handelt sich um Sonderaktienrecht für Banken oder „Bankaktienrecht“. Das Bankaktienrecht ist tätigkeits- statt rechtsformbezogene Regulierung».

<sup>7</sup> Sul piano generale, P. MONTALENTI, *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in ID., *Impresa, società di capitali, mercati*, Torino, 2017, 36 ss.; e V. CARIELLO, *Confrontazioni e interpretazione*, cit.

<sup>8</sup> L'acronimo CRD (*Capital Requirement Directive*) si riferisce alla Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la Direttiva 2002/87/CE e abroga le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, e le sue successive modifiche. La Direttiva richiamata con l'acronimo CRD 3, che cronologicamente la precede, è la Direttiva 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, recante modifica delle Direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri delle autorità europee di vigilanza (Autorità bancaria europea; Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; ed Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati). Per una ricostruzione della disciplina bancaria nella prospettiva francese, v. P.H. CASSOU, *De la première directive bancaire à l'union bancaire: l'Europe bancaire en construction*, in *Revue d'économie financière*, 125, 2017, 85 ss.

<sup>9</sup> In arg. P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in P. MONTALENTI (a cura di), *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Milano, 2016, 91 ss., *passim*.

<sup>10</sup> In modo critico per le modalità con cui ciò è avvenuto, B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques: lorsque le droit des sociétés doit s'adapter au droit bancaire (transposition de la directive «CRD 4»)*, in *Revue des sociétés*, 2014, 335 ss., 335, il titolo del paragrafo richiama esplicitamente quello significativo del saggio da cui si avviano le riflessioni riportate nel testo.

<sup>11</sup> A riguardo si v. C. NOYER, *CRD IV est un atout pour les banques françaises et européennes*, in *Revue d'économie financière*, 112, 2013, 71 ss., 90.

In linea con le direttive che l'avevano preceduta, la direttiva CRD contiene una serie di misure relative al governo societario<sup>12</sup>. Alcune di esse erano già state recepite in Francia<sup>13</sup>, ma è l'*ordonnance n. 2014-158 du 20 février 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière* che ne traspone la maggior parte<sup>14</sup>.

In Francia<sup>15</sup>, da quel momento in avanti gli enti creditizi e le imprese di investimento sono soggetti a disposizioni vincolanti in materia di governo societario allo stesso modo delle altre banche stabilite nell'Unione europea. Si tratta di uno sviluppo importante per la regolazione bancaria perché, fino al momento dell'emanazione del pacchetto CRD<sup>16</sup>, le normative europee del settore contenevano solo norme non concordanti e

<sup>12</sup> In arg. B. LECOURT, *La directive "CRD 4" du 26 juin 2013 et les mesures ayant trait au gouvernement d'entreprise*, in *Revue des sociétés*, 2013, 654.

<sup>13</sup> Dalla *loi n. 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires*.

<sup>14</sup> Di recente, la Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la Direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale è stata trasposta sia tramite l'*Ordonnance n° 2020-1635 du 21 décembre 2020 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière*, sia per mezzo dell'*Arrêté du 25 février 2021 modifiant l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement soumises au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*. All'occhio del lettore francese, le normative europee sono spesso di difficile accesso e il risultato ottenuto olttralpe è apparso un'occasione mancata per tentare uno sforzo di chiarificazione. L'alternanza di diversi modelli normativi appare incoerente, la recezione della CRD è avvenuta prima con una legge, poi, qualche mese dopo, con un'*ordonnance* che traspone norme non meno importanti – e nel processo normativo abroga alcune disposizioni appena approvate per legge; per portare un esempio, l'art. L. 511-10-1 *code mon. fin.* –, in arg. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 335. Si ricorda che in Francia è in corso di approvazione il *Projet de loi portant suppression de sur-transpositions de directives européennes en droit français*, adottato dal Senato in prima lettura nel novembre del 2018, che intende ridurre l'eccesso di norme rimuovendo alcune *sur-transpositions* (sovra-recepimenti) delle direttive europee e che andrebbe a toccare molti settori, tra i quali il diritto societario e finanziario. La *sur-transposition* si verificherebbe, nelle dichiarazioni del legislatore francese, quando il diritto nazionale supera i requisiti richiesti dalla disciplina europea, anche se si deve specificare, distinguendo tra direttive minime e direttive massime, che nel caso di queste ultime non può esserci trasposizione eccessiva perché il testo procede alla completa armonizzazione, senza aprire a opzioni o a deroghe. Parimenti, se una direttiva stabilisce, in modo restrittivo, condizioni per l'attuazione di una norma, il diritto nazionale non può esigere una condizione aggiuntiva. Si verifica un eccesso di recepimento (*sur-transposition*) quando una direttiva fissa un quadro minimo e considerazioni di opportunità amministrativa, politica o anche economica, ovvero anche di rispetto delle tradizioni giuridiche, portano uno Stato ad andare oltre quanto previsto dal testo europeo. Anche la ricerca della coerenza con il diritto interno, o il rispetto di principi costituzionali, come quello dell'uguaglianza davanti alla legge, può spiegare questa trasposizione eccessiva. Nel diritto societario le direttive sono minime e il legislatore francese è spesso andato oltre il testo, ma l'eccesso di trasposizione viene spiegata dall'idea che la regolazione europea è una fonte di modernizzazione dei diritti nazionali, il di più che viene introdotto comporta un maggior rinnovamento della normativa prodotta nel paese. Sul tema v. B. LECOURT, *Faut-il désurtransposer les directives sociétaires?*, in *Revue des sociétés*, 2019, 139 ss., 144.

<sup>15</sup> Ma la notazione vale per tutti gli Stati di applicazione del pacchetto CRD in Europa, dove l'introduzione delle regole proposte del Comitato di Basilea è valutata come maggiormente aderente allo *standard* che non negli Stati Uniti; a riguardo v. C. NOYER, *op. cit.*, 77 ss.

<sup>16</sup> Oltre alla CRD, come noto, esso include il Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 (*inde*, CRR); per una disamina del processo della formazione delle regole in materia di Unione bancaria v. P. H. CASSOU, *De la première directive bancaire à l'union bancaire*, cit.

spesso non vincolanti<sup>17</sup>. Il dibattito dell'epoca, in Europa, come noto, era incentrato sulla necessità di intervenire sulla materia e vi furono alcune iniziative per sottolineare questa nuova sensibilità<sup>18</sup>. Ma fino alla riforma della regolazione europea, il sistema di *governance* si rivolgeva, oltretutto, solo alle società quotate<sup>19</sup> – gli istituti finanziari ne erano quindi interessati solo se quotate<sup>20</sup>.

4. *La specialità della banca nel diritto francese.* – I commentatori francesi utilizzano diversi argomenti per segnalare la specificità delle banche rispetto alle imprese che hanno ad oggetto altre attività. I temi richiamati si svolgono spesso su piani differenti, non sempre accostabili; segnalano, piuttosto, una diffusa considerazione che la ragione

---

<sup>17</sup> La riflessione è comune tra gli autori che si sono occupati del tema sia a livello europeo, sia per ogni Stato di applicazione della CRD; anche in questo caso non si farà riferimento che alla letteratura francese, per cui si v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 335; P.H. CASSOU, *De la première directive bancaire à l'union bancaire*, cit.

<sup>18</sup> Che si può solo evocare tra le premesse alle modifiche della legislazione francese secondo la prospettiva dei commentatori d'olttralpe. Nella consultazione pubblica seguita alla pubblicazione, nel giugno 2010, del *Libro verde* su «Il governo societario nelle istituzioni finanziarie e le politiche retributive», si nota in Francia (v. B. LECOURT, *Gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers de l'Union européenne: publication des réponses reçues dans le cadre de la consultation publique*, in *Revue des sociétés*, 2011, 125 ss.) la maggior parte dei partecipanti ebbe a insistere sulla fissazione a livello europeo di obiettivi comuni, senza però entrare nei dettagli della regolazione. Si prendeva in maggiore considerazione il rafforzamento dei poteri delle autorità di vigilanza e una mobilitazione degli investitori istituzionali, piuttosto che una riforma dei consigli di amministrazione e dello statuto giuridico dei *dirigeant*. Tuttavia, le autorità dell'Unione Europea, predisponendo numerosi provvedimenti restrittivi in materia, non hanno tenuto conto di tutte le risposte fornite durante la consultazione. I commentatori francesi si chiedono allora come sia possibile spiegare il terreno comune che gli Stati membri sono riusciti a trovare; a riguardo v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 336.

<sup>19</sup> Sullo sviluppo e il rilievo del tema del governo societario in Francia, v. J. BEHAJA, *La portée juridique et l'efficacité de la corporate governance et des codes de gouvernement d'entreprise*, in *Revue des sociétés*, 2019, 155 ss., *passim*, 157 s., il quale fa notare che in Francia attualmente il riferimento terminologico più diffuso è al «*gouvernement d'entreprise*», e distingue nel significato l'uso di «*gouvernance d'entreprise*»: nel primo caso il «*terme «gouvernement» renvoie ainsi plus à l'idée d'autorité de la norme, à une verticalité; tandis que la «gouvernance» évoquerait plus l'idée d'une horizontalité, d'un système démocratique de gestion qui rejetterait le recours à la hiérarchie et à la contrainte mais sans pour autant exclure des sanctions*».

<sup>20</sup> La disposizione più nota in materia di *governance* era quella contenuta nella Direttiva 2006/46 del 14 giugno 2006, che imponeva alle società quotate di fare riferimento a un codice di autodisciplina o, in mancanza, di spiegare i motivi per cui non lo facevano, o vi si riferivano solo in parte (cfr. art. L. 225-37 *code comm.*). La letteratura francese considerava la riforma certamente importante, ma non più rilevante di norme di *soft law*. Le autorità dell'Unione Europea, consapevoli dei limiti dell'applicazione del principio anglosassone *comply or explain*, stavano valutando di rafforzare il sistema, in particolare affinché le imprese non si accontentassero di informazioni imprecise; a riguardo v. I. URBAIN, PARLEANI, *L'amélioration de l'information sur la gouvernance des entreprises, dans dossier, Réflexions collectives sur le nouveau plan d'action en droit européen des sociétés*, in *Revue des sociétés*, 2013, 391 ss., 393. Non è qui possibile esaminare la letteratura che al tempo si riferiva alla *governance* bancaria, ma si può ricordare che ai commentatori francesi non sfuggiva il fatto che pur riguardando il governo societario, nella disciplina del momento ciò avvenisse solo in modo indiretto, come per il caso della Direttiva dell'11 luglio 2007 sui diritti degli azionisti, quella del 21 aprile 2004 sulle offerte pubbliche di acquisto, e le direttive contabili, più volte modificate per fornire informazioni agli *stakeholder* diverse da quelle contabili. Inoltre, raramente sono state seguite le diverse raccomandazioni con cui si invitava gli Stati membri ad adottare misure relative alla remunerazione dei *dirigeants*, nonché al ruolo degli amministratori e dei comitati. Sul tema v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 336, e ivi ulteriori riferimenti.

giustificativa della specialità si svolga sia sul piano della politica della regolazione, sia su quello economico, mentre i profili giuridici sembrano essere delle conseguenze di queste premesse. I temi riguardano l'idea, diffusa nella letteratura internazionale, che i depositi effettuati dai clienti bancari giustifichino una protezione speciale, tanto che possono essere, in ultima analisi, garantiti dallo Stato. Durante la crisi del 2011, viene ricordato, lo Stato francese, ha dovuto iniettare miliardi di euro nelle banche, mentre lo stesso non è avvenuto per altri settori industriali. Altro argomento utilizzato riguarda l'analisi del funzionamento dell'economia di mercato: poiché essa è basata sull'indebitamento, le banche vengono considerate attori chiave del sistema economico e pertanto meritano una speciale regolazione. La letteratura d'oltralpe ribadisce anche un altro tema diffuso, quello relativo al rischio sistemico: la liquidazione di una banca ha conseguenze molto più gravi di quella di altre società e come esito si possono determinare crisi che si proiettano nel sistema economico<sup>21</sup>.

Sul piano giuridico, si è anche evidenziata la circostanza che le banche sono soggette a regole più severe di quelle previste dal diritto societario. Autorizzazione; requisito di capitale versato o dotazione di un *montant minimum*<sup>22</sup>; esistenza di un azionariato di riferimento<sup>23</sup>; condizioni di competenza e onorabilità richieste per i *dirigeant*; presenza di due *commissaires*<sup>24</sup>: sono istituti non presenti nel diritto comune. Inoltre, la crisi economica e finanziaria ha conferito una certa legittimità alle autorità dell'Unione Europea a intervenire: e la perdita di fiducia della clientela nelle banche, spesso percepita come all'origine della crisi, costituisce una delle ragioni di tale intervento<sup>25</sup>.

La ragione dello scollamento dal diritto comune è attribuita alla necessità di porre rimedio alle carenze rilevate nel sistema di *governance* bancaria<sup>26</sup>. Si ritiene che in

<sup>21</sup> Per una sintesi degli argomenti riportati v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*; più in generale, adottando il punto di vista del capitale bancario, P. CHARLETY, *Éviter les défaillances bancaires en temps de crise: conséquences à long terme des restructurations du capital des entreprises financières*, in *Revue d'économie financière*, 2010, 143 ss.

<sup>22</sup> Che in Francia fu stabilito con il *Reg. n. 92-14 du 23 déc. 1992 relatif au capital minimum des établissements de crédit*. Tale testo recepisce la Direttiva n. 89/299 del 17 aprile 1989 relativa ai fondi propri degli enti creditizi, integrata dalla direttiva n. 89/646 del 15 dicembre 1989, finalizzata al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative concernenti l'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio che modifica la Direttiva n. 77/780.

<sup>23</sup> Che, fa notare B. LECOURT, *op. cit.*, 336, nt. 17, in caso di difficoltà dovrebbe essere in grado di assistere finanziariamente l'*établissement*.

<sup>24</sup> La cui nomina avviene sentita l'*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR), si v. l'art. L. 612-43 *code mon. fin.* Si può appena ricordare che l'ACPR sostituisce l'*Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) a partire dalla promulgazione della *loi n. 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires*. L'Autorità è investita di scopi diversi da quelli dell'ACP, tra questi: quello di assicurare lo sviluppo e l'attuazione di misure per prevenire e risolvere le crisi bancarie. Per un esame v. P. BARBAN, *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). – Pouvoirs – sanctions*, Fasc. 71, in *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, 8 Septembre 2021, *passim*, nn. 1 s.; nonché T. BONNEAU, *Droit bancaire*, 14<sup>e</sup> éd., Paris, 2021, n. 174 s.

<sup>25</sup> In arg. H. DE VAUPLANE, A. DE VAUPLANE, *La gouvernance des banques à l'issue de la crise du système financier*, in *Mélanges Bissara*, Association nationale des sociétés par actions, Paris, 2013, 355 (disponibile anche presso <https://www.researchgate.net/publication/313343637>).

<sup>26</sup> Indicate come necessitanti di un intervento specifico dalla relazione Larosière e nel citato Libro verde; si v. The high-level group on financial supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, 2009; e Livre vert sur «*Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les poli-*

passato i *dirigeant* e i *conseil d'administration* non abbiano realizzato a sufficienza il livello totale di esposizione al rischio delle loro imprese e, nello specifico, abbiano sottovalutato i rischi causati da prodotti finanziari nuovi e particolarmente complessi. Tuttavia, si osserva anche in Francia, molte misure in termini di *governance* bancaria non sono state sviluppate dal governo francese, ma da organizzazioni internazionali<sup>27</sup>.

5. *Il rafforzamento del contrôle intern come misura di gouvernement d'entreprise.* – È sulla base di queste premesse argomentative che si è ritenuto opportuno rafforzare non solo la *governance* esterna (da parte delle autorità nazionali di controllo<sup>28</sup>), ma anche il *contrôle intern*<sup>29</sup>. Di esso, inteso come *contrôle de conformité*, ne dà una prima regolazione la direttiva del 15 dicembre 1989, introdotta in Francia nel 1990<sup>30</sup>. L'obiettivo prefissato è piuttosto ampio poiché riguarda la verifica del rispetto delle norme, dell'etica, della prassi professionale e delle indicazioni dell'organo esecutivo. In particolare, tale controllo consente di verificare i rischi a cui l'impresa è esposta, quindi la verifica dell'informativa contabile e finanziaria, la qualità dei sistemi informativi e di comunicazione, l'adeguatezza tra la politica di remunerazione e gli obiettivi di gestione del rischio<sup>31</sup>.

---

*tiques de rémunération*», COM (2010), 284 final, Jun 2010; in argomento v. B. LECOURT, *Gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers de l'Union européenne*, cit.

<sup>27</sup> A riguardo si richiamano testi noti, come i Principi di Governance dell'OCSE del 1999 e le linee guida del Comitato di Basilea, e, del 2003, il lavoro della Banca Mondiale; si v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 337.

<sup>28</sup> Con l'iniziale attribuzione all'ABE, si fa notare, della «mission de garantir une surveillance et une réglementation appropriées et harmonisées au niveau européen»; cfr. B. LECOURT, *op. ult. cit.*

<sup>29</sup> Sulla distinzione tra *internal* ed *external corporate governance*, in luogo di molti, di recente, K.J. HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *European Business Organization Law Review*, 22, 2021, 13 ss., 14.

<sup>30</sup> Dal *règlement du CRB n. 90-08 du 25 juillet 1990*, modificato dal *règlement n. 94-03 et 97-02*, che hanno sostanzialmente rafforzato i requisiti di controllo. L'obbligo di organizzare tale controllo deve essere attuato anche quando sono soggetti terzi a svolgere funzioni o altri compiti operativi essenziali o importanti; in ambito bancario, lo si vedrà a seguire, è in misura più ampia sancito dall'art. L. 511-55 *code mon. fin.*

<sup>31</sup> Cfr. *Reg. n. 97-02*, art. 5. Tale regolamento è stato modificato dal *règlement n. 2004-02* che impone l'istituzione di un *plan de continuité d'activité* che definisce «l'ensemble des mesures visant à assurer selon divers scénarios de crise, y compris face à des chocs extrêmes. Les prestations de services essentielles de l'entreprise puis la reprise planifiée des activités». Il *Projet de loi portant suppression de sur-transpositions* prevede l'abrogazione dell'obbligo di consultare l'assemblea generale degli azionisti degli enti creditizi e delle imprese di investimento sulla dotazione globale dei compensi corrisposti a *risk taker* e *manager*. Secondo lo studio d'impatto, l'obiettivo è rafforzare l'attrattività di *Place de Paris*. Lo studio precisa che il *Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières* (CCLRF) ha espresso parere favorevole all'abrogazione di tale misura. Tuttavia, è stato osservato dai commentatori francesi, negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008, è apparso necessario regolare alcune pratiche nel settore bancario. Di conseguenza, la direttiva CRD 3 ha istituito la vigilanza prudenziale sulle politiche retributive degli istituti finanziari. La CRD ha accentuato i requisiti europei in materia di governo e vigilanza degli enti creditizi e delle imprese investimento. Le misure da essa introdotte in materia di remunerazione riguardano, come noto, l'istituzione di un meccanismo di *governance* che includa politiche di remunerazione per i dirigenti e i *risk taker*; la vigilanza, da parte dell'organo amministrativo, sull'attuazione di tale politica, con l'assistenza del comitato per la remunerazione; la disciplina della retribuzione variabile che non deve superare l'importo della quota fissa, salvo deroga autorizzata dall'ente o dai suoi azionisti nel limite del doppio dell'importo della quota fissa. Secondo il testo europeo, quindi, i soci non possono intervenire se non per fissare una remunerazione variabile superiore all'importo della remunerazione fissa. La CRD non prevede, diversamente

Le norme relative al governo societario dovrebbero consentire di rafforzare il controllo interno. Il fine di evitare che vengano assunti rischi eccessivi<sup>32</sup> suggerisce alla letteratura d'oltralpe di concentrare il controllo sulla *direction générale*. A tal fine si considera la possibilità di rafforzare il ruolo del *conseil d'administration*, a cui spesso non si è attribuito altro che una funzione notarile: si è pensato che diversificandolo si potrebbero evitare fenomeni di «*conformisme de groupe*». Inoltre, la limitazione del numero dei mandati dovrebbe favorire il dinamismo degli amministratori. La riflessione si è anche concentrata sulla possibilità di imporre la separazione delle funzioni di *directeur général* e *président du conseil d'administration*<sup>33</sup>. Sulla base del rilievo che l'operazione può avere in rapporto alla riduzione del rischio, è stata prospettata la creazione di nuove figure, come quella del *directeur du risque et de la conformité*, giustificata con il ricorso al principio della separazione dei poteri<sup>34</sup>.

In questo contesto, la creazione di *comités* è stata considerata come una misura capace di ridurre l'assunzione di rischi, specie se si affida ad alcuni di essi il compito di valutare il consiglio di amministrazione e ad altri quello di prevenire i rischi. Anche la fissazione di regole vincolanti relative alla remunerazione dei *dirigeant* e dei *preneurs de risques* (principalmente, *trader*) dovrebbe consentire di ridurre l'assunzione di rischio eccessivo. Come in molti paesi, anche oltralpe si attribuisce alle pratiche retributive una parte almeno delle cause relative all'eccessiva assunzione di rischi con l'espansione di operazioni a breve termine a scapito di una ricerca a lungo termine della redditività degli investimenti<sup>35</sup>.

---

dal diritto francese, la consultazione dell'assemblea generale sul pacchetto retributivo complessivo dei dirigenti e dei *risk taker*. Questo dispositivo era stato introdotto nell'ordinamento francese dalla *loi n. 2013-672 de séparation et de régulation des activités bancaires*, che ha anticipato il recepimento della CRD. È stato osservato che se anche va oltre le prescrizioni europee, ha il merito di perseguire un obiettivo di moderazione della remunerazione. Inoltre, esso mira a ridurre l'assunzione di rischi eccessivi attraverso comportamenti speculativi. Nello specifico, si tratta solo di un voto consultivo da parte degli azionisti, salvo nel caso di società quotata, nel qual caso il sistema stabilito dalla *loi* «Sapin 2» si applica agli esponenti aziendali. Questa consultazione può aver luogo durante l'assemblea generale annuale. Certo, è necessario raccogliere informazioni sulla remunerazione e fornire giustificazioni a tale scelta, ma tutto ciò va nella direzione di una maggiore trasparenza, del dialogo con gli azionisti, comporta la moderazione delle remunerazioni e una minore assunzione di rischi. Inoltre, il fatto che l'*ordonnance n. 2014-158 du 20 février 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière*, che ha finalizzato il recepimento della direttiva CRD, pur avendone la possibilità, non abbia rimosso tale obbligo di consultazione degli azionisti sembra rafforzare l'idea che la scelta del legislatore francese sia improntata nel senso già descritto; sui temi considerati, sebbene con analisi leggermente differente rispetto a quella prospetta, v. B. LECOURT, *Faut-il dé-surtransposer les directives sociétaires*, cit. 144; sulla *loi* «Sapin 2», in luogo di molti, v. B. SAINTOURENS, P. EMY, *La réforme du droit des sociétés par la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique* («Sapin 2»), in *Revue des sociétés*, 2017, 131 ss.

<sup>32</sup> Per considerazioni critiche v. J. DERMINE, *Gouvernement d'entreprise des banques: évitement du risque ou prise de risque*, in *Revue d'économie financière*, 112, 2013, 195 ss.

<sup>33</sup> Nel diritto comune francese la possibilità di separare le due figure è stata sancita dalla *loi du 15 mai 2001*; in luogo di molti v. M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, in *Traité de droit des affaires*, G. RIPERT, R. ROBLOT, sous la direction de M. GERMAIN, Tome 2, 23<sup>e</sup> éd., Paris, 2022, n. 2244.

<sup>34</sup> In arg. F. VALERIAN, *Risque et gouvernement de l'entreprise*, in *Réalités industrielles*, 2019, 32 ss.

<sup>35</sup> A riguardo in Francia si sviluppa l'idea che le banche possano rispondere a profili di responsabilità sociale e di etica dell'impresa; si v. F. BENSEDDIK, *La notation de la responsabilité sociale et étique des banques: profil d'un secteur à la croisée des chemins*, in *Revue d'économie financière*, 2018, 289 ss., 301 ss.



6. *L'introduzione all'interno del Code Monétaire et Financier della sezione relativa alla Gouvernance des établissements de crédit et des sociétés de financement.* – Già prima dell'emanazione dell'*ordonnance n. 2014-158*, in Francia erano state adottate disposizioni in materia di governo societario, ma finalizzando il recepimento della direttiva CRD, è stata colta l'occasione sia di rendere il quadro delle disposizioni più chiaro, sia di consolidare le norme in materia. E se anche la recente promulgazione della *loi* c.d. PACTE<sup>36</sup> ha comportato un cambiamento rilevante di prospettiva per gli indirizzi della *gouvernance* di diritto comune<sup>37</sup>, il cui rilievo per gli scopi della gestione bancaria è ancora da esplorare. Per i commentatori francesi il mutamento avvenuto nella composizione degli organi di gestione delle società di diritto comune<sup>38</sup> ha comportato sì un avvicinamento del diritto societario a quello delle imprese bancarie, quantomeno per l'introduzione di elementi di diversità negli organi societari, ma la logica di fondo rimane fortemente differenziata da quella della disciplina bancaria. Infatti, se a proposito della *loi* PACTE, si sostiene che la «*diversité devrait être au service de l'intérêt général*»<sup>39</sup>, che consente di pensare che le imprese siano invitate a tenere conto delle questioni sociali e ambientali<sup>40</sup>, nella direttiva CRD, se gli enti creditizi sono tenuti a definire una politica di promozione della diversità nell'*organe d'administration*<sup>41</sup> è perché sono ritenuti *entités d'intérêt public*. La diversità tra i due profili è ritenuta evidente. Pertanto, la *direction générale* degli enti creditizi deve poi essere controllata dal

<sup>36</sup> La *Loi n. 2019-486 du 22 mai 2019, relative à la croissance et la transformation des entreprises*, c.d. *loi PACTE (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises)*. Per un'analisi, in luogo di molti, i contributi raccolti da I. URBAIN-PARLEANI (dir.), *La loi Pacte du 22 mai 2019 : le nouveau visage du droit des sociétés*, in *Revue des sociétés*, 2019, 565 ss.; A. COURET, B. DONDERO, *La loi Pacte et le droit des affaires*, 2018, Paris, *passim*. Per le ricadute per il diritto bancario e finanziario v. J. LASSERRE CAPDEVILLE, *Loi PACTE: mesures intéressant les droits bancaire et financier*, in *LPA*, 26 nov. 2020, n. 154m2, 15 ss.

<sup>37</sup> Dovuto all'indicazione di riferimenti ulteriori rispetto allo scopo lucrativo che comportano che la gestione avvenga «*dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*» (art. 1833, al. 2, code civ.). Sui limiti e la portata della norma, in luogo di molti V. MAGNIER, Y. PLACOT, *Le Clair-obscur de la Loi Pacte: vers un Nouveau Paradigme de la Gouvernance?*, in H. Le Nabasque, J. -M. Moulin, J. Moury, A. Sotiropoulou (coord. par), *Mélanges en l'honneur d'Alain Couret. Un juriste pluriel*, Paris, 2020, 121 ss., *passim*; B. FRANÇOIS, *Apports de la loi Pacte en matière de gouvernement d'entreprise*, in *Revue des sociétés*, 2019, 493 ss. Inoltre, lo statuto può «*préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité*» (art. 1835 code civ.). A riguardo v. A. PIETRANCOSTA, *Intérêt social et raison d'être. Considérations sur deux dispositions clés de la loi pacte amendant le droit commun des sociétés*, in *Réalités industrielles*, 2019, 55 ss.; I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, in *Revue des sociétés*, 2019, 575 ss., e in *Rivista ODC*, 2019, 533 ss. Sugli aspetti storico comparativi v. V. SIMON, *Intérêt social, prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux, raison d'être: étude historique sur les fondements conceptuels de l'article 169 de la loi du 22 mai 2019*, in *Tribonien*, 4, 2019, 198 ss.

<sup>38</sup> Con l'inclusione di rappresentanti di *salarié* negli organi di gestione e la loro composizione secondo il principio di *diversité*; a riguardo v. N. RONTCHEVSKY, *Une gouvernance des sociétés modernisée*, in *LPA*, 24 nov. 2020, n. 154j7, n. 1 ss., n. 8 ss.

<sup>39</sup> B. LECOURT, *La diversité dans les organes d'administration et de direction*, in *Revue des sociétés*, 2019, 587 ss., 594.

<sup>40</sup> Si v. K. DECKERT, *Les nouvelles attributions du conseil d'administration et de son président*, in I. Urbain-Parleani (dir.), *La réécriture des articles 1833 et 1835 du code civil: révolution ou constat ?*, in *Revue des sociétés*, 2018, 629, spec. n. 32.

<sup>41</sup> In argomento v. il Considerando 60, CRD.

*conseil d'administration* con membri diversificati e un approccio attivo. Il tipo di interesse coinvolto comporta che la funzione di controllo (interno o esterno) deve essere particolarmente rafforzata sia in quanto orientata alla prevenzione dell'avveramento del rischio sistemico, che risulta immanente all'attività bancaria, sia in ragione della probabile ricaduta del danno prodotto sull'equilibrio economico generale.

La *loi PACTE* segue una logica analoga nella modulazione della disciplina della *gouvernance*, ma con un'ambizione più ampia: quella della salvaguardia di interessi non solo economici<sup>42</sup>.

Per ritornare all'analisi della disciplina francese della *gouvernance* bancaria, è utile ricordare che l'accoglimento della CRD ha comportato l'introduzione nel *Code monétaire et financier* di una nuova *Section 8*, intitolata «*Gouvernance des établissements de crédit et des sociétés de financement*» (art. L. 511-51 ss. *code mon. fin.*) che riunisce le disposizioni relative alla *gouvernance* degli enti creditizi, delle società di credito e finanziarie<sup>43</sup>. Tale sezione è composta da quattro sottosezioni denominate «*Dirigeants*», «*Organisation et contrôle interne*», «*Politique et pratiques de rémunération*» e «*Comités spécialisés*»<sup>44</sup>.

In un'ottica di rafforzamento del controllo interno, le misure relative al governo societario riguardano quindi: (1) il rafforzamento del consiglio di amministrazione, (2) la separazione delle funzioni di presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato, (3) la gestione del rischio, (4) nonché le pratiche retributive.

6.1. *Il rafforzamento del ruolo del consiglio di amministrazione.* – Il *conseil d'administration* delle istituzioni finanziarie vede rafforzato il proprio ruolo<sup>45</sup>. Per utilizzare i termini della direttiva CRD, deve «criticare costruttivamente la strategia dell'ente». In particolare, gli è attribuito il compito di monitorare l'azione della *direction* nel raggiungimento degli obiettivi, verificare l'accuratezza dell'informativa finanziaria e assicurare che i controlli finanziari e i sistemi di gestione del rischio siano solidi e «*justifiables*». Gli è anche affidato il controllo della concezione e della realizzazione della

<sup>42</sup> A riguardo v. B. LECOURT, *op. ult. cit.* Sul rilievo della *gouvernance* societaria a seguito della *loi PACTE* v. anche N. RONTCHEVSKY, *Une gouvernance des sociétés modernisée*, cit., ai nn. 5 s. e 48 ss., ove si nota che se anche è vero che la *loi PACTE* ha limitato le sanzioni applicabili in caso di inosservanza dell'*intérêt social élargi* e della *raison d'être*, poiché il testo che risulta dalla riforma del *code civile* esclude espressamente la nullità della società o degli atti e deliberazioni degli organi sociali su tale base (v. art. 1844-10 *code civ.*, e art. 235-1, al. 2, *code comm.*), tuttavia, i *dirigeant* sono soggetti ad altre classiche sanzioni: il licenziamento e soprattutto la responsabilità civile personale, che dovrebbe incidere sull'esercizio delle funzioni di amministrazione e direzione delle società.

<sup>43</sup> Per le imprese di investimento diverse dalle società di gestione di portafogli, una *Section 8* è stata inserita in corrispondenza degli artt. L. 533-25 ss *code mon. fin.*

<sup>44</sup> I commentatori francesi si dolgono del fatto che le distribuzioni effettuate non siano sempre molto logiche; tra gli altri B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 337, ove osservazioni.

<sup>45</sup> È qui appena il caso di ricordare che il diritto francese prevede due sistemi di amministrazione e controllo: la *société moniste* e quella *dualiste*. Il primo è il più conosciuto e utilizzato, anche tra le banche: circa l'83,6% di esse, infatti, possiede un *conseil d'administration*. A riguardo si v. il *report* a cura di ACPR-BANQUE DE FRANCE, *Mise en place des nouvelles règles de gouvernance dans le secteur de la banque: bilan et perspectives*, 25 février 2020, *passim*, 19. La società *dualiste* è caratterizzata da due organi: il *directoire* e il *conseil de surveillance*. Sui sistemi si v. per tutti M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, cit., Chap. 4.

politica di remunerazione<sup>46</sup>. Tali compiti sono disciplinati dagli articoli L. 511-59 ss. *code mon. fin.*<sup>47</sup>. Il loro rafforzamento ha alcune conseguenze che riguardano: a) la limitazione del cumulo dei mandati; b) le competenze e la diversificazione; c) le valutazioni del *conseil d'administration*.

a) *La limitazione del cumulo di mandati*. – Affinché gli amministratori possano dedicare tempo sufficiente alla loro funzione, è stato introdotto un limite al numero di deleghe che differenzia ulteriormente il diritto speciale da quello comune<sup>48</sup>. Come noto, il riferimento per l'applicazione di questa disciplina sono le banche di importanza significativa<sup>49</sup>. La letteratura francese considera che si sarebbe potuto fare di più per rafforzare il sistema, richiedendo a chi cerca un nuovo mandato in una nuova società la preventiva autorizzazione del consiglio e di spiegare le ragioni del cumulo in un atto pubblico. Sono ammesse deroghe, in particolare quando gli enti fanno parte di un gruppo o quando il loro scopo non è necessariamente commerciale. Infatti, nei gruppi di società, la coerenza delle decisioni assunte può giustificare la possibilità di esercitare più deleghe. Inoltre, l'*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR)<sup>50</sup> può autorizzare a un mandato supplementare come *administrateur*, o come componente del *conseil de surveillance*. Anche per queste deroghe si sostiene l'utilità di una giustificazione del cumulo da rendere pubblica<sup>51</sup>.

b) *La competenza e diversificazione del consiglio di amministrazione delle banche. Il comitato per le nomine*. – La Commissione europea non ha mancato di far notare la mancanza di diversità e di competenze nei consigli di amministrazione delle banche, riscontrata fino al momento della redazione del libro verde. Secondo la direttiva CRD, queste caratteristiche sono garantite da un comitato per le nomine composto da amministratori. Tale comitato deve essere costituito per le banche significative – per gli enti facenti parte di un gruppo, può essere costituito un solo comitato a livello di gruppo. Il *code monétaire et financier*<sup>52</sup> prevede che il comitato nomine individui e raccomandi al consiglio di amministrazione, al consiglio di sorveglianza o, più in generale, all'organo che eserciti le funzioni equivalenti di vigilanza, i candidati idonei all'esercizio delle funzioni in vista della loro nomina da parte dell'assemblea generale. Il comitato nomine è investito di un ruolo molto rilevante nell'ambito della *governance*, valuta, infatti, l'equilibrio e la diversità delle conoscenze, competenze ed esperienze a disposi-

<sup>46</sup> Cfr. Considerando n. 57. CRD.

<sup>47</sup> Comprendono il compito di rivedere il meccanismo di *governance* e la sua efficacia; l'approvazione della strategia di rischio, che include i rischi generati dal contesto economico (art. L. 511-60 *code mon. fin.*); nonché l'esame delle informazioni relative a rischi significativi.

<sup>48</sup> In arg. art. 511-52 *code mon. fin.*, e art. L. 272 *code comm.* Pertanto, le persone che assicurano la *direction effective* della società, i componenti del *conseil d'administration*, del *conseil de surveillance* o del *directoire*, possono esercitare solo una funzione di amministratore delegato (*directeur général*, o *directeur général délégué*, ovvero di *membre du directoire*) e due mandati come membri del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza, ovvero quattro mandati come membro del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza. A riguardo v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 338.

<sup>49</sup> Individuate come tali in base all'organizzazione interna o alla loro natura, all'ampiezza e la complessità dell'attività; i criteri sono fissati con decreto, cfr. art. L. 511-89 *code mon. fin.*

<sup>50</sup> V. *supra*, nt. 24.

<sup>51</sup> Si v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*

<sup>52</sup> In materia recentemente modificato dall'*ordonnance n. 2020-1635*.

zione, individualmente e collettivamente, dei componenti degli organi di gestione (art. L. 511-98 *code mon. fin.*). Tra i suoi obiettivi vi è quello di conseguire una rappresentanza equilibrata di donne e uomini all'interno degli organi sociali: a tal fine sviluppa una politica volta a raggiungere questo obiettivo (art. L. 511-99 *code mon. fin.*)<sup>53</sup>.

La direttiva CRD conferisce al comitato, quindi, un compito molto ampio poiché deve garantire la diversità, tra gli altri, all'interno del consiglio di amministrazione<sup>54</sup>. Ciò dovrebbe implicare che i candidati provengano da orizzonti eterogenei: in particolare, da *milieux* socio-culturali differenti, che abbiano avuto una formazione diversa, o, ancora, che non abbiano la medesima nazionalità<sup>55</sup>. Tuttavia, si sottolinea nella letteratura francese, l'obiettivo della diversità fissato a livello europeo può presentare delle difficoltà nella sua realizzazione. Se è vero che gli amministratori provengono principalmente dal settore finanziario, si comprenderà che se le banche richiedono agli amministratori di avere rilevanti competenze in materia finanziaria ed economia, sarà difficile immaginare la diversità in campi a un così alto livello di specializzazione. In questo senso, quando gli estensori dell'*ordonnance* precisano (art. L. 511-51 *code mon. fin.*) che gli amministratori devono possedere «*collectivement des connaissances, des compétences et de l'expérience nécessaires à la compréhension de l'ensemble des activités de l'entreprise, y compris les principaux risques auxquels elle est exposée*» permettono la diversificazione delle competenze<sup>56</sup>.

Per quanto riguarda la presenza di *administrateurs indépendants*, il testo francese sembra non farne menzione e la letteratura francese si pone il problema della definizione del termine «*indépendance*»<sup>57</sup>. Anche gli *administrateurs représentant les salariés* nel consiglio di amministrazione sono tralasciati dalla regolazione francese, ma, si ricorda, la direttiva non li ha dimenticati: poiché possono fornire una conoscenza reale del funzionamento interno dell'impresa<sup>58</sup>. In Francia, come in altri stati membri, la loro presenza è obbligatoria nelle grandi imprese<sup>59</sup>, per questo motivo, quando l'impresa deve avere rappresentanti dei lavoratori nel consiglio di amministrazione, il comitato per la remunerazione deve includere almeno uno di essi (art. L. 511-90 *code mon. fin.*)<sup>60</sup>. Tale precisazione è utile perché, nel predisporre tali decisioni, questo comitato

<sup>53</sup> Se l'ente è quotato o supera una certa dimensione, deve comunque rispettare una quota del 40%.

<sup>54</sup> In arg. Considerando 60 CRD.

<sup>55</sup> Cfr. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 338 s.

<sup>56</sup> Altri problemi si pongono riguardo alla presenza di *administrateurs étrangers*, rispetto ai quali il tema diviene se il criterio debba essere mantenuto, e lo stesso è a dirsi per il caso di gruppo bancario che svolge attività internazionali.

<sup>57</sup> Si v. la *recommandation* del 15 febbraio 2005, per la quale «un administrateur ne devrait être considéré comme indépendant que s'il n'est lié par aucune relation d'affaires, familiale ou autre, avec la société, l'actionnaire qui la contrôle ou la direction de l'une ou de l'autre, qui crée un conflit d'intérêts de nature à altérer sa capacité de jugement». Così individuato il criterio di indipendenza di giudizio, si dovrebbe fare a esso riferimento, si ritiene tuttavia auspicabile che l'Autorità bancaria europea e l'ACPR forniscano maggiori dettagli in merito; a riguardo v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 339.

<sup>58</sup> Cfr. Considerando 60, CRD.

<sup>59</sup> A riguardo vale ricordare che già la *loi n. 2013-504 du 14 juin 2013*, prima della *loi PACTE*, rendeva obbligatoria la presenza di amministratori in rappresentanza dei dipendenti nei consigli di amministrazione delle società con un elevato numero di dipendenti; si v. R. VATINET, *Représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance, art. 9 de la loi n° 2013-504 du 14 juin 2013*, in *Revue des sociétés*, 2014, 75 ss.

<sup>60</sup> Sul punto v. *infra* par. 6.3.

deve tenere conto degli interessi a lungo termine di tutti i portatori di interessi<sup>61</sup>.

c) *La valutazione del consiglio di amministrazione.* – La funzione del comitato per le nomine va oltre la raccomandazione dei candidati alla carica di amministratore, poiché deve anche valutare periodicamente l'efficacia del consiglio di amministrazione (art. L. 511-100 *code mon. fin.*). Essendo il comitato composto da amministratori, il problema che si pone riguarda il rischio di conflitti di interesse<sup>62</sup>.

6.2. *La separazione delle funzioni di président du conseil d'administration e directeur général.* – Prima dell'introduzione in Francia della CRD, era già previsto che la gestione di un istituto di credito dovesse essere affidata ad almeno due persone (art. L. 511-13, al. 2 *code mon. fin.*); la finalità era quella di evitare che un *dirigeant* si trovasse in una posizione esclusiva che comportava il rischio che in caso di assenza o impedimento si potesse mettere in pericolo l'impresa. Dall'accoglimento della direttiva, il rafforzamento del controllo interno ha comportato la separazione obbligatoria delle funzioni di *président du conseil d'administration* e *directeur général* (art. L. 511-58 *code mon. fin.*). Una deroga è tuttavia possibile, previa autorizzazione dell'ACPR, in base alle motivazioni addotte<sup>63</sup>. In Francia, tuttavia, si riconosce che le consultazioni precedenti alla direttiva non andavano nella direzione di una dissociazione obbligatoria e che in alcuni Stati membri la presenza di un *administrateur référent* contribuisce a prevenire i conflitti di interesse, così come il fatto che lo statuto possa imporre limitazioni ai poteri del *directeur général*<sup>64</sup>. Si aggiunge che perché si possa verificare un controllo effettivo, il presidente dovrebbe essere realmente indipendente dalla *direction générale* e quindi non avere ricoperto precedenti funzioni esecutive all'interno dell'ente.

6.3. *Il rafforzamento del controllo dei rischi.* – La prevenzione dei rischi legati all'uso di tecniche finanziarie sofisticate – come strumenti di copertura dei rischi di credito e di mercato (in altre parole, di derivati) – ha comportato la creazione di un nuovo

<sup>61</sup> In arg. art. 95, par. 2, CRD.

<sup>62</sup> I rilievi avanzati in Francia riguardano il fatto che il testo non stabilisca criteri di indipendenza, nonché le previsioni di informazioni obbligatorie da fornire agli azionisti, in particolare per quanto riguarda le conseguenze derivanti da tale valutazione. Infine, si è osservato, sarebbe auspicabile che l'ACPR e l'EBA emettano raccomandazioni sui metodi di controllo (*benchmark*); sul tema v. B. LECOURT, *Le gouvernement d'entreprise dans les banques*, cit., 339.

<sup>63</sup> Sul punto v. *Position ACPR 2014-P-02, relative à la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général*, 29 janv. 2014. I criteri sui quali l'ACPR baserà la propria analisi saranno i seguenti: natura e varietà delle attività svolte, dimensione del bilancio e delle attività fuori bilancio, presenza internazionale, struttura dell'azionariato; si v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 339, nt. 50. Il tema ha dato occasione ad alcuni pronunciamenti sull'estensione del potere regolamentare dell'ACPR. A riguardo si è espresso il *Conseil d'État*, si. v. *3e ch.*, 22 juill 2016, n. 385608, richiamata da M. STORCK, *Règle des quatre yeux: le Conseil d'État, l'ACPR et l'AMF précisent le rôle des dirigeants effectifs d'un établissement de crédit ou d'une société de gestion de portefeuille*, in *Revue trimestrielle de droit commercial*, 2016, 517 ss.; e sempre il *Conseil d'État*, *9e et 10e ch. réunies*, 30 juin 2016, n° 382822, in *Revue de droit bancaire et financier*, n. 5, 2017, 199, con Nota di T. SAMIN, S. TORCK; nonché, come noto, il Tribunale dell'Unione Europea, sentenza 23 aprile 2018, nelle cause riunite da T-133/16 a T-136/16, per le quali si v. la Nota su *Revue Trimestrielle de droit commercial*, 2018, 406 s.

<sup>64</sup> A riguardo v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 339.

comitato, quello per i rischi, e l'introduzione della funzione di gestione dei rischi. Il presupposto su cui quest'azione si basa è che se i rischi in cui la banca può incorrere vengono monitorati, allora le perdite subite dovrebbero essere meno significative.

Prima della direttiva CRD, in Francia si poteva già pensare che i nuovi prodotti finanziari potessero essere oggetto di una procedura di approvazione da parte del consiglio di amministrazione<sup>65</sup>. La direttiva impone la creazione di un comitato dei rischi separato dal comitato *audit* e viene considerata la scelta più appropriata per prevenire efficacemente i rischi.

Il comitato è richiesto solo per le banche di importanza significativa, può esserne creato uno solo a livello del gruppo. Negli enti di *intérêt public*<sup>66</sup>, è invece previsto un comitato *audit*. In un primo momento, la legge francese aveva rafforzato il ruolo di quest'ultimo<sup>67</sup>. Con il recepimento della direttiva diventa obbligatoria la creazione di un comitato dei rischi diverso dal comitato *audit*. D'altra parte, si riconosce che per una più efficace rilevazione dei rischi e una loro gestione adeguata è necessario operare una netta separazione tra la sorveglianza dello stato finanziario e quella dei rischi<sup>68</sup>.

Contestualmente alla costituzione del comitato rischi, la disciplina francese prevede la nomina di un *responsable de la gestion des risques* (art. L. 511-64 ss. *code mon. fin.*)<sup>69</sup>. Il testo di legge non fornisce molti dettagli né sul compito affidatogli, né sul ruolo esatto rispetto al comitato rischi<sup>70</sup>. A tal fine si ricorre da parte della letteratura francese alla direttiva CRD, che su questo punto è più esplicita. Si prevede, infatti, che il soggetto incaricato della funzione di gestione del rischio debba garantire che i rischi significativi siano rilevati, misurati e correttamente dichiarati, che il responsabile partecipi attivamente allo sviluppo della strategia di rischio e di ogni decisione di gestione che abbia implicazioni in termini di rischio e che debba poter riferire direttamente al consiglio di amministrazione sulla propria missione<sup>71</sup>.

6.4. *Il controllo sulla remunerazione.* – Come noto, già la direttiva CRD 3, e ora la CRD, modificata di recente dalla Direttiva (UE) 2019/878, indicano l'adozione di diverse misure per il controllo delle remunerazioni per ridurre la tendenza degli ammini-

<sup>65</sup> In arg. B. LECOURT, *op. loc. ult. cit.*

<sup>66</sup> Vale a dire le società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, gli enti creditizi e le imprese di assicurazione, nonché tutti gli altri soggetti che gli Stati membri includono secondo la previsione dell'art. 2 della Direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati.

<sup>67</sup> Affidandogli anche «suivi de la politique, des procédures et des systèmes de gestion des risques», cfr. *loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010*.

<sup>68</sup> Ai sensi dell'art. L. 511-93 *code mon. fin.*, il comitato rischi suggerisce al consiglio di amministrazione la strategia complessiva dell'ente. Potrà quindi preparare la discussione in materia e sulla determinazione della tolleranza a tali rischi, davanti al consiglio di amministrazione, e verificare l'effettiva attuazione della strategia adottata. A proposito della sua composizione, viene criticamente osservato che non siano stati fissati criteri di indipendenza; si v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 340.

<sup>69</sup> Che può essere un funzionario o altra persona – nel qual caso, quest'ultima deve avere una posizione gerarchica sufficientemente alta per svolgere in autonomia la propria missione; a riguardo si v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 340.

<sup>70</sup> L'art. L. 511-66 *code mon. fin.* precisa che in caso di variazione dei rischi che incidono o possono incidere sull'ente il responsabile può riferire direttamente al consiglio di amministrazione.

<sup>71</sup> Sul tema v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 340; e si v. l'art. 76, par 5, co. 2, CRD.

stratori ad assumere rischi puntando su attività a breve termine – sebbene non si nasconde l'idea che alla base si possa per questa via rendere accettabili gli interventi di aiuto statali agli istituti finanziari. Le norme si applicano alle categorie di personale le cui attività professionali hanno un impatto significativo sul profilo di rischio della società o del gruppo<sup>72</sup>. Si precisa, peraltro, che il controllo è sia interno che esterno in quanto l'*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* è competente ad esaminare le politiche e le prassi retributive degli istituti finanziari (art. L. 511-87 *code mon. fin.*). L'ordinanza ha raggruppato tutte le disposizioni in materia di remunerazione, a eccezione di quelle relative al comitato per la remunerazione, in una *sous-section: Politique et pratiques de rémunération* (disciplinata dall'art. L. 511-71 all'art. L. 511-88 *code mon. fin.*).

Il controllo della remunerazione è distribuito in diversi ambiti regolatori con la previsione di diversi istituti e funzioni, il primo a cui prestare attenzione riguarda il *Comité de rémunération*. Esso è stato reso obbligatorio dalla direttiva CRD 3 per le banche significative. L'art. L. 511-102 *code mon. fin.* prevede che tale comitato, composto da amministratori, effettui un riesame annuale dei principi della politica di remunerazione, delle remunerazioni, delle indennità e dei benefici a qualsiasi titolo concessi alle persone interessate. Inoltre, il comitato controlla direttamente la remunerazione del *responsable de la fonction de gestion des risques*. Per le entità che fanno parte di un gruppo, è possibile creare un solo comitato a livello di gruppo. Se l'istituzione di tale comitato non è obbligatoria (perché l'ente non riveste un'importanza significativa), le sue funzioni sono svolte dal consiglio di amministrazione.

Un altro rilevante aspetto del controllo della remunerazione riguarda le previsioni che ne determinano la sua variabilità. Le istituzioni bancarie anche in Francia non sono state molto favorevoli a una riforma della remunerazione variabile perché i *bonus* a breve termine sono considerati un mezzo per beneficiare con maggiore flessibilità sul piano dei contratti di lavoro. Eppure, fino a quando il personale nel settore dei servizi finanziari è stato valutato rispetto al breve periodo e il livello di remunerazione risultava insensibile all'assunzione di rischi, si è notato che il personale non era incline a modificare l'attitudine al rischio. Si temeva quindi che i *bonus* fossero basati più su previsioni, che su risultati effettivi e che incoraggiassero fortemente un'eccessiva assunzione di rischi. Nel 2009, si è stabilito che la remunerazione variabile deve avvenire nell'interesse a lungo termine degli enti e deve essere subordinata al raggiungimento della *performance*; di conseguenza, una parte del loro pagamento deve essere differita nel lungo periodo. Tuttavia, nel 2010, solo la metà degli Stati membri aveva previsto una limitazione della parte variabile della remunerazione, e pochi erano quelli che avevano richiesto che il pagamento della remunerazione variabile avvenisse dopo diversi anni<sup>73</sup>. Con la direttiva CRD 3, queste misure sono diventate vincolanti. Il diritto francese pre-

<sup>72</sup> A partire dall'entrata in vigore dell'*Ordonnance n°2020-1635 du 21 décembre 2020*, il testo dell'art. 511-71 *code mon. fin.*, è stato semplificato all'Al. 1 e integrato dall'Al. 5, che estende la disciplina alle «catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de l'établissement». Al di là delle esemplificazioni delle funzioni, che riguardano i membri del consiglio di amministrazione e il personale preposto alla gestione delle funzioni di controllo dell'ente, si può notare che la disciplina prevede ora anche criteri quantitativi che si riferiscono a una retribuzione significativa – per cui, ad esempio, il compenso è maggiore o uguale a cinquecentomila euro.

<sup>73</sup> Si v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 341.

vede da allora che la remunerazione variabile<sup>74</sup> debba essere soggetta a condizioni di *performance* (artt. L. 511-76, L. 511-77, L. 511-80 *code mon. fin.*). Di conseguenza, è vietata la remunerazione variabile garantita (art. L. 511-77 *code mon. fin.*)<sup>75</sup>. E per verificare il raggiungimento di tali prestazioni nel lungo periodo, almeno il 40% dell'importo della retribuzione variabile deve essere differito in un periodo di almeno quattro anni, che diventano cinque se si tratta di componenti del consiglio di amministrazione o di quello di sorveglianza (art. L. 511-82 *code mon. fin.*)<sup>76</sup>. Per la remunerazione variabile più elevata, la percentuale è aumentata al 60%. Inoltre, almeno il 50% di tale compenso deve essere costituito da azioni o strumenti connessi<sup>77</sup> (art. L. 511-81 *code mon. fin.*)<sup>78</sup>. L'importo totale della retribuzione variabile può, anche solo in parte, essere ridotto o dar luogo a restituzione quando l'interessato ha violato le regole stabilite dall'istituto in termini di assunzione di rischi, in particolare in ragione della propria responsabilità per atti che abbiano comportato perdite significative per lo stabilimento, ovvero in caso di violazione degli obblighi di onorabilità e competenza (art. L. 511-84 *code mon. fin.*). Infine, i soggetti beneficiari di contributi pubblici non possono, in linea di principio, erogare *bonus* ai dirigenti (art. L. 511-86 *code mon. fin.*). Questo divieto si è reso necessario perché nel bel mezzo della crisi finanziaria, le banche francesi, assistite dallo stato, non hanno esitato a pagare *bonus* ai loro *dirigeant*.

Il sistema di remunerazione variabile è stato nuovamente riformato dalla direttiva CRD che ha introdotto un tetto che non poteva superare l'importo della remunerazione fissa. Il testo europeo consente agli Stati membri di prevedere una deroga fino a un limite del doppio dell'importo della remunerazione fissa quando è autorizzata. La formula utilizzata dalla direttiva (art. 94, par. 1, let. g, ii) CRD) per individuare la legittimazione ad autorizzare la deroga presenta delle difficoltà, non solo nella versione francese del testo, poiché prende in considerazione «*les actionnaires, les propriétaires, ou les membres de l'établissement*»<sup>79</sup>. Il maggiore punto di perplessità è sollevato dal riferimento ai «*membres de l'établissement*»<sup>80</sup>. L'art. L. 511-78 *code mon. fin.* riguarda *assemblée générale compétente*, che dovrebbe essere l'assemblea degli azionisti, ma nulla impedisce che il riferimento possa essere a un'altra assemblea, composta da «*titulaires de droits de propriété équivalents*» a cui rinvia il medesimo articolo<sup>81</sup>. Ai sensi della direttiva, si precisa

<sup>74</sup> Così come il *primes de départ*.

<sup>75</sup> Salvo casi eccezionali.

<sup>76</sup> La norma è stata modificata dall'*ordonnance n. 2020-1635*.

<sup>77</sup> Inclusi strumenti ex artt. 52 e 63 CRR classificabili come AT1 o Tier 2, e comunque suscettibili di essere convertiti in strumenti CET1.

<sup>78</sup> La norma è stata modificata dall'*ordonnance n. 2020-1635*.

<sup>79</sup> La formula italiana, che si riferisce ad «azionisti, proprietari o soci dell'ente», quella inglese, a «*shareholders or owners or members of the institution*», quella tedesca, a «*Anteilseignern oder Eigentümern oder Gesellschaftern des Instituts*», non contribuiscono a chiarire molto di più, salvo rinviare all'idea, già espressa altrove, che le norme del pacchetto CRD sottendono la possibilità di classificare strumenti di capitali come CET1 dal punto di vista del loro contenuto giuridico e non della forma prescelta; a riguardo sia consentito il rinvio a V. BEVIVINO, *op. cit.*, 296 s.

<sup>80</sup> Si v. R. LECOURT, *op. ult. cit.*, 341.

<sup>81</sup> Questa norma consente anche di verificare la reale portata delle norme in materia di strumenti CET1, essa risulta conforme con quelle previsioni che considerano assimilabili, ai fini della classificazione di cui al CRR, tipi di strumenti non corrispondenti al capitale sociale, ma che, all'evidenza, non solo sembrano classi-



che l'assemblea delibera a maggioranza dei due terzi a condizione che sia rappresentata almeno la metà degli azionisti, ovvero titolari di equivalenti diritti patrimoniali. In mancanza, l'assemblea delibera a maggioranza di tre quarti. Gli interessati non sono autorizzati a esercitare i diritti di voto che detengono in qualità di azionisti o titolari di equivalenti diritti patrimoniali. L'ACPR deve essere informato del massimale proposto all'assemblea generale competente, le devono essere spiegate le ragioni di tale scelta.

Il legislatore nazionale è andato oltre le prescrizioni europee imponendo un voto consultivo degli azionisti sulla dotazione complessiva dei compensi corrisposti agli interessati (art. L. 511-73 *code mon. fin.*). Certo, il voto non riguarda l'importo individuale del compenso, così come non è vincolante. Ma potrebbe, per la letteratura francese, costituire un *avertissement*<sup>82</sup>.

La legge francese, conformemente alle previsioni europee, prevede che gli enti interessati pubblichino annualmente informazioni sulle loro politiche e prassi retributive, la retribuzione, i criteri utilizzati per misurare la *performance*, il legame tra retribuzione e *performance*. Tuttavia, non si è optato per la pubblicazione del compenso corrisposto a ciascun membro del personale interessato. Ragioni di riservatezza spiegano questa soluzione; inoltre, si considera la trasparenza molto più rilevante quando riguarda i *dirigeant* poiché hanno ricevuto un mandato societario<sup>83</sup>. Se l'istituto finanziario è quotato è soggetto anche a numerosi obblighi di trasparenza nei confronti dei gestori<sup>84</sup>.

7. *La non univocità dell'esperienza statunitense: dalla scoperta dell'insufficienza dei tradizionali strumenti di monitoraggio della gestione alla rilettura del modello di corporate governance in funzione dell'impresa bancaria.* – Le scelte compiute dal legislatore dell'Unione, poi adottate in molti paesi, come si visto per il caso della Francia, all'indomani della crisi e, ancora a breve distanza da oggi, indirizzano la riflessione della letteratura, ma al contempo la delimitano in ragione del connotato positivo tipico della legislazione europea e, per quanto riguarda quella bancaria, come risultato del forte intento armonizzante.

Non è così negli Stati Uniti, dove il sistema bancario presenta particolarità già solo da un punto di vista strutturale; come noto, il diritto societario è un diritto statale, mentre il *dual banking system* prevede un regime di autorizzazione articolato tra singoli Stati e livello federale<sup>85</sup>: le banche del primo gruppo sono disciplinate dal diritto societario della stato di appartenenza, le seconde possono statutariamente scegliere<sup>86</sup> tra le

---

ficabili dal punto di vista dei criteri stabiliti dagli artt. 26, 28 CRR come CET1, ma che, in più, prevedono diritti di natura corporativa come conseguenza delle previsioni statutarie, e non in via imperativa; per alcuni cenni sul problema del rapporto sottostante agli strumenti si consenta il rinvio a V. BEVIVINO, *op. cit.*, 297.

<sup>82</sup> A riguardo v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 341, ma l'A. non aggiunge nulla sulla ricaduta del mancato rispetto dell'*avertissement*.

<sup>83</sup> Sul tema v. B. LECOURT, *op. ult. cit.*, 342.

<sup>84</sup> V. art. L. 225-102-1 *c. comm.*

<sup>85</sup> In arg. M.S. BAR, H.E. JACKSON, M.E. TAYAR, *Financial Regulation: Law and Policy*, 3<sup>th</sup> ed., St. Paul (MN, US), 2021, 42 s.; e M.P. MALLOY, *Banking Law and Regulation*, New York, § 1.A.02 (2017-1 suppl.), § 1.B.02, in corr. delle nt. 24-25 (2015-2 supplement), il quale rileva la minore importanza degli attivi delle *state-chartered banks*.

<sup>86</sup> Si v. 12 C.F.R. § 7.2000, che limita la libertà di scelta «to the extent not inconsistent with applicable Federal banking statutes or regulations, or bank safety and soundness».

regole di *governance* dello Stato ove hanno la sede principale, quelle del *Model Business Corporation Act*, quelle del *Delaware*, ovvero quelle applicabili alla propria *bank holding company* – la società controllante che non necessariamente è autorizzata all'attività bancaria e può essere quotata.

Anche la letteratura statunitense ha notato che le uniche imprese commerciali a scopo di lucro autorizzate da un'agenzia del governo federale sono le banche<sup>87</sup>.

A lungo si è creduto che il modello di *corporate governance* presente nella giurisprudenza statunitense (teorica e pratica), ispirato alla massimizzazione del valore per gli azionisti<sup>88</sup>, potesse essere trasferito nel settore bancario. Qui, si è continuato a pensare che gli strumenti di monitoraggio della gestione pensati nell'interesse degli azionisti e per risolvere i conflitti di *agency* di questa classe di finanziatori – attraverso l'istituzione di amministratori indipendenti, ovvero con l'attribuzione di poteri di *voice* – fossero sufficienti a contenere problemi dotati in realtà<sup>89</sup> di una propria specificità che riguardano la gestione e la sorveglianza del rischio, laddove nelle società di diritto comune questa esigenza non si riscontra. L'idea dell'insufficienza di tale approccio, al di là della diffusione e dell'estensione con cui ha interessato la letteratura nord-americana, coinvolge innumerevoli istituti giuridici e definisce, nell'insieme, un processo di riforma sistematica di settore<sup>90</sup>.

<sup>87</sup> In questi termini L. MENAND, M. RICKS, *Federal Corporate Law and the Business of Banking*, in *The University of Chicago Law Review*, 88, 2021, 1361 ss., *passim*, 1375 ss., i quali osservano che il *National Bank Act* (NBA) – che disciplina le banche nazionali, che rappresentano gli istituti più rilevanti del settore finanziario – presenta la possibilità di poter essere considerato come un diritto societario delle banche ed è stato emanato non tanto per concentrare la creazione di ricchezza privata o per regolare un'industria esistente, quanto per risolvere un problema di *governance* economica derivante dalla fatto che le banche nazionali sono strumenti federali incaricati di aumentare l'offerta di moneta.

<sup>88</sup> Non è qui possibile anche solo evocare quello che è considerato un carattere qualificante della *corporate* statunitense, con differenti esiti, in arg. L. ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285 ss.; L. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco (CA, US), 2012, *passim*, ma che a proposito delle banche viene messo in discussione non tanto sul piano della rilevanza della norma, quanto della possibilità di consentire al *management* bancario di operare per interessi diversi da quello al valore per l'azionista bancario; a riguardo v. L. SAIN JONES, *Aligning National Bank Priorities with the Public Interest: National Benefit Banks and a New Stakeholder Approach*, in *American Business Law Journal*, 58, 2021, 5 ss.

<sup>89</sup> Per un'analisi v. J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholder Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 6, 2014, 35 ss.; J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 370 ss., ove l'impostazione secondo la quale l'amministrazione delle banche può essere fondata sul modello generale di *corporate governance* è ricordata, in termini critici, come «assimilation theory». Inoltre, si v. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Bank Corporate Governance. A Proposal for the After-Crisis World*, in *FRBNY Economic Policy Review*, 22, 2016, 85 ss., e, dei medesimi AA., *Vertical and Horizontal Problems in Financial Regulation and Corporate Governance*, in J.N. GORDON, W.G. RINGE (ed. by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, 1084 ss., 1107. Rispetto al problema della gestione del rischio v. S.L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, in *Notre Dame Law Review*, 92, 2016, 4 ss.; D.K. TARULLO, *Corporate Governance and Prudential Regulation*, June 2014, 8 ss.; S.T. OMAROVA, *Bank Governance and Systemic Stability: The Golden Share Approach*, in *Alabama Law Review*, 68, 2017, 1031 ss. Per rilievi critici sull'impostazione che indica la massimizzazione dello *shareholder value* nelle società bancarie a proposito degli orientamenti di *corporate governance* v. F.A. GEVURTZ, *The Role of Corporate Law in Preventing a Financial Crisis, Reflections on In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, in *Pacific McGeorge Global Business & Development Law Journal*, 23, 2010, 113 ss., 151 ss., nonché in C.A. HILL, R.W. PAITER, *Better bankers, better banks. Promoting good business through contractual commitment*, Chicago, 2015, 105 ss.

<sup>90</sup> Che riguarda il problema dei compensi degli amministratori, su cui, in un'ottica di disincentivi

Quello a cui si assiste negli Stati Uniti oggi è quindi un processo critico delle esigenze giuridico-economiche che giustificano un trattamento differenziato dell'amministrazione delle banche in quanto imprese «*unusually risky, more fragile and more difficult to monitor*»<sup>91</sup>. Il che porta a pensare che se da un punto di vista generale si verifica una certa fatica del diritto americano ad affrancare la disciplina delle banche – nella giurisprudenza e in un apparato di norme ancora non del tutto autonome dalle regole del diritto comune –, tuttavia, nella letteratura nordamericana si riscontrano oramai diverse prese di posizione avviate in questa direzione<sup>92</sup>.

8. *Le proposte della letteratura americana per la composizione e i requisiti dell'organo amministrativo bancario.* – Avendo in mente il contenimento del rischio come finalità delle modifiche della regolazione bancaria, negli Stati Uniti si sta svolgendo un intenso dibattito che si è attivato sui profili gestori dell'impresa bancaria che ha condotto all'identificazione sia degli aspetti strutturali che potrebbero essere modificati, sia di quelli, per così dire, funzionali e, in particolare, delle competenze dell'organo gestorio<sup>93</sup>.

La letteratura si è avviata seguendo differenti approcci: se da una parte, in termini complessivi, si è osservato che azionisti e *supervisor* dovrebbero aspettarsi che un consiglio includa membri con la competenza, l'esperienza e l'impegno di tempo appropriati per la gestione del rischio dei tipi di attività dell'impresa finanziaria<sup>94</sup>; dall'altra, nello specifico, si è osservato che il *Dodd Frank Act* non prevede prescrizioni che pongano gli amministratori nelle condizioni di risultare competenti e responsabili rispetto ai rischi derivanti dall'attività bancaria<sup>95</sup>.

---

all'assunzione del rischio, v. L.A. BEBCHUK, H. SPAMANN, *Regulating Bankers' Pay*, in *Georgia Law Journal*, 98, 2010, 247 ss.; F. TUNG, *Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation*, in *Northwestern University Law Review*, 15, 2011, 1205 ss.; W.A. KAAL, *Contingent Capital in Executive Compensation*, in *Washington and Lee Law Review*, 69, 2012, 1821 ss., spec. 1850 ss.; ma anche il controllo del rischio – sia rispetto ai doveri e alle responsabilità degli amministratori, sia rispetto all'articolazione dell'organo amministrativo e alla introduzione di discipline, già conosciute in Europa, che riguardano la previsione di requisiti di professionalità, o, sotto altro punto di vista, la limitazione del numero e della tipologia degli incarichi –; e, ancora, la disciplina della vigilanza dedicata ai provvedimenti amministrativi che abbiano per oggetto l'inibizione, la sospensione o la rimozione degli organi gestori, ovvero sanzioni pecuniarie; su cui H.M. SCHOONER, *Big Bank Boards: The Case for Heightened Administrative Enforcement*, in *Alabama Law Review*, 68, 2017, 1014 ss.

<sup>91</sup> Cfr. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Vertical and Horizontal Problems in Financial Regulation and Corporate Governance*, cit., 1186; per un esame ragionato delle tendenze in atto negli Stati Uniti v. G. PETROBONI, *I caratteri speciali dell'amministrazione delle banche negli Stati Uniti. La discussione delle ragioni, la ricerca degli strumenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2020, 850 ss., 854 s.

<sup>92</sup> Per questi profili, che qui non possono essere esaminati, v. G. PETROBONI, *op. cit.*, 861 ss., ove ampi riferimenti.

<sup>93</sup> A partire dalla critica della selezione degli amministratori indipendenti e dalla necessità di affiancare l'istituto con altri strumenti; con differenti proposte, v. S.M. BAINBRIDGE, M.T. HENDERSON, *Outsourcing The Board: How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance*, Cambridge, 2018, e R.J. GILSON, J.N. GORDON, *Board 3.0: An Introduction*, in *The Business Lawyer*, 74, 2019, 351 ss., che sottopongono a revisione critica il modello di *monitoring board* composto da amministratori indipendenti.

<sup>94</sup> V. D.K. TARULLO, *Corporate Governance and Prudential Regulation*, cit., 14, che si riferisce al *board*, al *lead independent director*, al presidente dell'*audit committee* e del *risk committee*.

<sup>95</sup> In arg. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Vertical and Horizontal Problems*, cit., 1085.

L'attenzione degli studiosi si è concentrata su due linee di argomenti: (a) la professionalità – intesa come qualità, capacità ed esperienze – dei membri del *board* di una banca; e (b) la disponibilità di tempo sufficiente a svolgere l'incarico con la necessaria intensità.

Le sole prescrizioni dello *statute law* che riguardano il possesso della professionalità<sup>96</sup> (a) richiesta su base continuativa derivano dall'articolazione di alcuni comitati muniti di specifiche funzioni (essenzialmente, il *risk* e l'*audit committee*) all'interno del *board* di banche, o controllanti con determinate dimensioni patrimoniali, ovvero quotate<sup>97</sup>.

Alcune raccomandazioni delle autorità di vigilanza, in particolare dell'*Officer of the Comptroller of the Currency*<sup>98</sup>, segnalano l'esigenza che alcune competenze siano possedute dagli amministratori di banche<sup>99</sup> direttamente coinvolte nell'attività creditizia<sup>100</sup> (autorizzate su base nazionale).

<sup>96</sup> La disciplina statunitense tende a considerare complessivamente le capacità e le competenze collettive del gruppo di gestione, sebbene il retroterra culturale finanziario e biografico di ogni *officer* sia soggetto all'investigazione e all'analisi dell'OCC; a riguardo v. M.P. MALLOY, *Banking Law and Regulation*, New York, 2017, § 2.02 (A), 2-22 (suppl. 2014-3), e, per esempio, si v. § 1 C.F.R. § 5.20(g)(3), e anche al di là dell'autorizzazione all'attività bancaria, v. 12 U.S.C. § 1816 (4), e 12 C.F.R. § 5.20(f)(2)(i) e (ii)(g)(1); e cfr. 12 C.F.R. § 5.20(g)(2). Ipotesi di *veto power* delle autorità di vigilanza sulle nomine sono previste in caso di mancato rispetto di alcuni requisiti di capitale o qualora la banca si trovi in *troubled condition* (cfr. 12 U.S.C. § 1831 (i), e 12 C.F.R. § 51), mentre la semplice comunicazione dei nominativi di amministratori e *senior officers* è prevista in caso di mutamento del controllo, cfr. 12 C.F.R. § 1817 (j)]. Queste disposizioni attribuiscono ampi poteri alle agenzie bancarie federali, le quali possono esercitare anche il potere di sospendere un *charter* (autorizzazione), al momento della costituzione di una banca, o un'assicurazione sui depositi, fintanto che una persona che non possenga i requisiti voluti dalla vigilanza rimane nel *team* del *manager*. Inoltre, le agenzie possono in alcune circostanze impedire a una banca esistente la nomina di *director* o *executive officer*. Possono anche rimuovere dall'ufficio un *executive officer*, un *director* o un dipendente e vietare a tale persona di partecipare agli affari di qualsiasi istituto di deposito assicurato a livello federale. Tale divieto, se non modificato, durerà per tutta la vita; a riguardo v. R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, P. CONTI-BROWN, *The Law of Financial Institutions*, 7th ed., New York, 2021, 344 ss., 344 s. i quali richiamano i presupposti analitici previsti per l'esercizio dei poteri di *suspension, removal* e *prohibition* applicabili in via sanzionatoria; in arg. 12 U.S.C. § 1818 (e) (1).

<sup>97</sup> La complessa disciplina si articola tra prescrizioni di rango legislativo e previsioni di rango inferiore. La disciplina primaria prevede: (i) per le *bank holding companies* quotate e con un attivo consolidato di almeno 50 miliardi di dollari, l'istituzione di un *risk committee* formato da amministratori indipendenti, di cui uno competente in materia di gestione del rischio e con esperienza nell'identificazione, valutazione e gestione delle esposizioni di rischio in imprese grandi e complesse, il cui numero è individuato dalla *Federal Reserve* in rapporto, tra gli altri, alle dimensioni dell'impresa e del tipo di operazioni. A riguardo v. 12 U.S.C. § 5365 (h), introdotta dal *Dodd Frank Act*; la soglia a 50 miliardi è frutto della recente elevazione, rispetto agli originari limiti, compiuta dall'*Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act* del 2018; cfr. le norme attuative in 12 C.F.R. § 252.22, nonché in 12 C.F.R. § 252.33). Inoltre è previsto (ii) per tutte le società quotate (quindi, anche per le *bank holding companies*) la creazione di un *audit committee* interamente costituito da amministratori indipendenti (l'opzione risale al *Sarbanes Oxley Act* ed è codificata in 15 U.S.C. § 78j-1, lett. m), di cui uno qualificabile come *financial expert*; v. ora 15 U.S.C. § 7265; sul piano attuativo, v. le norme adottate dalla SEC (*Exchange Act Rule* 10A-3) e dai mercati (*NYSE Listed Company Manual*, §§ 303A.06 e 303A.07, nonché *Nasdaq Stock Market Equity Rule* 5605 (c) (2) (A)). A livello di normazione regolamentare, invece, si prevede che tutte le banche con un attivo consolidato di almeno 3 miliardi di dollari debbano istituire un *audit committee* i cui membri abbiano «*banking or related financial management expertise*», cfr. 12 C.F.R. § 363.5 (b); su questi aspetti v. G. PETROBONI, *op. cit.*, 877, nt. 95

<sup>98</sup> Sulla cui funzione v. R.S. CARNELL, J.R. MACEY, G.P. MILLER, P. CONTI-BROWN, *The Law of Financial Institutions*, cit., 85 ss.

<sup>99</sup> In questi termini le raccomandazioni dell'OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC), *Director's Book. Role of Directors for National Banks and Federal Savings Associations*, November 2020, 15 s., il quale in particolare indica che di norma un amministratore di banca dovrebbe possedere, tra l'altro, «basic

Le disposizioni in materia appaiono alla letteratura nordamericana inadeguate per gestire il problema dell'eccesso di rischio assunto dalle istituzioni finanziarie statunitensi<sup>101</sup>. Le proposte formulate per adeguare la capacità di fronteggiare i rischi posti dall'attività bancaria riguardano le condizioni per l'accesso alla carica dei *director*<sup>102</sup> e la composizione dei *risk committee*<sup>103</sup>.

Sul piano (b) del *time commitment* da dedicare alla carica<sup>104</sup>, in assenza di prescrizioni<sup>105</sup>, le proposte della letteratura nordamericana sono sempre analitiche e si articolano in relazione ai destinatari a cui sono rivolte.

La prospettiva avanzata prevede un intervento legislativo che fissi limiti massimi al numero di posizioni che il singolo può contemporaneamente rivestire. Sebbene il modello dichiarato sia la CRD europea, le proposte avanzate se ne distaccano per alcuni tratti. Infatti, si propone di ridurre l'ambito di entità destinatarie<sup>106</sup> e, al contempo, si prefigurano vincoli molto più stringenti per figure essenziali come il *lead independent director*, il presidente del *risk committee* o l'omologo dell'*audit committee*<sup>107</sup>.

La proposta riconosce alle soglie stabilite per legge il valore di punto di riferimento di una complessa strategia regolatoria che opererebbe prima e a prescindere dalle imposizioni dell'ordinamento<sup>108</sup>. Gli interlocutori di questa strategia sarebbero

---

knowledge of the banking industry, financial regulatory system, and laws and regulations that govern the bank's operation», nonché «background, knowledge, and experience in business or another discipline to facilitate bank oversight», e «firm commitment to regularly attend and be prepared for board and committee meetings». Tra le competenze indicate, particolare significatività presenta il fatto che venga raccomandato che i *director* posseggano «*knowledge of the communities that the bank serve*» per il rilievo assunto dalla letteratura che ha segnalato il pericolo derivante dallo scollamento tra le banche e le comunità di riferimento come esito del processo di aggregazione scaturito come risposta alle esigenze di patrimonializzazione bancaria.

<sup>100</sup> Mentre non sono reperibili suggerimenti analoghi in merito alle *bank holding companies*, si v. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Vertical and Horizontal Problems*, cit., 1098.

<sup>101</sup> In arg. J.R. MACEY, M. O'HARA, *op. ult. cit.*, 1099; C.M. BRUNER, *Corporate Governance Reform in Post-Crisis Financial Firms: Two Fundamental Tensions*, in *Arizona Law Review*, 60, 2018, 965 ss., 974 ss.

<sup>102</sup> Tra cui quella di essere *banking literate*, ossia di saper comprendere «the basic functions of banking, the nature of risk in complex financial organizations, and the complex regulatory structure defining banking»; cfr. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Vertical and Horizontal Problems*, cit., 1098.

<sup>103</sup> Siano composti unicamente da *banking experts*, ossia persone di dimostrata esperienza nella valutazione dei sistemi di controllo rischi graduata in relazione alle dimensioni di un'istituzione finanziaria; cfr. J.R. MACEY, M. O'HARA, *op. ult. cit.*, 1098.

<sup>104</sup> Sul rilievo empirico del problema S.P. FERRISA, N. JAYARAMAN, M.Y(S.) LIAO, *Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards*, in *Global Finance Journal*, 44, 2020, 100437. Sembra qui solo il caso di ricordare l'attenzione al dato empirico dedicata dal punto di vista teorico da P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 504 ss., 514 s.

<sup>105</sup> Anche in tal caso, un cenno di natura orientativa è contenuto, per le imprese autorizzate all'attività bancaria, nell'OCC, *Director's Book*, cit., 15, ove si indica tra le circostanze che il *board* dovrebbe considerare nel valutare una possibile candidatura se la persona interessata abbia «sufficient time to effectively carry out his or her responsibilities».

<sup>106</sup> Che sono individuate nelle *banking holding companies* con almeno 50 miliardi di attivo consolidato e in ogni caso nelle *systemically important non-bank financial institutions*; v. J.C. KRESS, *Board to Death: How Busy Directors Could Cause the Next Financial Crisis*, in *Boston College Law Review*, 59, 2018, 885 ss, 926 ss.

<sup>107</sup> Per questi ruoli dovrebbe essere inibita la selezione di soggetti impegnati come amministratore esecutivo di altra società quotata, i cui titolari potrebbero essere autorizzati a sedere in non più di un altro *board* di società quotata; in argomento v. J.C. KRESS, *op. cit.*, 926 ss., ove anche una riflessione su talune ricadute sul piano della remunerazione.

<sup>108</sup> Cfr. G. PETROBONI, *op. cit.*, 879.

quindi, da una parte, i *proxy advisors*, che dovrebbero inserire nelle proprie politiche specifici protocolli, differenziati per le istituzioni finanziarie, che dovrebbero essere dirette a disincentivare e a sconsigliare il sostegno alle candidature di chi già risulta detenere un certo numero di incarichi in altre imprese: avendo riguardo di una categoria di imprese più ampia rispetto a quelle destinatarie dei limiti massimi presi in considerazione<sup>109</sup>. Per altro verso, le stesse autorità di vigilanza dovrebbero essere sollecitate a intervenire sulle proprie procedure, in particolare su quelle relative all'attribuzione del *rating* di vigilanza, assegnando un rilievo (negativo) all'eventuale detenzione, da parte di un medesimo amministratore, di un certo numero di incarichi simultanei che non potrebbero consentirgli l'adempimento adeguato delle sue mansioni<sup>110</sup>.

È stato anche evidenziato che se vi è una certa identità di veduta sull'idea che l'impegno di un *director* aumenti con ogni ulteriore incarico ricoperto in un consiglio di amministrazione rispetto al primo incarico rivestito, esistono, tuttavia, differenti modi di intendere ciò che qualifica come *busy* un *director*<sup>111</sup>. Alcuni lo considerano tale se fa parte di più di un consiglio<sup>112</sup>; altri usano una metrica numerica<sup>113</sup>. Quel che si nota è che i *directors* spendono in media 245 ore all'anno in attività relative al consiglio di amministrazione, quando un amministratore siede in più consigli, se si combina il numero di ore considerate per consiglio, si può ricavare quanto gli amministratori siano impegnati. Ciò risulta particolarmente vero per i molti amministratori che ricoprono altri incarichi, a tempo pieno, simultanei, come *executives*<sup>114</sup>.

<sup>109</sup> A riguardo v. J.C. KRESS, *op. cit.*, 924 s., in quale considera i risultati più recenti della ricerca delle scienze cognitive riguardo i fattori che influenzano il grado di attenzione e di partecipazione di un individuo (sul tema v. ID., 891 ss.) per elaborare i limiti quantitativi segnalati da applicare sia a determinate imprese più grandi, sia tramite *proxy advisors*.

<sup>110</sup> Si v. J.C. KRESS, *op. cit.*, 925 s.

<sup>111</sup> È bene ricordare che la letteratura finanziaria usa spesso il termine *busy directors*, tra gli altri B.W. BENSON, W.N. DAVIDSON III, T.R. DAVIDSON, H. WANG, *Do Busy Directors and CEOs Shirk Their Responsibilities? Evidence from Mergers and Acquisitions*, in *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 55, 2015, 1 ss., 1; A. LJUNGQVIST, K. RAFF, *Busy Directors: Strategic Interaction and Monitoring Synergies*, Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 23889, 2017, 1; mentre la letteratura giuridica adopera, come noto, per lo più il termine *interlocks*, con il quale si intende il collegamento tra le società nei cui consigli di amministrazione fa parte lo stesso amministratore; in arg. M. BARZUZA, Q. CURTIS, *Board Interlocks and Outside Directors' Protection*, in *Journal of Legal Studies*, 46, 2017, 129 ss., 132 s. Spesso, investitori e consulenti in materia di *proxy* utilizzano anche il termine *overboarding*, concettualmente simile al significato attribuito al termine *busy director*; si v., ad esempio, K. PAPADOPOULOS, *Director Overboarding: Global Trends, Definitions, and Impact*, ISS ANALYTICS (Aug. 28, 2019).

<sup>112</sup> Tra gli altri, A. FALATO, D. KADYRZHANOVA, U. LEL, *Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value?*, in *Journal of Financial Economics*, 113, 2014, 404 ss., 405, i quali "consider directors that hold an outside board seat on at least two firms, firm A and firm B, and are subject to shocks originating from the death of either the CEO or a colleague on the board of, say, firm A".

<sup>113</sup> Si v. S.P. FERRIS, M. JAGANNATHAN, A.C. PRITCHARD, *Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments*, in *The Journal of Finance*, 58, 2003, 1087 ss., 1091, che indicano la partecipazione a tre o più consigli come riferimento; sul tema anche E.M. FICH, A. SHIVDASANI, *Are Busy Boards Effective Monitors?*, in *The Journal of Finance*, 61, 2006, 689 ss., 689; e J.C. KRESS, *op. cit.*, *passim*, 878. Per un'analisi storica del problema v. P. WITHISUPHAKORN, P. JIRAPORN, *Are Busy Directors Harmful or Helpful? Evidence from the Great Recession*, in *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 2018, 1; A. LJUNGQVIST, K. RAFF, *Busy Directors: Strategic Interaction and Monitoring Synergies*, in Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 23889, 2017, 1.

<sup>114</sup> A riguardo v. Y. NILI, *Horizontal Directors*, in *Northwestern University Law Review*, 114, 2020, 1179 ss., 1191 s. La presenza in più consigli di amministrazione di società che operano nello stesso settore industriale ha un diverso significato che indirizza l'indagine verso i pericoli e i benefici dei c.d. *horizontal*

9. *Prospettive di sviluppo della considerazione della gestione bancaria.* – Da quello che si è riferito si può osservare quanto il livello di dettaglio delle proposte avanzate negli Stati Uniti sia avanzato: l'evidenza risulta dalla definizione con cui le condizioni di accesso all'organo amministrativo di una banca sono delineate. Da una parte, l'approfondimento sembra legato alla circostanza che la consapevolezza dell'utilità di talune premesse strutturali legate alla positiva azione degli amministratori di banche sia emersa solo col tempo. Alcuni autori, infatti, si sono confrontati con i medesimi temi in periodi successivi della loro attività, nel mentre, si è verificata la crisi finanziaria, per cui il *duty of care* dei gestori bancari, che era stato ricercato in ragione della particolare natura delle società finanziarie comparate a quelle che svolgono altra attività<sup>115</sup>, viene in parte accantonato<sup>116</sup> a favore di altre soluzioni. Dall'altra, lo spostamento dell'interesse verso strategie regolatorie che mirano a produrre effetti prima che si verifichi una crisi finanziaria (c.d. strategie *ex ante*<sup>117</sup>) da parte dei medesimi autori – che puntano sulla correttezza della gestione attraverso l'imposizione di alti livelli di professionalità dei gestori a partire dalla individuazione del tempo necessario da dedicare all'attività di gestione –, oltre che segnalare la puntualità della riflessione<sup>118</sup> e la precisione con cui vengono individuate le iniziative avanzate<sup>119</sup>, dimostra il mutamento della considerazione del rilievo degli effetti delle crisi sull'economia e sulle soluzioni ricercate così da spingere verso forme di regolazione simili a quelle adottate in Europa<sup>120</sup>.

Un segnale della variazione di approccio, anche solo rispetto al significato da attribuire alle proposte statunitensi rassegnate e alla reale efficacia dei provvedimenti europei e francesi, risiede nei provvedimenti emersi in reazione alla crisi da COVID-19<sup>121</sup> che mostrano una mutata sensibilità circa la funzione bancaria. La quale dovrebbe poter comportare la presa d'atto della necessità di modificare gli obiettivi assegnati ai *manager* bancari poiché le proposte di governare l'accesso e la funzione gestoria, come

---

*directors.* La presenza *orizzontale* nei *board* da parte degli amministratori è spesso analizzata dalla letteratura statunitense in materia di *antitrust*, il suo sviluppo desta attenzione poiché si ritiene sia in grado di limitare la concorrenza nei settori industriali, ma rischia di essere trascurata da studiosi, professionisti e autorità di regolazione; sul tema v. Y. NILI, *Horizontal Directors*, cit., *passim*.

<sup>115</sup> A tal proposito v. M. O'HARA, J. MACEY, *The Corporate Governance of Banks*, in *FRBNY Economic Policy Review*, 9, 2003, 91 ss., proponevano di legittimare i creditori bancari a promuovere azioni risarcitorie per violazione dei doveri fiduciari.

<sup>116</sup> Per una recente esame del tema sul piano del diritto comune v. L.Y. ANIDJAR, *Directors' Duty of Care in Times of Financial Distress Following the Global Epidemic Crisis*, in *Brooklyn Journal of International Law*, 46, 2020, 99 ss.

<sup>117</sup> Per questa classificazione v. J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *op. cit.*, 72 ss.

<sup>118</sup> In questo senso G. PETROBONI, *op. cit.*, 880.

<sup>119</sup> La necessità di individuare proposte applicabili deriva dall'opportunità di fornire argomenti completi, rispetto alle lacune dimostrate dalle scelte di autoregolazione, e proposte normative calibrate in riferimento agli obiettivi che emergono; a riguardo v. J.R. MACEY, M. O'HARA, *Vertical and Horizontal Problems*, cit., 1044, che evidenziano i limiti dei sistemi di controllo dei rischi delle singole imprese, e J.C. KRESS, *op. cit.*, 920, che considera i limiti del *private ordering*.

<sup>120</sup> Per un esame diffuso v. G. PETROBONI, *op. cit.*, 880 ss.

<sup>121</sup> Sul tema v. D. ZARING, *The Government's Economic Response to The Covid Crisis*, in *Review of Banking & Financial Law* (July 28, 2020, in corso di pubblicazione, 2020-2021, reperibile presso <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3662049>); C.V. GORTSOS, *The Response of the European Central Bank to the Current Pandemic Crisis: Monetary Policy and Prudential Banking Supervision Decisions*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, 231 ss.

sta avvenendo negli Stati Uniti, si potrebbero dimostrare insufficienti<sup>122</sup> se non si riconoscesse la legittimità di perseguire<sup>123</sup> l'idea di sostenibilità dell'attività bancaria, tanto più è inoltrato il cammino verso l'interiorizzazione dei rischi ESG tra quelli bancari e le conseguenti modifiche delle regole di *governance*<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> A riguardo, per la letteratura francese, v. F. BENSEDDIK, *La notation de la responsabilité sociale et éthique des banques*, cit., 293 ss., il quale evidenzia le difficoltà del sistema dei controlli interni; e, per quella statunitense, L. SAIN JONES, *Aligning National Bank Priorities with the Public Interest*, cit., *passim*, 33, che rileva il diverso peso che la reazione al COVID-19 attribuisce agli istituti giuridici tradizionali.

<sup>123</sup> In un contesto normativo che conosce le *società benefit*; a riguardo V. CALANDRA BUONAURA, *L'impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca impr. soc.*, 2019, 27 ss., 43; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss., 318.

<sup>124</sup> In argomento si v. COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*, e che modifica la direttiva 2014/59/UE, Bruxelles, 27 ottobre 2021, COM(2021) 663 *final*; e specialmente Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'*output floor*, Bruxelles, 27 ottobre 2021, COM(2021) 664 *final*. Per un inquadramento v. P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate governance. Rivista*, 2022, 9 ss., *passim*, 19 ss.; ID., *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, 1 ss., par. 14. Sulle modifiche all'attività bancaria sia consentito il rinvio a V. BEVIVINO, *Conseguenze e prospettive regolatorie dell'internalizzazione dei fattori ESG tra i rischi dell'attività bancaria*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, in corso di pubblicazione.



# REQUISITI E CRITERI DI IDONEITÀ DEGLI AMMINISTRATORI DI BANCHE: IL CONSIGLIO COME GIUDICE DI SÉ STESSO

di *Gaetano Presti*

Sommario: 1. Premessa. – 2. La centralità del ruolo del consiglio. – 3. Requisiti e criteri: quattro coppie. – 4. Onorabilità e correttezza. – 5. Professionalità e competenza. – 6. Composizione e competenza collettiva. – 7. Indipendenza in astratto e in concreto. – 8. Cumulo di incarichi e tempo disponibile. – 9. La valutazione di idoneità. – 10. Il controllo della valutazione consiliare. – 11. Conclusioni.

1. *Premessa.* – L'asse portante della disciplina bancaria è rappresentato dal principio della sana e prudente gestione<sup>1</sup>; a questa contribuiscono in modo determinante gli assetti di governo societario che, a loro volta, sono fortemente condizionati dalle persone chiamate a svolgervi un ruolo e, quindi, e prima ancora, dai criteri adottati per la loro selezione.

Non c'è bisogno di aggiungere altro per evidenziare l'importanza del decreto ministeriale 23 novembre 2020, n. 169, con cui il MEF ha emanato il *Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti* (in seguito, anche solo regolamento o reg.) e l'intima contiguità dell'argomento al tema del governo societario cui il nostro Onorato ha dedicato parte importante della sua attività scientifica.

Il regolamento rappresenta un punto essenziale di una lunga e complessa evoluzione della materia che ha avuto origine con l'art. 91 della direttiva 2013/36 (in seguito, CRD IV)<sup>2</sup> a seguito della quale, con d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, è stato riscritto l'art. 26 t.u.b. con ciò rendendo necessaria la sostituzione del previgente regolamento. 18 marzo 1998, n. 161. Ai quasi due anni occorsi per l'attuazione della direttiva nell'ordinamento interno si sono aggiunti altri cinque anni e mezzo per l'emanazione della normativa se-

---

<sup>1</sup> Il criterio della sana e prudente gestione caratterizza quasi ogni aspetto della disciplina bancaria: dal regime di autorizzazione all'esercizio dell'attività (art. 5 t.u.b.), al regime autorizzatorio per gli azionisti rilevanti (artt. 19 e 25 t.u.b.), alla disciplina degli organi con relativo regime sanzionatorio e addirittura di *removal* degli amministratori che non siano *fit and proper* (artt. 26, 53-*bis* e 67-*ter* t.u.b.), alla disciplina delle modificazioni statutarie (art. 56 t.u.b.) e a quella delle fusioni e delle scissioni (art. 57 t.u.b.). Val la pena di notare che, recentemente, Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, ha argomentato la responsabilità della banca per concessione abusiva di credito proprio dalla sua soggezione al criterio della sana e prudente gestione che, quindi, va al di là dei profili organizzativi endosocietari e incide anche sul versante dei rapporti con soggetti esterni all'ente.

<sup>2</sup> In seguito, l'art. 91 è stato modificato dall'art. 1 direttiva 2019/878 (CRD V).

condaria e, dunque, per l'effettività della nuova disciplina. In questo non breve periodo di tempo si sono susseguiti una pluralità di documenti, tra i quali val la pena di ricordare lo *Schema di decreto ministeriale* messo in pubblica consultazione dal MEF il 4 agosto 2017, le *Joint ESMA and EBA Guidelines* del 26 settembre 2017, ora sostituite dalla nuova versione del 2 luglio 2021, e la *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità* della BCE del maggio 2018 (in seguito, la Guida BCE)<sup>3</sup>. D'altra parte, il d.m. 169/2020 non ha neanche costituito la fine dell'evoluzione normativa in materia giacché a esso hanno fatto seguito le *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, confidi, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti* del 4 maggio 2021 (in seguito, DPV) e il 35° aggiornamento delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* (circolare Banca d'Italia 285/2013) che, in data 30 giugno 2021, ha modificato il capitolo dedicato al Governo societario (in seguito, DGS).

La lunga gestazione delle disposizioni in esame trova una sua spiegazione nella delicatezza della materia in quanto, per limitarsi agli aspetti giuridici, i diversi regolatori non si sono trovati di fronte il solo, tradizionale, problema del bilanciamento tra sala e prudente gestione e tutela della libertà di iniziativa economica e, pertanto, della ricerca del miglior equilibrio tra l'interesse pubblico e quello privato, ma anche – come si vedrà – quello, tutto endo-societario, della ripartizione dei poteri tra assemblea e organo amministrativo nonché il tema della salvaguardia delle posizioni soggettive dei soggetti chiamati ad assumere funzioni di governance e, perciò, sottoposti a uno scrutinio sulla loro idoneità. Se, poi, si oltrepassa il limite della sovrastruttura giuridica, è agevole avvedersi come lo stabilire requisiti e criteri di idoneità per l'accesso alle funzioni di governo societario incida in modo rilevante sugli assetti del potere economico<sup>4</sup>.

2. *La centralità del ruolo del consiglio.* – Il fine principale di questo lavoro non è quello di offrire un quadro completo dell'intera materia disciplinata dal regolamento. Questo, come noto, riguarda una pluralità di soggetti (banche<sup>5</sup>, società capogruppo di

<sup>3</sup> Il 15 giugno 2021 BCE ha sottoposto a pubblica consultazione la bozza di una nuova versione della Guida.

<sup>4</sup> Secondo uno studio di The European House – Ambrosetti, di cui ha dato notizia *Affari e Finanza* del 15 febbraio 2021, su 226 amministratori di 18 banche italiane quotate 37 (cioè circa uno su sei) non sono in regola con requisiti e criteri di idoneità previsti nel nuovo regolamento; la metà delle banche del campione hanno due o tre amministratori *unfit*. Va ricordato che il regolamento si applica solo alle nomine successive alla sua entrata in vigore.

<sup>5</sup> All'interno delle banche, poi, in applicazione del principio di proporzionalità, una disciplina particolare è dettata per le banche di minori dimensioni e o complessità operativa (art. 17 reg.) e, in particolare, per le banche di credito cooperativo (artt. 8 e 13, comma 2, reg.). Va subito evidenziato che nel regolamento la distinzione è secca tra banche di maggiori dimensioni o complessità operativa e banche di minori dimensioni o complessità operativa (art. 1, comma 1, lett. *c-d*, reg.) con rinvio per la definizione alle DGS. Al momento dell'emanazione del regolamento, in effetti, il documento di consultazione per le nuove DGS prevedeva di semplificare la tripartizione precedente (vi era anche la categoria delle banche intermedie) distinguendo solo tra banche maggiori (quelle *significant*, quelle quotate e quelle così autoqualificatesi) e minori (quelle con attivo pari o inferiore a cinque miliardi di euro e quelle così autoqualificatesi). Peraltro, le DGS effettivamente emanate il 4 maggio 2021 hanno conservato la tripartizione precedente mantenendo la categoria delle banche intermedie (quelle non *significant*, non quotate, con un attivo compreso tra cinque e dieci

gruppi bancari, intermediari finanziari, confidi, IMEL, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti<sup>6</sup>) e una pluralità di funzioni (amministratori nella loro diversa tipologia<sup>7</sup>, componenti degli organi di controllo<sup>8</sup>, dirigenti apicali<sup>9</sup>).

La focalizzazione sarà su un tema specifico: precisare, nell'ottica del nostro ordinamento nazionale<sup>10</sup>, quali siano i compiti del consiglio di amministrazione di una banca, con l'ausilio del comitato nomine, ove esistente<sup>11</sup>, in relazione alla valutazione dell'idoneità dei suoi componenti; in quali tempi, su quali argomenti, con quali parametri, limiti e controlli l'organo amministrativo debba svolgere questo particolare compito.

La combinazione dell'art. 1, comma 1, lett. o) con l'art. 23, comma 1, reg., infatti, indica chiaramente che il consiglio di amministrazione è l'"organo competente", obbligato a procedere alla valutazione dell'idoneità dei suoi stessi membri, dell'adeguatezza della sua composizione collettiva e del rispetto dei limiti al cumulo degli incarichi.

Come si è già accennato, questa valutazione, cui può seguire la dichiarazione di decadenza dell'amministratore che non sia *fit and proper*, implica un delicato riesame del merito della nomina assembleare ed è, poi, a sua volta, sottoposto a un secondo scrutinio da parte dell'autorità di vigilanza competente (Banca d'Italia o BCE a seconda dei casi).

Chiara è quindi la necessità di chiarire i tratti della valutazione che compete all'organo amministrativo.

**3. Requisiti e criteri: quattro coppie.** – Per affrontare analiticamente, in relazione ai diversi profili in cui si articola, l'idoneità dell'amministratore, occorre procedere alla

---

miliardi di euro come media degli ultimi quattro esercizi e quelle così autoqualificatesi). Oggi, quando il regolamento considera rilevante la dimensione o la complessità operativa (p.e. art. 17 reg.), è quindi dubbio quale disciplina debba applicarsi. Sul punto specifico delle BCC v. *infra*, nota 22.

<sup>6</sup> L'art. 2, comma 2 ss., reg. indica analiticamente quali sono le regole che si applicano ai diversi soggetti diversi dalle banche e dalle capogruppo di gruppi bancari.

<sup>7</sup> Il regolamento distingue regole particolari a seconda che si tratti di amministratori esecutivi o no (art. 7, commi 1 e 2, reg.), del presidente (art. 7, comma 3, reg.), dell'amministratore delegato (art. 7, comma 4, reg.). Nei sistemi alternativi le regole previste per gli amministratori si applicano ai componenti del consiglio di gestione (art. 21, commi 3, 5 e 6, reg.) e, nel sistema monistico, agli amministratori che non facciano parte del comitato per il controllo sulla gestione (art. 22, comma 1, reg.).

<sup>8</sup> Regole particolari sono poste per i componenti del collegio sindacale (artt. 9 e 14 reg.) e, nei sistemi alternativi, del consiglio di sorveglianza (art. 21, commi 1 a 4, reg.) e del comitato per il controllo sulla gestione (art. 22, comma 2, reg.).

<sup>9</sup> Il regolamento, come tipico nella legislazione bancaria, assimila il direttore generale all'amministratore delegato (art. 1, comma 1, lett. f, reg. e art. 7, comma 4, reg.; la direzione generale è definita dall'art. 1, comma 1, lett. h, reg. come un "incarico" analogamente a quelli di amministrazione e controllo; correlativamente il direttore generale è qualificato, dalla lett. e, come "esponente" al pari di amministratori e sindaci) e detta una disciplina speciale per i responsabili delle principali funzioni aziendali individuate nell'anticiclaggio, la conformità alle norme, il controllo dei rischi, la revisione interna e la gestione finanziaria (art. 1, comma 1, lett. q, reg.; art. 2, comma 2, reg.; art. 20 reg.)

<sup>10</sup> Per questa ragione, l'attenzione sarà dedicata alla disciplina italiana di attuazione e non direttamente alle fonti europee.

<sup>11</sup> Si ricorda che, secondo le DGS, sez. IV, nn. 2.3.1 e 2.3.2, il comitato nomine è obbligatorio nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa e deve essere composto da tre o cinque membri, tutti non esecutivi e in maggioranza indipendenti (tra i quali va scelto il presidente).

ricognizione delle caratteristiche richieste dal reg. per poter ricoprire la carica<sup>12</sup>. Ma prima ancora vanno evidenziati alcuni tratti generali.

In primo luogo, deve rammentarsi che il regolamento contiene un catalogo minimo di situazioni impeditive o che richiedono esame e valutazione *ad hoc*; in base all'art. 25, comma 1, reg., infatti, “resta ferma la possibilità per gli statuti di prevedere requisiti e criteri nonché limiti al cumulo degli incarichi degli esponenti più restrittivi rispetto a quelli previsti dal presente decreto”.

In secondo luogo, va rilevato che il reg. non sostituisce, ma si cumula con le altre disposizioni che pongono requisiti per gli amministratori (art. 25, comma 2, reg.): si pensi alle norme del codice civile<sup>13</sup>, alle disposizioni, primarie e secondarie, relative alle società quotate<sup>14</sup>, al divieto di cumulo di cariche in intermediari concorrenti di cui all'art. 36 del d.l. 201/2011 conv. in l. 214/2011 (c.d. *interlocking directorates*).

Infine, ed è questo il punto che qui soprattutto va sottolineato, il regolamento è articolato su una quaterna di coppie, ciascuna delle quali formata da *requisiti* tassativi e imprescindibili di idoneità, da un lato, e da un “insieme più ampio di *criteri* che concorrono a qualificare l'idoneità dell'esponente”, dall'altro. Le quattro coppie sono così composte:

- a) requisiti di onorabilità e criteri di correttezza (art. 3 a 6 reg.);
- b) requisiti di professionalità e criteri di competenza; (art. 7 a 10 reg.);
- c) (requisiti di)<sup>15</sup> indipendenza e (criteri di) indipendenza di giudizio (art. 13 a 15 reg.);
- d) (requisiti di) limiti al cumulo degli incarichi e (criteri di) adeguatezza del tempo dedicato allo svolgimento dell'incarico (art. 16 a 19 reg.).

A questi profili, tutti sussumibili nella valutazione di idoneità individuale, si aggiunge, poi, un ulteriore aspetto che riguarda la diagnosi sull'adeguatezza della composizione collettiva dell'organo, vale a dire la sua c.d. competenza collettiva (art. 12 e 13 reg.).

La differenza tra requisiti e criteri è palese: i primi indicano situazioni oggettive che impediscono l'elezione ovvero comportano la dichiarazione di decadenza (e per questo sembra opportuno usare la denominazione di *black list*) senza alcun apprezzamento discrezionale da parte del consiglio di amministrazione che, quindi, deve limitare il suo esame a un mero accertamento; i secondi, invece, si riferiscono a situazioni la cui inci-

<sup>12</sup> Stante la novità del regolamento ancora non constano disamine complete e approfondite. Mi limito, quindi a citare, a mo' di nota bibliografica, alcuni brevi commenti apparsi su riviste telematiche: D. ROSSANO, *Prime riflessioni sul decreto sui requisiti degli esponenti aziendali*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), dicembre 2020; F. CIVALE, *Requisiti e criteri di idoneità degli esponenti aziendali delle banche: prime riflessioni in margine al decreto del MEF*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), dicembre 2020; C. SOTTORIVA-A. CERRI, *La nuova normativa in materia di requisiti e di idoneità degli esponenti bancari e degli intermediari finanziari*, in [www.il.societario.it](http://www.il.societario.it), 4 gennaio 2021; S. LOCANTORE-V. DALOISO, *I nuovi requisiti e criteri di idoneità degli esponenti aziendali*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), gennaio 2021; R. LENER-A. DI CIOMMO, *Esponenti aziendali: indipendenza e indipendenza di giudizio*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), marzo 2021. Per la situazione anteriore al decreto v. per tutti G. MUCCIARONE, *L'adeguatezza degli "amministratori" della banca. Dal capitale finanziario al capitale umano*, Milano, 2019, che – per quanto discutibile nelle valutazioni (cfr., in particolare, 34, il preteso contrasto dei requisiti con il principio della parità di trattamento ex art. 3, comma 2, Cost.) – offre una ricognizione soddisfacente della materia.

<sup>13</sup> Cfr. art. 2382 c.c. per gli amministratori e art. 2399 c.c. per i sindaci.

<sup>14</sup> Per il collegio sindacale di società quotate cfr. il reg. 30 marzo 2000, n. 16, al quale rinvia l'art. 147-*quinquies* t.u.f. per quanto concerne i requisiti di onorabilità richiesti agli amministratori.

<sup>15</sup> In questa e nella lettera successiva metto il termine requisiti tra parentesi perché il reg. non lo usa, ma ciò non ostante, per le ragioni che si vedranno, mi pare appropriato avvalersene.

denza sull' idoneità ad assumere (o a conservare) la carica vanno valutate con un certo margine di discrezionalità dal consiglio (e per questo sembra opportuno usare la denominazione di *grey list*) in relazione sia alla situazione "sospetta" sia alla specificità del ruolo cui il singolo amministratore è chiamato sia, infine, alle caratteristiche proprie della banca e del gruppo cui appartiene.

Ovviamente, la valutazione discrezionale è ben più delicata di quella meramente accertativa e a essa andrà dedicata particolare attenzione. Così come un' analisi specifica e precisa dovrà essere dedicata ai provvedimenti reattivi a disposizione del consiglio nell' ipotesi in cui la valutazione dia esito negativo: infatti, mentre per i requisiti alla diagnosi negativa consegue sempre l' obbligo di dichiarare la decadenza<sup>16</sup>, per i criteri la situazione è maggiormente diversificata. Occorre, quindi, abbandonare la prospettiva generale e passare alla disamina analitica di ciascuna delle quattro coppie.

4. *Onorabilità e correttezza.* – La prima coppia è quella dei requisiti di onorabilità e dei criteri di correttezza. I primi per buona parte ripetono, aggiornandoli e precisandoli, quelli che erano già contenuti nel reg. 161/1998 (e, per quanto riguarda gli intermediari finanziari, nel reg. 516/1998)<sup>17</sup>. I secondi – elencati nel comma 2 dell' art. 4 reg. – concernono le condotte personali e professionali pregresse e sono estremamente variegati; cercando di raggrupparle si tratta de:

1) le condanne penali, anche non definitive, e le misure cautelari per una serie di reati economici più vasta di quella che esclude l' onorabilità (lett. *a*), o anche per delitti di qualsiasi genere (lett. *b*)<sup>18</sup> nonché indagini e procedimenti penali in corso (lett. *l*);

2) le sentenze definitive di condanna al risarcimento del danno per atti compiuti nello svolgimento di attività finanziaria o per responsabilità amministrativo-contabile (lett. *c*), le sanzioni amministrative subite per violazioni in materia finanziaria (lett. *d*) nonché i provvedimenti di decadenza o cautelari e di rimozione in materia bancaria o finanziaria (lett. *e*);

3) lo svolgimento di incarichi presso soggetti che abbiano ricevuto sanzioni amministrative (lett. *f*) ovvero siano state sottoposte a una procedura concorsuale ovvero a una procedura di rigore bancaria (lett. *g*);

<sup>16</sup> Va, peraltro, subito precisato, che questa conseguenza assume caratteristiche particolari per la terza e la quarta coppia. Il difetto del requisito di indipendenza, infatti, comporta la decadenza dall' incarico di consigliere indipendente (art. 13, comma 4, reg.); il che significa che "se in seguito alla decadenza il numero residuo di consiglieri indipendenti nell' organo è sufficiente ad assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di governo societario per le banche attuative del testo unico bancario o di altre disposizioni dell' ordinamento che stabiliscono un numero minimo di consiglieri indipendenti, il consigliere in difetto dei requisiti di cui al presente articolo, salvo diversa previsione statutaria, mantiene l' incarico di consigliere non indipendente". Per quanto concerne, invece, il requisito del "tetto" al numero degli incarichi, va ricordato che esso è vincolante solo per le banche di maggiori dimensioni o complessità operativa e che l' esponente può evitare la decadenza rinunciando a uno o più incarichi (art. 17 reg.).

<sup>17</sup> Sostanzialmente si tratta, oltre alle cause previste nell' art. 2382 c.c., delle condanne definitive di qualunque tipo per un reato "economico"; oltre l' anno, per delitti contro la pubblica amministrazione, la fede pubblica, il patrimonio o in materia tributaria; oltre i due anni per qualunque delitto non colposo. Salvo il caso di estinzione del reato ai sensi dell' art. 445, comma 2, c.p.p., alle sentenze di condanna sono espressamente equiparate quelle di applicazione della pena su richiesta delle parti ("patteggiamento") e quelle emesse a seguito di giudizio abbreviato.

<sup>18</sup> In tal caso rilevano anche le misure di prevenzione ai sensi del d.lgs. 159/2011.

4) la sospensione o la radiazione o la cancellazione da albi ed elenchi professionali nonché la revoca per giusta causa da incarichi di amministrazione, direzione e controllo (lett. *h*);

5) la valutazione negativa da parte di un'autorità amministrativa in merito all'idoneità a ricoprire un incarico societario nell'ambito di procedimenti di autorizzazione previsti dalla legge (lett. *i*);

6) informazioni negative dalla Centrale dei Rischi (lett. *m*).

Come si vede, si tratta di un elenco assai eterogeneo il cui disvalore concreto è variabile in relazione a una pluralità di elementi: dalla persuasività o no dei provvedimenti non definitivi alla maggiore o minore vicinanza della violazione all'attività bancaria; dal tempo in cui il fatto si è verificato al grado di coinvolgimento del soggetto interessato e così via.

Destinato a mettere ordine in quello che altrimenti parrebbe un elenco disordinato di motivi di sospetto sull'effettiva idoneità del soggetto a ricoprire la carica di amministratore è l'art. 5 che stabilisce le fondamentali regole d'ingaggio.

In primo luogo, conformemente alla distinzione che s'è già vista tra requisiti e criteri, il verificarsi di una o più delle situazioni indicate nell'art. 4 non comporta automaticamente l'inidoneità dell'esponente, ma richiede una valutazione da parte del consiglio (comma 1).

In secondo luogo, il criterio di correttezza può reputarsi non soddisfatto solo quando una o più delle situazioni indicate nell'art. 4 delinea un quadro grave, preciso e concordante su condotte che si pongono in contrasto con gli obiettivi della sana e prudente gestione della banca nonché della salvaguardia della sua reputazione e della fiducia del pubblico (commi 5 e 1). Si evidenzia già qui, ma si vedrà che è una costante dell'intero reg., una duplice attenzione: quella di sostanza nel senso che gli esponenti non devono presentare caratteristiche che possano mettere in pericolo la sana e prudente gestione della banca; e quella di apparenza nel senso che la coerenza dei profili personali alla corretta *governance* deve non solo sussistere in concreto, ma anche apparire all'esterno (o quanto meno non deve suscitare sospetti) in modo tale da salvaguardare nel contempo la reputazione della banca e la fiducia del pubblico. Insomma, gli esponenti bancari devono essere come la moglie di Cesare.

L'art. 5, tuttavia, non si limita a indicare il fine perseguito e lo standard di giudizio che il consiglio di amministrazione deve seguire, raccomanda anche una serie di parametri sulla cui base deve essere condotta la valutazione di idoneità o no; fermo restando che il consiglio potrà basare la sua valutazione solo sui parametri specificamente elencati nel reg. e che siano pertinenti al caso concreto mentre, a mio parere, non potrà adottarne di ulteriori perché l'elencazione, in ragione sia del suo tenore letterale sia, e soprattutto, della sua esaustività, si configura come tassativo. I parametri sono, in sintesi, i seguenti:

- l'oggettiva gravità dei fatti commessi o contestati;
- la frequenza dei comportamenti *de quibus*;
- la fase e il grado in cui si trova il procedimento quando non si è di fronte a provvedimenti definitivi;
- la tipologia e l'importo della sanzione ricevuta;
- il tempo trascorso dall'evento o condotta rilevante, precisando che di regola – salvo che non si tratti di fatti o condotte particolarmente gravi o particolarmente rilevanti

per la sana e prudente gestione della banca – non si tiene conto di ciò che risale a più di dieci anni prima della nomina;

- il livello di cooperazione con l'organo di controllo o l'autorità di vigilanza;
- eventuali condotte riparatorie;
- il grado di responsabilità del soggetto<sup>19</sup>;
- le ragioni del provvedimento adottato;
- la pertinenza e la connessione della condotta e dei fatti al settore bancario e, in generale, finanziario.

Come meglio si vedrà più avanti, quando si tratterà del carattere per così dire “olistico” della valutazione, fini, standard di giudizio e parametri rappresentano nel loro complesso una rete di protezione contro il rischio che il consiglio di amministrazione debordi dal suo compito attribuendosi valutazioni puramente discrezionali che spettano solo all'assemblea e/o ledendo posizioni soggettive degli esponenti; nel contempo, però, la formulazione di questa sorta di guida operativa, e in particolare dei parametri, è anche un presidio per evitare il rischio che la valutazione che il consiglio deve compiere su ciascuno dei suoi membri si risolva in una mera formalità nella logica del “cane non mangia cane”.

Dal punto di vista della reazione del consiglio qualora giunga alla conclusione che, sulla base di una o più delle circostanze elencate nell'art. 4 reg., vi sia un quadro grave, preciso e concordante che delinea l'inidoneità dell'esponente rispetto agli obiettivi della sana e prudente gestione della banca, della salvaguardia della sua reputazione e della fiducia del pubblico, non vi sono gradazioni: il consiglio deve dichiarare la decadenza del consigliere eletto dall'assemblea. Proprio la drasticità della conclusione, tuttavia, deve indurre a una particolare attenzione nell'*iter* procedimentale e nella valutazione.

Per concludere su questo punto va aggiunto che mentre la valutazione positiva di idoneità può essere superata da una diversa diagnosi da parte dell'autorità di vigilanza (cfr. art. 24, comma 2, reg.), non altrettanto avviene per quella negativa giacché l'autorità non ha il potere di riformare, per così dire *in melius*, la deliberazione consiliare. L'esponente dichiarato decaduto potrà però impugnarla avanti il Tribunale ai sensi dell'art. 2388 c.c.

Una piccola glossa merita, infine, l'ipotesi della sospensione. In alcuni dei casi previsti dall'art. 4, comma 2, reg. (ma l'atto costitutivo della banca può estendere tale conseguenza ad altri casi previsti dal citato comma), infatti, il regolamento prevede la sospensione dalla carica che deve essere dichiarata senza indugio dal consiglio<sup>20</sup>. A se-

---

<sup>19</sup> A questo riguardo, per il caso dello svolgimento di incarichi presso soggetti che abbiano ricevuto sanzioni amministrative, è espressamente previsto che la sanzione irrogata è presa in considerazione solo se sussistono elementi oggettivi idonei a comprovare il contributo individuale e specifico fornito dal soggetto nella commissione dei fatti sanzionati e che, in ogni caso, non sono prese in considerazione le sanzioni di importo pari al minimo edittale (art. 5, comma 3, reg.).

<sup>20</sup> Si può discutere sulla natura della delibera consiliare. La lettera del reg. farebbe propendere per una sua natura meramente dichiarativa (e, quindi, l'esponente dovrebbe considerarsi come automaticamente sospeso già dal verificarsi del presupposto oggettivo previsto dal regolamento o dallo statuto); tuttavia, l'esigenza di certezza dei traffici giuridici potrebbe indurre a riconoscerle valore costitutivo. In prima approssimazione, reputo che una debita considerazione di entrambi i profili segnalati possa far concludere nel senso che la delibera consiliare ha natura meramente dichiarativa, ma che gli atti eventualmente compiuti *medio tempore* dall'esponente restino salvi, qualora non si provi che la controparte abbia agito intenzionalmente a danno della società.

conda della natura dell'incarico ricoperto dall'esponente la sospensione ha durata massima di trenta o venti giorni dalla delibera consiliare ed entro questo termine il consiglio deve provvedere a effettuare la valutazione di idoneità procedendo, a seconda dei casi, alla dichiarazione di decadenza o al reintegro nelle funzioni del soggetto sospeso<sup>21</sup> e fornendo poi alla prima assemblea successiva informazioni analitiche e motivate sulla decisione assunta.

5. *Professionalità e competenza.* – La seconda coppia è quella formata da requisiti di professionalità e criteri di competenza. A differenza dei requisiti di onorabilità che vengono formulati in termini negativi (“non possono essere ricoperti incarichi da chi ...”), quelli di professionalità (art. 7 reg.), che riprendono il calco di quanto già previsto nel reg. 161/1998, sono invece declinati in positivo richiedendosi, a seconda del ruolo (amministratori esecutivi, non esecutivi, presidente, amministratore delegato), un certo periodo (che varia da tre a cinque anni nell'ambito degli ultimi venti) di esercizio di determinate attività che non è qui il caso di stare a ripetere<sup>22</sup>.

Nuova è invece la previsione di criteri di competenza in relazione alla quale rilevano sia la conoscenza teorica acquisita attraverso gli studi e la formazione sia l'esperienza pratica conseguita nello svolgimento di attività lavorative precedenti e in corso (art. 10, comma 1, reg.). Anche qui è delineato l'*iter* procedimentale che il consiglio deve seguire nella sua valutazione: prima di tutto deve considerare la conoscenza teorica e l'esperienza pratica possedute dall'esponente in una serie di settori di interesse per l'attività bancaria<sup>23</sup>; poi deve analizzare se esse sono idonee rispetto allo specifico ruolo che l'amministratore è destinato a svolgere e alle caratteristiche della banca e del gruppo di cui essa eventualmente fa parte<sup>24</sup>.

Anche qui, come per la correttezza, vale la presunzione di idoneità per cui la regola di giudizio è che il criterio di competenza non è soddisfatto solo quando le informazioni acquisite in ordine alla conoscenza teorica e all'esperienza pratica delineano un quadro grave, preciso e concordante sull'inidoneità dell'esponente a ricoprire l'incarico (art. 10, comma 5, reg.).

<sup>21</sup> Tuttavia, se la causa di sospensione è l'applicazione di una misura cautelare personale o l'applicazione provvisoria di una misura di prevenzione, l'esponente non può essere reintegrato fino al termine della misura. Può, invece, essere dichiarato decaduto.

<sup>22</sup> Requisiti meno stringenti valgono per gli amministratori di BCC che rientrano nella categoria delle banche di minori dimensioni o complessità operativa (art. 8 reg.). La formula utilizzata desta perplessità perché l'art. 1, comma 1, lett. c), reg. si chiude con la perentoria affermazione che “ai fini del presente decreto, non rientrano in ogni caso tra le banche di maggiori dimensioni o complessità operativa”.

<sup>23</sup> I settori indicati nell'art. 10, comma 2, lett. a), reg. sono: “1) mercati finanziari; 2) regolamentazione nel settore bancario e finanziario; 3) indirizzi e programmazione strategica; 4) assetti organizzativi e di governo societari; 5) gestione dei rischi (individuazione, valutazione, monitoraggio, controllo e mitigazione delle principali tipologie di rischio di una banca, incluse le responsabilità dell'esponente in tali processi); 6) sistemi di controllo interno e altri meccanismi operativi; 7) attività e prodotti bancari e finanziari; 8) informativa contabile e finanziaria; 9) tecnologia informatica”.

<sup>24</sup> Regole ulteriori valgono per il presidente di cui è valutata anche l'esperienza maturata nel coordinamento, indirizzo o gestione di risorse umane tale da assicurare un efficace svolgimento delle sue funzioni di coordinamento e indirizzo dei lavori del consiglio, di promozione del suo adeguato funzionamento, anche in termini di circolazione delle informazioni, efficacia del confronto e stimolo alla dialettica interna, nonché di adeguata composizione complessiva dell'organo (art. 10, comma 3, reg.).



Vi sono però due peculiarità specifiche che si risolvono entrambe in un alleggerimento della disciplina. La prima è che la valutazione di competenza può (non deve, solo può) essere omessa per quegli amministratori che abbiano requisiti di professionalità rafforzata (art. 10, comma 4 e allegato, reg.), maggiori di quelli ordinariamente previsti nell'art. 7 reg. Sostanzialmente si tratta di periodi più lunghi di svolgimento di certe attività in un arco temporale più breve.

La seconda è la possibilità che, in caso di specifiche e limitate carenze, la dichiarazione di decadenza in quanto *unfit* possa essere evitata se il consiglio adotta le misure necessarie a colmare le lacune accertate (art. 10, comma 5, reg.); p.e., attraverso uno specifico piano di formazione professionale. Mentre in sé considerato il giudizio sulla correttezza ha come esiti possibili solo la promozione o la bocciatura, quello sulla competenza può, quindi, risolversi anche nel "rimandare a settembre" l'amministratore non del tutto sufficiente.

6. *Composizione e competenza collettiva.* – Come si accennava all'inizio, la competenza è considerata nel reg. non solo nella dimensione individuale, ma anche in quella collettiva giacché l'art. 11, comma 1, reg. prevede che "la composizione degli organi di amministrazione e controllo deve essere adeguatamente diversificata in modo da: alimentare il confronto e la dialettica interna agli organi; favorire l'emersione di una pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei temi e nell'assunzione di decisioni; supportare efficacemente i processi aziendali di elaborazione delle strategie, gestione delle attività e dei rischi, controllo sull'operato dell'alta dirigenza; tener conto dei molteplici interessi che concorrono alla sana e prudente gestione della banca"<sup>25</sup>.

Il tema è quello della *diversity* ritenuta ormai essenziale per evitare il rischio che il *board* sia passivo di fronte agli *executives* e che l'omogeneità dei componenti favorisca il c.d. effetto gregge. Per questa ragione, si raccomanda che nel consiglio di amministrazione – tenuto conto della forma giuridica della banca, della tipologia di attività svolta, della struttura proprietaria, dell'appartenenza a un gruppo bancario, dei vincoli che discendono da leggi e regolamenti – siano presenti esponenti (art. 11, comma 2, reg.): a) diversificati in termini di età, genere<sup>26</sup>, durata di permanenza nell'incarico e,

<sup>25</sup> Il fine è declinato analiticamente nelle DGS, sez. IV, 1, nota 1, ove si legge che: "Un adeguato grado di diversificazione, anche in termini di età, genere e provenienza geografica, favorisce tra l'altro la pluralità di approcci e prospettive nell'analisi dei problemi e nell'assunzione delle decisioni, evitando il rischio di comportamenti di mero allineamento a posizioni prevalenti, interne o esterne alla banca. La diversificazione può indurre ad un grado di coinvolgimento più intenso di ciascun componente su materie o decisioni più affini e alle proprie caratteristiche. Ciò non deve tuttavia pregiudicare il principio della partecipazione attiva di tutti gli esponenti ai lavori e alle decisioni consiliari; ogni componente deve quindi essere in grado di analizzare e formulare valutazioni sul complesso delle materie trattate e delle decisioni assunte in consiglio".

<sup>26</sup> In materia di genere vi sono anche regole ulteriori. Al di là della previsione di legge per le quotate secondo cui almeno i due quinti del consiglio deve essere formato dal genere meno rappresentato e dove la sanzione in caso di violazione dell'obbligo può arrivare fino alla decadenza dell'intero *board*, va ricordato che le Disposizioni sul Governo societario (sez. IV, n. 2.1.b-c) prevedono ora che: (a) il numero dei componenti del genere meno rappresentato sia pari almeno al 33% dei componenti dell'organo; (b) nei comitati consiliari almeno un componente sia del genere meno rappresentato; (c) le cariche di presidente dell'organo con funzioni di supervisione strategica [nel sistema tradizionale il consiglio di amministrazione], di quello con funzioni di controllo [nel sistema tradizionale il collegio sindacale], di amministratore delegato e di

limitatamente alle banche operanti in modo significativo in mercati internazionali, provenienza geografica degli esponenti; b) le cui competenze, collettivamente considerate, siano idonee a realizzare gli obiettivi indicati nel comma 1; c) adeguati, nel numero, ad assicurare funzionalità e non pletoricità dell'organo.

L'attività del consiglio in relazione a questo segmento regolamentare è assai particolare in quanto l'organo deve preliminarmente identificare, la propria composizione quali-quantitativa ottimale per realizzare i fini indicati nel comma 1 dell'art. 11; deve poi portare a conoscenza dei soci in tempo utile i risultati dell'analisi svolta affinché la scelta dei candidati da presentare alla votazione assembleare possa tenere conto delle professionalità e delle ulteriori caratteristiche richieste; deve, infine verificare successivamente la rispondenza tra la "composizione ottimale" e quella effettiva come risultante dalla delibera assembleare (art. 12, comma 1, reg.)<sup>27</sup>.

Il rapporto tra competenza individuale e collettiva è articolato: da un lato, è naturale che la seconda dipenda dalla prima; dall'altro, tuttavia, è ben possibile che la composizione/competenza collettiva sia carente anche se tutti i consiglieri individualmente sono idonei (p.e. perché hanno tutti la medesima *expertise*) così come è possibile che pure nel caso di deficit individuali non vi siano problemi a livello collettivo (benché, un tale esito faccia sorgere il sospetto di una composizione pletorica dell'organo).

In caso sia riscontrato un disallineamento rilevante il consiglio deve adottare le misure necessarie a sistemarlo quali, ad esempio, modifiche dei ruoli e delle deleghe o piani di formazione (art. 12, comma 2, reg.). Se tali misure non sono idonee a ripristinare un'adeguata composizione collettiva del consiglio, questo deve procedere a formulare all'assemblea<sup>28</sup> raccomandazioni idonee a superare le carenze identificate (art. 12, comma 3, reg.).

In sostanza, per quanto riguarda la composizione collettiva il consiglio – giustamente – non ha alcun potere di dichiarare la decadenza di suoi componenti, ma la parola finale spetta ai soci<sup>29</sup>, ovviamente sotto il controllo delle autorità di vigilanza.

*7. Indipendenza in astratto e in concreto.* – Chiusa la parentesi sulla composizione collettiva, possiamo riprendere l'esame delle coppie di requisiti e criteri affrontando quella che riguarda l'indipendenza.

Si è già anticipato che questa è una coppia dalle caratteristiche peculiari e con profi-

---

direttore generale non siano riscoperte da persone dello stesso genere. Inoltre (sez. IV, n. 2.3.2), il Comitato nomine, ove esistente, "fissa un obiettivo (*target*) in termini di quota di genere meno rappresentato, eventualmente superiore a quello previsto dalle presenti disposizioni o da previsioni di legge, e predispone un piano per accrescere questa quota sino al *target* fissato".

È opportuno sottolineare che mentre le disposizioni contenute nel regolamento riguardo alla c.d. composizione collettiva sono finalizzate a una maggiore efficienza della banca (v. *supra*, nota 25), quelle che istituiscono quote in favore del genere meno rappresentato tendono, invece, a realizzare una sostanziale parità di trattamento concretizzando il principio costituzionale di eguaglianza sostanziale. Sul punto mi permetto di rinviare al mio articolo *Le quote di genere nei cda: pari opportunità o efficienza?*, in *Vita e Pensiero*, 2021, 5, 74 ss.

<sup>27</sup> Il secondo passaggio (quello della comunicazione ai soci), per la verità non è sancito espressamente nel regolamento, benché si possa dedurre. Esso è invece espressamente sancito nelle DGS, sez. IV, n. 2.1.d.

<sup>28</sup> In tempo utile rispetto alla prima assemblea di approvazione del bilancio successiva alla nomina integrale dell'organo (DGS, sez. IV, n. 2.1.d).

<sup>29</sup> Così espressamente le DGS, sez. IV, n. 2.1.d.

li di estrema delicatezza derivanti anche dall'uso dello stesso termine (indipendenza, appunto) con significati diversi negli artt. 13 e 15 reg.

Anzitutto, per quanto concerne il requisito di indipendenza in sé, l'art. 13 non lo richiede, ma sancisce che "quando è richiesta ai sensi di disposizione di legge<sup>30</sup> o regolamentari<sup>31</sup> la presenza nel consiglio di amministrazione di esponenti che soddisfino i requisiti di indipendenza, si considera indipendente<sup>32</sup> il consigliere non esecutivo per il quale non ricorra alcuna" delle situazioni che la norma indica analiticamente. Coerente con questa impostazione è, come si è già ricordato *supra*, che la mancanza di indipendenza di un consigliere ne comporta la decadenza solo se il numero residuo di consiglieri indipendenti nell'organo non è sufficiente ad assicurare il rispetto delle (altre) disposizioni che stabiliscono un numero minimo di consiglieri indipendenti. In caso contrario, invece, il consigliere, salvo diversa previsione statutaria, mantiene l'incarico come consigliere non indipendente (art. 13, comma 4, reg.).

Il comma 3 dell'art. 13 reg. contiene un lungo elenco di situazioni di non indipendenza<sup>33</sup>. Cercando di raggrupparle sinteticamente, esse – seguendo l'aggregazione contenuta nella *Guida* della BCE<sup>34</sup>, sono le seguenti:

a) *di carattere personale*: coniugio, unione civile, convivenza di fatto, parentela o affinità entro il quarto grado con un esponente esecutivo della banca o con il responsabile di una delle principali funzioni aziendali o con un soggetto rientrante nelle categorie *infra* indicate (art. 13, comma 1, lett. a, reg.);

b) *di carattere finanziario*: partecipazione rilevante al capitale della banca (art. 13, comma 1, lett. b, reg.)<sup>35</sup>;

c) *di carattere professionale*: rapporti professionali con la banca (art. 13, comma 1, lett. c-h, reg.)<sup>36</sup>;

<sup>30</sup> P.e. per le banche quotate v. l'art. 147-ter, comma 4, t.u.f. richiede che almeno uno dei componenti del consiglio (o due se il consiglio ha più di sette membri) sia indipendente.

<sup>31</sup> P.e., le DGS, sez. IV, n. 2.2.c stabiliscono, derogando quindi al t.u.f., che almeno un quarto dei componenti dell'organo con funzione di supervisione strategica deve possedere i requisiti di indipendenza.

<sup>32</sup> In tal modo superandosi i problemi delle differenti nozioni di indipendenza contenute nel codice civile, nel t.u.f. e nel Codice di Corporate Governance per le società quotate.

<sup>33</sup> Le BCC che si avvalgono dello statuto tipo "omologato" da Banca d'Italia possono applicare i requisiti di indipendenza là previsti invece di quelli indicati nel regolamento (art. 13, comma 2, reg.).

<sup>34</sup> Che, peraltro, presentano una tipizzazione assai più analitica e rigorosa di quella nazionale.

<sup>35</sup> In particolare, non è considerato indipendente chi: "b) è un partecipante nella banca [nel senso di chi ha una partecipazione superiore al 10%: cfr. art. 1, comma 1, lett. p, reg.]".

<sup>36</sup> In particolare, non è considerato indipendente chi: "c) ricopre o ha ricoperto negli ultimi due anni presso un partecipante nella banca o società da questa controllate incarichi di presidente del consiglio di amministrazione, di gestione o di sorveglianza o di esponente con incarichi esecutivi, oppure ha ricoperto, per più di nove anni negli ultimi dodici, incarichi di componente del consiglio di amministrazione, di sorveglianza o di gestione nonché di direzione presso un partecipante nella banca o società da questa controllate; d) ha ricoperto negli ultimi due anni l'incarico di esponente con incarichi esecutivi nella banca; e) ricopre l'incarico di consigliere indipendente in un'altra banca del medesimo gruppo bancario, salvo il caso di banche tra cui intercorrono rapporti di controllo, diretto o indiretto, totalitario; f) ha ricoperto, per più di nove anni negli ultimi dodici, incarichi di componente del consiglio di amministrazione, di sorveglianza o di gestione nonché di direzione presso la banca; g) è esponente con incarichi esecutivi in una società in cui un esponente con incarichi esecutivi della banca ricopre l'incarico di consigliere di amministrazione o di gestione; h) intrattiene, direttamente, indirettamente, o ha intrattenuto nei due anni precedenti all'assunzione dell'incarico, rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero altri rapporti di natura finanziaria, patrimoniale o professionale, anche non continuativi, con la banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o il suo presidente, con le società controllate dalla

d) *di carattere politico*: il ricoprire o l'aver ricoperto negli ultimi due anni determinate cariche politiche a livello europeo, nazionale o locale<sup>37</sup>.

Mentre l'indipendenza *ex art. 13 reg.* (il *being independent*, nella terminologia europea) riguarda solo i consiglieri "indipendenti", l'indipendenza di giudizio (*in mind*, come si esprimono le fonti europee) *ex art. 15 reg.* li concerne tutti. Infatti, tutti gli esponenti, e dunque tutti gli amministratori, devono agire con piena indipendenza di giudizio e consapevolezza dei doveri e dei diritti inerenti all'incarico, nell'interesse della sana e prudente gestione della banca e nel rispetto della legge e di ogni altra norma applicabile (art. 15, comma 1, reg.).

Al di là dello scioglilingua cui costringe il regolatore, la situazione è abbastanza semplice: per potersi fregiare della qualifica di indipendente e, dunque, apparire anche all'esterno come tali e svolgere all'interno le specifiche funzioni che la legge o la normativa secondaria loro riserva non basta che l'amministratore sia "indipendente di giudizio" *ex art. 15 reg.*, cioè indipendente in concreto: deve anche non trovarsi in una delle situazioni elencate nell'art. 13 reg. che potrebbero far sorgere dubbi sulla sua indipendenza; si tratta quindi di requisiti di indipendenza di carattere astratto.

Di converso, l'indipendenza di giudizio *ex art. 15 reg.*, cioè l'indipendenza in concreto e che, per evitare equivoci o lunghe e contorte perifrasi, d'ora in poi chiamerò anche autonomia deve caratterizzare tutti gli amministratori. È quindi nella logica stessa del sistema che vi siano amministratori non indipendenti ma autonomi; e ciò non riguarda, com'è naturale, solo gli amministratori con incarichi esecutivi. Il comma 2 dell'art. 15 reg., invero, prevede espressamente che l'esponente, nel comunicare le più gravi situazioni di mancanza di indipendenza<sup>38</sup>, esponga le motivazioni per cui quella specifica situazione (p.e. l'essere coniuge del presidente) non inficia in concreto la sua autonomia (indipendenza in concreto). D'altra parte, la mera circostanza che un soggetto sia indipendente *ex art. 13 reg.* non implica necessariamente che sia anche autonomo *ex art. 15 reg.*, come è dimostrato dal fatto che la valutazione dell'*independence in mind* è richiesta anche nel caso degli amministratori che soddisfino il requisito del *being independent*.

Con riguardo all'*independence in mind* la valutazione del consiglio è meno strutturata rispetto a quanto si è visto per le ipotesi precedenti. Il consiglio deve tenere come

---

banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o i loro presidenti, o con un partecipante nella banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o il suo presidente, tali da comprometterne l'indipendenza".

<sup>37</sup> In particolare, si tratta di chi: "i) ricopre o ha ricoperto negli ultimi due anni uno o più dei seguenti incarichi: 1) membro del parlamento nazionale ed europeo, del Governo o della Commissione europea; 2) assessore o consigliere regionale, provinciale o comunale, presidente di giunta regionale, presidente di provincia, sindaco, presidente o componente di consiglio circoscrizionale, presidente o componente del consiglio di amministrazione di consorzi fra enti locali, presidente o componente dei consigli o delle giunte di unioni di comuni, consigliere di amministrazione o presidente di aziende speciali o istituzioni di cui all'articolo 114 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, sindaco o consigliere di Città metropolitane, presidente o componente degli organi di comunità montane o isolane, quando la sovrapposizione o contiguità tra l'ambito territoriale di riferimento dell'ente in cui sono ricoperti i predetti incarichi e l'articolazione territoriale della banca o del gruppo bancario di appartenenza sono tali da comprometterne l'indipendenza".

<sup>38</sup> Nonostante l'ambigua formulazione della norma deve ritenersi che, in applicazione dell'art. 15, comma 3 e dell'art. 23, comma 4, reg., gli amministratori debbano comunicare non soltanto le situazioni di mancanza di indipendenza espressamente elencate nell'art. 15, comma 2, reg., ma qualsiasi situazione di carenza di tale caratteristica. Interessante, però, è che il comma citato menzioni proprio i casi più gravi di mancanza del requisito di indipendenza formale.

fari di riferimento la sana e prudente gestione della banca e la *compliance* alle norme applicabili e, in tale ottica, valutare l'autonomia dell'esponente alla luce delle informazioni e delle motivazioni da quest'ultimo fornite<sup>39</sup>; deve poi verificare se le situazioni critiche eventualmente emergenti da tale disamina siano efficacemente presidiate da disposizioni di legge<sup>40</sup> e regolamentari nonché dalle ulteriori misure organizzative o procedurali adottate dalla banca o dall'esponente stesso. In caso di loro insufficienza, il consiglio può *a)* individuarne di ulteriori e più efficaci; *b)* modificare gli specifici compiti e ruoli attribuiti all'esponente, ivi comprese le eventuali deleghe, in modo coerente con l'obiettivo della sana e prudente gestione e della *compliance*.

Se però queste misure non vengono adottate o sono insufficienti a eliminare le carenze riscontrate, allora il consiglio deve dichiarare la decadenza dell'esponente in questione.

Come si vede, delicatissima è la funzione assegnata al consiglio in questo ambito perché non può limitarsi a valutare fatti e condotte pregressi, ma deve diagnosticare *ex ante* i pericoli per l'autonomia dei suoi singoli membri, valutare l'efficacia dei presidi già esistenti, eventualmente predisporre di nuovi e, come *extrema ratio*, dichiarare la decadenza di uno dei suoi componenti eletto dall'assemblea.

Ancor più delicato, forse, è quel che il consiglio deve fare *ex post*: verificare l'efficacia dei presidi e delle misure adottate per preservare l'indipendenza di giudizio dell'esponente, "anche alla luce del comportamento da questi tenuto in concreto nello svolgimento dell'incarico" (art. 15, comma 6, reg.). Al riguardo ci si può chiedere se, a fronte dell'accertata inefficacia dei presidi e delle misure, il consiglio possa solo rafforzarli o possa/debba anche procedere alla dichiarazione di decadenza dell'esponente. E, ulteriormente, se l'inciso "anche alla luce del comportamento da questi tenuto in concreto nello svolgimento dell'incarico" non possa rappresentare una sorta di censura sui comportamenti dell'amministratore di minoranza<sup>41</sup>.

8. *Cumulo di incarichi e tempo disponibile*. – L'ultima coppia da esaminare è quella dei "limiti al cumulo degli incarichi/tempo disponibile". Anch'essa presenta peculiarità proprie che richiedono un discorso specifico.

Anzitutto il requisito<sup>42</sup> del numero massimo di incarichi non si applica a tutte le banche, ma solo a quelle di maggiori dimensioni o complessità operativa (art. 17 reg.)<sup>43</sup>. Come sopra non mi dilungo sui tratti precisi di questo requisito, che è disegnato in termini piuttosto elaborati dagli artt. 17, 18 e 19 reg., se non per rammentare che

---

<sup>39</sup> Il *board* non ha il dovere di disporre un'indagine, ma certamente può avvalersi di tutte le informazioni a sua disposizione, anche quelle non comunicate dall'esponente interessato (art. 23, comma 6, reg.).

<sup>40</sup> Tra questi sono espressamente citati nel reg.: gli artt. 2391 e 2391-*bis* c.c. in tema di interessi personali degli amministratori e di operazioni con parti correlate; l'intero capo del codice civile dedicato all'attività di direzione e coordinamento di società; gli artt. 53, commi 4 e 4-*quater*, e 136 t.u.b.; l'art. 6, comma 2-*novies*, t.u.f.; l'art. 36 del d.l. 201/2011 conv. in l. 214/2011.

<sup>41</sup> Sul punto v. anche *infra*, par. 9, in fine.

<sup>42</sup> Lo qualifico come requisito benché il termine non sia usato nel reg. perché con quelli così denominati (onorabilità e professionalità) condivide sia il fatto di essere una circostanza oggettiva che va solo accertata sia la conseguenza "sanzionatoria" che è seccamente la dichiarazione di decadenza.

<sup>43</sup> Le banche oggi considerate intermedie dalle DGS, secondo il tenore letterale della norma in esame, dovrebbero essere fuori dal suo campo di applicazione anche se, probabilmente la volontà del regolatore era quella di assoggettarle (sul punto, anche per l'evoluzione regolamentare, v. *supra*, nota 5).

l'esponente può evitare la dichiarazione di decadenza rinunciando agli incarichi in eccesso entro trenta giorni dalla nomina (vale a dire entro il termine in cui, altrimenti, la decadenza deve essere dichiarata).

Passando al tema del criterio del tempo disponibile, va evidenziato che anche qui, come già si è visto per la composizione collettiva, la mossa d'avvio spetta alla banca, e per essa al consiglio di amministrazione, che deve comunicare all'interessato "il tempo che essa ha stimato come necessario per l'efficace svolgimento dell'incarico" (art. 16, comma 2, reg.). L'esponente, invece, all'atto della nomina e tempestivamente in caso di fatti sopravvenuti, deve comunicare gli incarichi ricoperti in altre società, imprese o enti, le altre attività lavorative e professionali svolte e le altre situazioni o fatti attinenti alla sfera professionale<sup>44</sup> in grado di incidere sulla sua disponibilità di tempo, specificando il tempo che questi incarichi, attività, fatti o situazioni richiedono (art. 16, comma 1, reg.).

Il consiglio, dopo avere verificato che non sia stato superato il numero massimo di incarichi, valuta l'idoneità del tempo dedicabile allo svolgimento dell'incarico sulla base delle informazioni ricevute dall'esponente (art. 16, comma 3, reg.). Tuttavia, se l'esponente dichiara per iscritto di poter dedicare all'incarico almeno il tempo necessario stimato dalla banca, allora il consiglio può fare a meno di procedere alla valutazione<sup>45</sup>. Con un meccanismo simile a quello già visto (par. 5) dei requisiti di super-professionalità che possono esentare dal compito di verificare la competenza, tale omissione è possibile quando, oltre alla dichiarazione scritta dell'interessato, il requisito del limite al cumulo degli incarichi sia più che rispettato, cioè quando: *a)* gli incarichi detenuti dall'esponente non superano i limiti previsti dall'art. 17; *b)* la condizione sub *a)* è rispettata senza beneficiare delle previsioni di cui agli artt. 18 e 19; *c)* l'esponente non ricopre l'incarico di amministratore delegato o direttore generale né è presidente di un organo o di un comitato (art. 16, comma 4, reg.).

Anche in questo caso, come s'è visto prima per l'autonomia (o, come si esprime il regolamento, l'indipendenza di giudizio), il consiglio deve procedere anche a una verifica successiva sull'idoneità del tempo effettivamente dedicato dagli esponenti, anche alla luce della loro presenza alle riunioni degli organi o comitati (art. 16, comma 5, reg.). A differenza di quanto visto prima, però, qui la tematica presenta profili meno delicati perché i poteri reattivi del consiglio sono meno pregnanti. Infatti, se la disponibilità di tempo non è sufficiente, il consiglio chiede all'esponente di rinunciare a uno o più incarichi o attività o di assumere specifici impegni idonei ad accrescere la sua disponibilità di tempo, ovvero adotta misure tra cui la revoca di deleghe o compiti specifici o l'esclusione dell'esponente da comitati. In ogni caso, la valutazione relativa alla disponibilità di tempo non ha rilievo autonomo ai fini della pronuncia di decadenza dell'esponente ma concorre alla valutazione dell'idoneità dell'esponente ai sensi dell'art. 23 (art. 16, comma 6, reg.).

---

<sup>44</sup> La circostanza che si faccia riferimento alla sola sfera professionale (probabilmente dovuta a ragioni di *privacy*) può anche essere interpretata come un'agevolazione per il genere femminile, che notoriamente dedica alla sfera familiare un tempo maggiore di quello maschile. Certo è però che ogni esponente nella sua autodiagnosi deve considerare anche il tempo che intende dedicare ad attività non professionali; così come nella valutazione delle risposte il consiglio deve considerare anche questo tempo senza trattamenti differenziati tra uomini e donne.

<sup>45</sup> La dichiarazione dell'interessato non è insindacabile da parte del consiglio che, infatti, può, e non deve, omettere la valutazione.

Quest'ultimo punto è importante perché indica che la valutazione di idoneità è, come si diceva, olistica perché non si compone di segmenti staccati, ma forma un tutto unitario. Certamente resta alquanto nebuloso come la disponibilità di tempo giochi in relazione agli altri criteri di idoneità. Analiticamente i casi che si possono presentare sono sei:

- a) amministratore di dubbia correttezza ma con molto tempo a disposizione;
- b) amministratore di specchiata correttezza ma con poco tempo a disposizione;
- c) amministratore di bassa competenza ma con molto tempo a disposizione;
- d) amministratore estremamente competente ma con poco tempo a disposizione;
- e) amministratore di limitata autonomia ma con molto tempo a disposizione;
- f) amministratore del tutto autonomo ma con poco tempo a disposizione;

e tutti pongono problemi. In linea di principio, peraltro, sembra potersi dire che una limitata disponibilità di tempo può essere giustificata quando l'esponente raggiunge una valutazione elevata per gli altri criteri (casi b, d, f); ma in queste ipotesi la previsione del concorso poco aggiunge alla regola per cui la valutazione della disponibilità di tempo non ha rilievo autonomo ai fini della pronuncia di decadenza. Al contrario è poco persuasivo che un deficit di correttezza o di autonomia possa essere recuperato con il dedicare molto tempo all'incarico (casi a, e). Particolare è il caso c) ove certamente il deficit di competenza può essere compensato dal tempo dedicato purché però questo sia dedicato a colmare le lacune; ma questo caso è già contemplato nell'art. nell'art. 10, comma 5, reg. e, quindi, la previsione qui in esame si rivela, anche per questo profilo, pleonastica.

9. *La valutazione di idoneità.* – Esaurita la panoramica sui singoli criteri, possiamo tornare ai profili generali.

Di regola la valutazione del consiglio di amministrazione sull'idoneità dei propri componenti va effettuata *ex post*<sup>46</sup>, dopo la nomina assembleare, in tempo utile per rispettare il termine di trenta giorni dalla nomina entro il quale va eventualmente dichiarata la decadenza (art. 23, commi 2 e 7, reg.)<sup>47</sup>. Il verbale deve fornire, partitamente per ogni singolo amministratore<sup>48</sup>, puntuale e analitico riscontro delle valutazioni effettuate dal consiglio sulla base delle informazioni che gli interessati sono obbligati a fornire tempestivamente (art. 23, commi 4 e 5, reg.) e di ogni altra informazione rilevante disponibile, nonché delle motivazioni in base alle quali ritiene idoneo il singolo esponente. Qualora vengano riscontrati difetti di idoneità che possano essere colmati attraverso specifiche misure, il verbale indica inoltre quali di esse sono state adottate e specifica le ragioni per le quali, a giudizio dell'organo amministrativo, esse sono sufficienti (art. 123, comma 6, reg.).

La valutazione va rinnovata, negli stessi termini temporali appena visti, ogni qualvolta si verificano eventi sopravvenuti suscettibili di incidere sulla valutazione (quin-

<sup>46</sup> Per quanto riguarda gli amministratori la valutazione va effettuata *ex ante* solo in caso di cooptazione ai sensi dell'art. 2386 c.c.

<sup>47</sup> Le DPV, sez. II, n. 1.1, peraltro, indicano seccamente in trenta giorni il termine per procedere alla valutazione.

<sup>48</sup> Cfr. DPV, sez. II, n. 1.4.

di, p.e., in relazione alla competenza, anche un cambiamento di ruolo all'interno del consiglio: art. 23, comma 1, reg.). Inoltre, la cadenza annuale del processo di autovalutazione<sup>49</sup>, per quanto sembri in sé limitato alla composizione/competenza collettiva<sup>50</sup>, è un'opportuna occasione per una *review* delle valutazioni già effettuate o, quanto meno, per verificare se una nuova valutazione non sia necessaria. Essa non va invece replicata, salvo il ricorrere di eventi sopravvenuti, in caso di rinnovo della prima nomina o di conferma assembleare dell'amministratore cooptato (art. 23, comma 3, reg.).

Una regola speciale è, infine, posta a tutela degli amministratori indipendenti e di quelli di minoranza. Per limitare il rischio che nei loro confronti la valutazione sia eccessivamente "occhiuta", infatti, la loro dichiarazione di decadenza richiede il preventivo motivato parere (non vincolante, quindi, ma obbligatorio) del comitato nomine o, se non esistente, degli altri consiglieri indipendenti nonché del collegio sindacale<sup>51</sup> sul merito delle valutazioni relative all'idoneità dell'esponente. La delibera poi è sottoposta a un *quorum* rafforzato che corrisponde alla maggioranza dei componenti dell'organo (dunque, non solo dei presenti) o a quella più alta eventualmente prevista nello statuto, con l'astensione dell'esponente interessato<sup>52</sup>; di essa, e delle relative motivazioni, va informata l'assemblea alla prima occasione utile (art. 23, comma 8, reg.).

10. *Il controllo della valutazione consiliare.* – La delibera consiliare non chiude la procedura. Il verbale, infatti, qualunque sia l'esito della valutazione, va trasmesso entro trenta giorni all'autorità di vigilanza competente<sup>53</sup> (BCE o Banca d'Italia) che, nei tempi da essa stabiliti (per Banca d'Italia, centoventi giorni<sup>54</sup>), valuta a sua volta l'idoneità degli amministratori, l'adeguatezza della composizione collettiva dell'organo e il rispetto dei limiti al cumulo degli incarichi nonché la sufficienza delle eventuali misure correttive che siano state deliberate e, qualora non condivida la valutazione positiva svolta dal consiglio di amministrazione della banca, può chiedergli di individuare e adottare misure idonee a colmare eventuali carenze oppure avviare direttamente essa stessa un procedimento d'ufficio<sup>55</sup> per la pronuncia di decadenza dell'esponente.

L'autorità di vigilanza non ha, pertanto, il potere generale di riformare il provvedimento consiliare, ma solo quello di pronunziare la decadenza degli esponenti negli stessi casi e sulla base dei medesimi criteri previsti per le valutazioni degli organi competenti.

Riprendendo un istituto tipico del diritto canonico, vi è quindi per l'idoneità la necessità della doppia conforme. Se il consiglio giudica inidoneo l'esponente, la partita è chiusa (salva impugnazione della delibera consiliare avanti il giudice ordinario) perché

<sup>49</sup> Cfr. DGS, sez. VI, n. 2.b.

<sup>50</sup> Cfr. DGS, sez. VI, n. 1 e 3.

<sup>51</sup> La circostanza che il collegio sindacale sia citato espressamente solo in questa occasione non deve far pensare che esso sia estraneo agli altri profili del processo di valutazione dell'idoneità. In realtà il collegio deve vigilare sul rispetto della legge e, pertanto, in ogni procedimento valutativo dell'idoneità dovrà esprimere il suo controllo ed eventualmente informare senza indugio Banca d'Italia ai sensi dell'art. 52 t.u.b..

<sup>52</sup> Che, dunque, non va conteggiato neppure ai fini del *quorum* deliberativo.

<sup>53</sup> DPV, sez. II, n. 1.7.

<sup>54</sup> DPV, sez. II, n. 1.9.

<sup>55</sup> Che deve concludersi entro trenta giorni (sempre DPV, sez. II, n. 1.9).



l'autorità di vigilanza non può sostituirsi al consiglio<sup>56</sup>; ma se il consiglio conclude per una valutazione positiva, questa potrebbe essere superata e sovvertita da un diverso apprezzamento dell'autorità. Val la pena di notare il doppio – se non triplice – binario che in tal modo si introduce anche per la tutela giurisdizionale: la delibera consiliare è impugnabile avanti il Tribunale, il provvedimento di Banca d'Italia avanti il Tar, quello di BCE avanti il Tribunale dell'Unione europea.

Fuor di dubbio è che la *review* della valutazione da parte dell'autorità rappresenta un fondamentale primo passaggio di vigilanza per i neo nominati amministratori: la loro valutazione sui colleghi rappresenta una sorta di biglietto da visita le cui modalità non possono non incidere sull'attendibilità che motivazioni, strategie, decisioni di quel consiglio avranno in seguito agli occhi delle autorità regolatorie.

Infine, val la pena di ricordare che “per agevolare il confronto”<sup>57</sup> il soggetto che intende presentare candidati per le nomine assembleari in società capogruppo e in banche di non minori dimensioni o complessità operativa può trasmettere a Banca d'Italia “in tempo utile prima della presentazione stessa, le informazioni disponibili e, ove possibile, le proprie valutazioni riguardanti l'idoneità dei candidati identificati per ricoprire ruoli di specifica rilevanza”<sup>58</sup>. Anche in questo caso, tuttavia, resta ferma la procedura di valutazione compiuta da Banca d'Italia dopo la nomina degli esponenti.

Alquanto chiari sono vantaggi e svantaggi di questa “anticipazione”: da un lato, il possibile accorciamento dei tempi (talvolta essenziale per evitare pesanti conseguenze negative sui mercati finanziari) e la collaborazione proattiva tra pubblica amministrazione e privati; dall'altro, il pericolo che la proattività sia eccessiva e che, per esempio, ma non solo, il candidato vada alla ricerca di un'investitura pubblica che, in qualche modo, lo deresponsabilizzi nella selezione dei candidati. Proprio per questo è utile, se non essenziale, che il dialogo preventivo non elimini la successiva procedura di valutazione che non deve essere in alcun modo condizionata dal confronto *ex ante*.

11. *Conclusioni*. – La conclusione del discorso svolto non può che essere nel senso di sottolineare che le disposizioni in esame aggiungono un ulteriore tassello alla centralità del consiglio di amministrazione di una banca rispetto all'assemblea considerato che le nomine effettuate da quest'ultima sono sottoposte a uno scrutinio non solo oggettivo ma anche di carattere discrezionale da parte dell'organo amministrativo.

L'esito è, a mio parere, condivisibile perché l'impresa bancaria, per quanto strutturata societariamente, non ha come fine principale quello dello *shareholders' value*, ma la sana e prudente gestione. E proprio per questa ragione, nel macro-conflitto tra soci e *stakeholders*, è opportuno che all'organo amministrativo venga assegnata una funzione di “garante” per evitare che le scelte dei soci, *in primis* proprio quella dei soggetti chiamati ad amministrare la banca, venga effettuata dai soli soggetti legittimati a effettuarla con modalità ed esiti che possono mettere in pericolo la sana e prudente gestione, cioè l'interesse di tutti gli *stakeholders*.

<sup>56</sup> L'errata dichiarazione di decadenza può, peraltro, essere considerata ai fini di vigilanza prudenziale giacché è certamente indice di inadeguatezza del consiglio di amministrazione.

<sup>57</sup> Questo virgolettato, come i seguenti, è tratto da DPV, sez. II, n. 1.10.

<sup>58</sup> Il riferimento è a presidente del consiglio di amministrazione, presidente del consiglio di sorveglianza, amministratore o consigliere delegato, direttore generale, presidente del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione.

È naturale che questa soluzione faccia sorgere ulteriori problemi: l'allargamento dei poteri degli amministratori ha immediatamente due risvolti. Uno, di rischio per i soci perché nel macro-conflitto con gli amministratori perdono posizioni proprio nell'ambito delle nomine in cui tradizionalmente avevano la maggiore forza<sup>59</sup>; l'altro, di rischio per gli amministratori stessi perché al maggior potere corrisponde inevitabilmente una maggior responsabilizzazione.

Per entrambi questi rischi la soluzione individuata nel sistema normativo è la vigilanza pubblica. Soluzione, direi, obbligata perché un punto fermo va individuato ma che certamente, a sua volta, indica un potente ritorno del pubblico nella disciplina dell'impresa bancaria. Che certamente è impresa privata, ma con caratteristiche così particolari che ne richiedono uno statuto specifico e diverso da quello ordinario.

---

<sup>59</sup> Nell'ambito dei soci il maggior arretramento è subito da quelli minoritari giacché quelli di maggioranza hanno di fronte un consiglio di amministrazione che è comunque loro espressione.

# L'INDIPENDENZA DEGLI ESPONENTI BANCARI

di Paolo Reviglione

SOMMARIO: 1. L'indipendenza degli esponenti bancari nel quadro della ridefinizione normativa dei requisiti di idoneità. – 2. L'indipendenza di giudizio dell'esponente bancario: nozione e modalità di valutazione. – 3. La qualifica di amministratore indipendente in senso stretto. – 4. Il ruolo degli amministratori indipendenti. – 5. Considerazioni conclusive.

1. *L'indipendenza degli esponenti bancari nel quadro della ridefinizione normativa dei requisiti di idoneità.* – La disciplina dei requisiti degli esponenti bancari ha subito alcune profonde modificazioni, per effetto di diverse disposizioni normative, di diverso valore e di diverso rango; ci si riferisce, essenzialmente, da un lato, alla riformulazione dell'art. 26 T.U.B. realizzata in attuazione della Direttiva 2013/36/2013, denominata CRD IV, e alla conseguente emanazione del Regolamento del MEF<sup>1</sup>, d'altro lato, alla pubblicazione degli orientamenti dell'EBA (congiuntamente con l'ESMA)<sup>2</sup>, anch'essi emanati in esecuzione di quanto prescritto dalla citata Direttiva (art. 91, comma 12)<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze n. 169, 23 novembre 2020, recante "Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei cofidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti".

Tale Regolamento disciplina in modo analitico e dettagliato i requisiti di idoneità degli esponenti bancari, sia sotto il profilo del loro contenuto, sia sotto il profilo delle modalità della loro valutazione e del loro accertamento; esso rappresenta, indubbiamente, un mutamento di prospettiva radicale rispetto a quanto previsto dal precedente regolamento ministeriale (D.M. 18 marzo 1998 n. 161 del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica), imposto sicuramente dall'esigenza di rispettare le disposizioni legislative nazionali ed europee, ma nel contempo, perfettamente coerente con la necessità, emergente dalla prassi, di un maggior rigore nell'individuazione dei requisiti per l'accesso ad una posizione sempre più rilevante e delicata, quale è quella rivestita dall'esponente bancario. Per una valutazione complessiva del regolamento, anche in chiave critica rispetto alla tendenza del legislatore regolamentare a rinunciare a qualificare in positivo i requisiti in cui si articola la situazione di "idoneità" che deve caratterizzare l'esponente, sia consentito rinviare a P. REVIGLIONE, *Prime considerazioni sul Decreto del MEF riguardante i requisiti e i criteri di idoneità degli esponenti bancari*, in *Società e Contatti, Bilancio e Revisione*, 2021, 148 ss., ove la proposta di valorizzare, sul piano statutario, gli spazi di autonomia che sono lasciati agli organi competenti nel procedimento di autovalutazione.

<sup>2</sup> Joint ESMA and EBA *Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*, 26 settembre 2017.

<sup>3</sup> Anche la BCE, nel maggio 2017, ha prestato attenzione al profilo dei requisiti degli esponenti bancari, emanando la *Guida alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità* (successivamente aggiornata al maggio 2018); per un commento si rinvia a P. REVIGLIONE, *Brevi considerazioni sui requisiti degli esponenti bancari alla luce delle linee guida della BCE*, in *Nuovo dir. soc.*, 2017, la BCE ha successivamente posto in consultazione alcune proposte di modifica della Guida sui requisiti degli esponenti (il cui termine è scaduto il 2 agosto 2021) allo scopo di elevare il livello di trasparenza e migliorare la qualità e l'efficienza delle valutazioni e dei processi di verifica dei requisiti. La guida si occupa del requisito dell'indipendenza nel par. 3.3 (*Conflicts of interest and independence of mind*).

Non intendo, in questa sede, ripercorrere l'evoluzione che ha condotto all'attuale situazione normativa né esaminare le ragioni che hanno indotto il legislatore europeo a riformulare in modo più rigoroso ed analitico le regole relative all'idoneità degli esponenti bancari<sup>4</sup>, quanto, piuttosto, concentrare l'attenzione su un requisito specifico, quello dell'indipendenza.

Si tratta, in effetti, di un requisito che, per quanto previsto in termini generali da talune disposizioni normative (codicistiche e non) in relazione ai membri dell'organo gestorio di determinate società, in particolare quelle quotate<sup>5</sup>, è venuto ad assumere, nel contesto delle società bancarie, una rilevanza fondamentale; come si vedrà tra breve, esso riguarda, seppure in misura e con intensità diverse, tutti i componenti dell'organo amministrativo ed è destinato, anche per questa ragione, ad assumere delle caratteristiche assai peculiari rispetto alla nozione di indipendenza normalmente adottata nell'ambito delle società quotate.

Prima di esaminarne il significato e la portata è peraltro opportuno ripercorrere brevemente le tappe che hanno condotto alla sua definitiva introduzione nell'ordinamento bancario.

Il requisito dell'indipendenza, originariamente non previsto dall'art. 26 T.U.B., è stato introdotto in conseguenza della riforma delle società di capitali; tuttavia, a differenza degli altri requisiti originariamente richiesti per gli esponenti bancari, né il legislatore primario né quello regolamentare avevano provveduto ad individuarne il contenuto né a fornire i criteri per determinarlo, con la conseguenza che la Banca d'Italia, nelle Disposizioni di vigilanza<sup>6</sup>, ha stabilito che, sino all'emanazione del regolamento di attuazione dell'art. 26 T.U.B., la definizione di amministratore indipendente avrebbe dovuto essere rimessa all'autonomia statutaria delle singole banche.

Le banche, nell'esplicazione di tale autonomia, hanno in prevalenza utilizzato le indicazioni contenute in quello che, sino ad oggi, risultava la fonte più precisa e dettagliata in tema di amministratori indipendenti, ovvero il Codice di autodisciplina delle società quotate<sup>7</sup>, il quale non si limitava a fornire una definizione del requisito di indi-

<sup>4</sup> Su tali profili sia consentito rinviare a P. REVIGLIONO, *L'idoneità degli esponenti bancari nel quadro della nuova corporate governance bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 269 ss.

<sup>5</sup> La bibliografia sugli amministratori indipendenti è molto vasta. V. comunque P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi? Da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 20 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle Società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 2, Torino, 2006, 385 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 1 ss.; L. BIANCHI, *amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti tra teoria e prassi*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, 192 ss.; P. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in M. BIANCHINI-C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, 34 ss.; R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, Giuffrè, Milano, 2003, 117 ss.; N. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1027 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 143 ss.; A.M. LUCIANO, *Amministratori indipendenti e incarichi esecutivi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 354 ss.; L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 45.

<sup>6</sup> Circolare della Banca d'Italia, 285/2013, più volte modificata.

<sup>7</sup> Il Codice di Autodisciplina è stato modificato e aggiornato ed è oggi vigente nella versione del gennaio 2020: *Codice di Corporate governance*, a cura del Comitato Corporate Governance. Sul punto v. P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, nonché O. CAGNASSO, *La dimensione dell'impresa e il Codice di Corporate Governance*, entrambi in *Corporate Governance*, 2021, fasc. I. Il pro-

pendenza, ma individuava, in linea con le prescrizioni contenute negli artt. 2399 c.c., e 148, comma 3, T.U.F. una serie di situazioni in presenza delle quali era da ritenersi insussistente l'indipendenza del membro dell'organo gestorio.

La Banca d'Italia aveva inoltre individuato, seppure parzialmente ed in modo frammentario, la funzione degli amministratori indipendenti, ai quali attribuiva il compito di vigilare "con autonomia di giudizio sulla gestione sociale, contribuendo ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione"<sup>8</sup>, stabilendo, inoltre, da un lato, che nell'organo di supervisione strategica almeno un quarto dei componenti dovessero possedere i requisiti di indipendenza<sup>9</sup>, d'altro lato, che nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, si dovesse procedere alla costituzione di comitati specializzati composti anche da indipendenti.

Con l'emanazione della citata CRD IV il legislatore europeo ha inteso, tra l'altro, armonizzare la disciplina dei requisiti degli esponenti bancari, fissando i principi fondamentali e i criteri di indirizzo ai quali i legislatori nazionali avrebbero dovuto uniformarsi e demandando all'EBA il potere di emanare orientamenti in ordine all'individuazione della nozione dei singoli requisiti.

Per quanto riguarda il profilo che ci occupa, l'art. 91, comma 8, stabilisce che ciascun componente dell'organo gestorio "agisce con onestà, integrità e *indipendenza di spirito*".

L'importanza di tale disposizione risiede, essenzialmente, nel prevedere che l'indipendenza debba riguardare, come peraltro gli altri requisiti, *tutti* i membri dell'organo di gestione; si tratta di una previsione che, indubbiamente, viene a caratterizzare in modo del tutto peculiare la posizione degli esponenti bancari, differenziandola, come si vedrà successivamente, da quella che rivestono gli amministratori di società non bancarie.

Il legislatore italiano, con il D.Lgs. 12 maggio 2015 n. 72, nel dare attuazione alla norma europea, ha modificato l'art. 26 T.U.B., ribadendo la necessità del requisito dell'indipendenza e attribuendo al legislatore regolamentare il compito di determinarne la nozione ("il Ministro dell'Economia e delle finanze, con decreto adottato sentita la Banca d'Italia, individua...i requisiti di professionalità ed indipendenza, graduati secondo principi di proporzionalità").

---

filo relativo agli amministratori indipendenti è ora regolato dall'art. 2, n. 5, ove si stabilisce, innanzi tutto, la necessità che l'organo amministrativo sia composto di un numero minimo di indipendenti: normalmente due, un terzo dei componenti nel caso di società grandi a proprietà concentrata, nelle altre società grandi almeno la metà. Si prevede altresì che nelle società grandi gli amministratori debbano riunirsi, in assenza degli altri amministratori, con cadenza periodica e comunque almeno una volta all'anno per valutare i temi ritenuti di interesse rispetto al funzionamento dell'organo di amministrazione e alla gestione sociale. L'art. 7 indica poi le circostanze che compromettono o paiono compromettere l'indipendenza dell'amministratore e che, in larga misura, coincidono con quelle che, come si vedrà, incidono sull'indipendenza dell'esponente bancario in base al Regolamento del MEF. Il 2° comma del medesimo art. 7 prevede un'ulteriore ipotesi di potenziale pregiudizio dell'indipendenza e, precisamente, quella dell'esponente che è *partner* di uno studio professionale o di una società di consulenza che intrattiene rapporti professionali con la società. Dal momento che il Codice contiene delle raccomandazioni non del tutto coincidenti con le previsioni che, come si vedrà, disciplinano il requisito dell'indipendenza dell'esponente bancario, si pone la questione, laddove le società bancarie siano società quotate, di come superare le eventuali situazioni di incompatibilità tra le due fonti di disciplina: la questione pare risolta dallo stesso Codice, ove nell'Introduzione si assegna la priorità alle norme primarie o secondarie che risultino incompatibili con l'applicazione di talune *raccomandazioni* del Codice.

<sup>8</sup> Circolare Banca d'Italia 2857 2013, Tit. IV, Cap. I, Sez. IV, par. 1.

<sup>9</sup> Circolare Banca d'Italia, cit., Tit. IV, Cap. I, Sez. IV, 2.2, lettera c).

In esecuzione di tale prescrizione, come si è già anticipato, è stato adottato dal Ministro competente il citato Regolamento, mentre l'EBA ha emanato, in data 26 settembre 2017, i propri orientamenti in attuazione del citato art. 91, comma 12, della CRD IV.

Con riferimento al profilo dell'indipendenza, è agevole constatare una convergenza dei provvedimenti sopra citati nel dare seguito alla chiara indicazione della norma europea; entrambi, in particolare, prevedono una duplicazione dei piani con riferimento ai quali deve essere riguardato il requisito dell'indipendenza, da un lato, riconoscendo la necessità che *l'indipendenza di giudizio (independence of mind)* debba caratterizzare *tutti i componenti l'organo gestorio*, d'altro canto, individuando i requisiti in presenza dei quali è possibile giungere alla qualifica di amministratore indipendente, destinata, come tale, a riguardare soltanto *alcuni* degli amministratori.

2. *L'indipendenza di giudizio dell'esponente bancario: nozione e modalità di valutazione.* – Iniziando ad esaminare il primo dei due profili indicati, ovvero il requisito dell'*indipendenza di giudizio*, pare opportuno, anche ai fini di una migliore interpretazione del suo significato, sottolineare la ragione per cui il legislatore europeo e, conseguentemente, quello regolamentare, ne abbiano a tal punto ampliato la portata da estenderlo a tutti gli esponenti bancari.

L'indipendenza di giudizio dell'esponente, ovvero la sua piena autonomia, nel processo di formazione delle decisioni organiche, rispetto ad interessi estranei al perseguimento dell'interesse sociale (in particolare quelli riconducibili alla posizione dell'azionista di controllo o di un "partecipante" della banca) appare strettamente funzionale a ciò che, come è ormai assodato, rappresenta l'obiettivo prioritario che l'esponente stesso deve perseguire e che, come tale, costituisce anche il principale criterio di valutazione della sua condotta, ovvero la realizzazione di una gestione "*sana e prudente*".

L'indipendenza dell'esponente, in altri termini, è il requisito che assicura il conseguimento dell'oggetto sociale secondo quello che rappresenta, come è stato puntualmente osservato, il "nuovo paradigma" per la concretizzazione di questo stesso interesse e che appunto consiste nella sana e prudente gestione<sup>10</sup>.

In definitiva, l'autonomia di cui devono essere dotati gli esponenti bancari rispetto, principalmente, agli interessi dei soci fa sì che essi siano in grado di realizzare adeguatamente quel tipo di esigenza che, secondo quanto recentemente ben sottolineato, caratterizza in modo essenziale l'impresa bancaria, ovvero "l'interesse del risparmio oggettivamente considerato, e segnatamente del pubblico risparmio"<sup>11</sup>; e dal momento che tale interesse riveste una rilevanza costituzionale appare evidente come la stessa indipendenza degli amministratori delle banche venga a trovare, in realtà, il proprio fondamento nell'art. 47 Cost. e nella tutela del risparmio "in tutte le sue forme" sancita da tale disposizione.

Che l'indipendenza di giudizio costituisca un tratto caratterizzante la figura di ciascun esponente bancario è ulteriormente avvalorato dalla presenza di un sistema di regole più rigorose rispetto a quelle che riguardano le società non bancarie, prioritaria-

<sup>10</sup> Sul punto G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss., in part. 253.

<sup>11</sup> G. FERRI JR, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2016, 811.

mente volte a “sterilizzare il rischio che nel compimento delle proprie scelte gli amministratori possano essere condizionati da un’eccessiva attenzione agli interessi dei soci<sup>12</sup>”; assai significativa, in proposito, è la disposizione contenuta nell’art. 53, comma 4, T.U.B., che prevedendo l’obbligo di astensione degli amministratori (ed anche dei soci) qualora siano portatori di interessi in conflitto con quello della società<sup>13</sup>, si discosta dalla disciplina generale dell’art. 2391, che, come è noto, prevede un mero onere motivazionale.

Si può quindi ritenere che l’indipendenza degli esponenti bancari venga a costituire uno degli elementi in cui tipicamente si manifesta quella “specialità” che caratterizza in misura sempre più intensa le regole in materia di *governance* bancaria e alla luce del quale, come si vedrà, devono anche essere valutate le funzioni e le responsabilità di ciascun esponente.

Ciò posto, si tratta di individuare il contenuto ed il significato dell’indipendenza di giudizio; a tal fine è necessario prendere le mosse dall’indicazione contenuta nella norma europea e quindi verificare in che modo essa è stata recepita dalle fonti regolamentari.

L’art 91, comma 8 della CRD IV considera l’indipendenza di giudizio, unitamente al requisito della correttezza (“onestà, integrità”), in funzione del raggiungimento di un preciso scopo, ovvero la capacità di ciascun esponente di “valutare e contestare efficacemente le decisioni dell’alta dirigenza se necessario e di controllare e monitorare efficacemente le decisioni della dirigenza”.

Nel dare attuazione a tale disposizione, le citate Guidelines dell’EBA prevedono che il requisito dell’indipendenza debba articolarsi in due aspetti essenziali: il primo, di natura funzionale, riguardante il ruolo dell’esponente e determinate qualità e circostanze che devono contraddistinguere tale ruolo, il secondo, di natura formale, consistente nell’*assenza* di determinati legami, relazioni e rapporti di natura parentale ed economica.

Con riferimento al primo aspetto, gli orientamenti dell’EBA<sup>14</sup>, dopo aver precisato che l’indipendenza di spirito è un modello di comportamento destinato a riguardare *ciascun* membro dell’organo gestorio nella fase di discussione di assunzione delle decisioni, (a prescindere dalla circostanza che il soggetto sia o meno un amministratore indipendente in senso tecnico), individuano concretamente, come si vedrà tra breve, il nucleo di quella funzione di *valutazione, controllo e monitoraggio* che, come si è visto, contraddistingue, secondo la norma europea, l’attività dell’esponente.

Con riferimento al secondo aspetto, i citati Orientamenti dell’EBA<sup>15</sup>, sulla base di una tendenza che, come si vedrà tra breve, contrassegna anche l’atteggiamento del nostro legislatore regolamentare, individua una serie di situazioni considerate potenzialmente idonee a pregiudicare l’indipendenza di spirito dell’esponente, e, precisamente, la sussistenza di: a) interessi di natura economica di vario tipo (ad esempio la concessione di una garanzia da parte della banca ad una società appartenente ad uno dei membri del consiglio di amministrazione); b) rapporti personali o professionali con i

---

<sup>12</sup> Così G. GUIZZI, *Appunti*, cit., 259.

<sup>13</sup> In questo senso anche il par. 9.2, n. 85 delle Guidelines dell’EBA, ove si prevede che “A member of the management body should abstain from voting on any matter where that member has a conflict of interest”.

<sup>14</sup> Joint ESMA and EBA *Guidelines*, cit., 9.1, par. 81.

<sup>15</sup> Joint ESMA and EBA *Guidelines*, cit., 9.2, par. 84.

titolari di partecipazioni rilevanti nella banca; c) relazioni personali o professionali con la dirigenza della banca; d) determinati ruoli ricoperti dall'esponente nel recente passato; e) relazioni personali o professionali con stakeholders rilevanti; f) l'appartenenza ad un ente o la proprietà di un soggetto portatori di interessi confliggenti con quello della banca; g) influenza o relazioni di natura politica.

Il regolamento del MEF, nel solco della non condivisibile tendenza a rinunciare ad una definizione in positivo del requisito di idoneità e delle articolazioni in cui esso si scompone, si limita ad individuare le situazioni in presenza delle quali la condizione di indipendenza può essere compromessa.

Nell'impostazione del citato regolamento, peraltro, la sussistenza di una o più di quelle situazioni non preclude automaticamente agli esponenti l'assunzione dell'incarico, essendo prevista la possibilità di dimostrare all'organo competente, sulla base di congrue motivazioni, che esse non sono tali da "inficiare in concreto la loro indipendenza di giudizio"<sup>16</sup>.

Le situazioni cui fa riferimento il regolamento ministeriale (art. 13) vengono tratte da quelle che, come si vedrà, costituiscono le situazioni che impediscono l'assunzione, da parte di un determinato esponente, della qualifica di amministratore indipendente in senso stretto; in particolare si tratta dei casi in cui l'esponente i) abbia particolari legami di natura familiare o parentale con tutti coloro che hanno incarichi esecutivi o sono titolari delle principali funzioni aziendali della banca o si trovano nelle condizioni di cui alle lettere da b) ad j); ii) sia un "partecipante" della banca; iii) abbia ricoperto incarichi di vertice (presidenza degli organi gestori o di supervisione strategica) od esecutivi presso un partecipante della banca negli ultimi due anni o, presso il medesimo soggetto, abbia ricoperto incarichi di esponente per più di nove anni; iv) abbia intrattenuto rapporti di lavoro o di natura finanziaria, patrimoniale o professionale, anche non continuativi con a) la banca, i relativi esponenti con incarichi esecutivi e il presidente c) le società controllate e i relativi esponenti con incarichi esecutivi oltre al presidente d) un partecipante nella banca ed i relativi esponenti con incarichi esecutivi ed il presidente.

Mentre il regolamento del MEF, al di là delle suddette potenziali preclusioni, si limita a richiamare la necessità dell'indipendenza di giudizio, senza fornire alcuna esplicita indicazione in ordine al senso ed alla portata di tale locuzione, gli orientamenti dell'EBA offrono, invece, sul punto, alcune precise indicazioni.

L'indipendenza di giudizio è, essenzialmente, un *modello di comportamento* al quale ciascun membro dell'organo di gestione è tenuto ad uniformarsi nell'ambito del processo decisionale che si svolge all'interno del medesimo organo; esso, in particolare, consiste nell'impegnarsi *attivamente* nello svolgimento dei propri doveri, in modo tale da consentire l'adozione di decisioni che risultino fondate, trasparenti e scevre da condizionamenti di qualunque natura<sup>17</sup>.

Nell'ottica della valutazione di quel modello di comportamento – sia preventiva che successiva alla nomina – vengono individuati alcuni parametri e, precisamente, la necessità che ogni singolo esponente sia dotato di a) *coraggio, convinzione e tenacia* nel valutare e nel formulare obiezioni alle decisioni proposte dagli altri esponenti; b) *capacità di interloquire e porre questioni* agli amministratori esecutivi; c) *capacità di resi-*

<sup>16</sup> Art. 15, comma 2.

<sup>17</sup> Joint ESMA and EBA *Guidelines*, cit., 9.1, par. 80.



stere al “group think”, ovvero al soggetto od al gruppo di soggetti che sono idonei ad influenzare e condizionare le scelte dell’organo<sup>18</sup>.

L’individuazione del contenuto dell’indipendenza si completa mediante la previsione della necessità che i conflitti di interesse che possono sorgere tra la banca e i terzi (clienti e stakeholders) vengano affrontati e gestiti in modo adeguato.

In base all’art. 15 del Regolamento ministeriale, l’indipendenza di giudizio assume un preciso rilievo sotto il profilo valutativo e il suo accertamento avviene secondo un rigoroso procedimento, che contiene elementi di specialità rispetto alla procedura valutativa regolata, in termini generali, dall’art. 23; in particolare, ciascun esponente è tenuto a comunicare all’organo competente le informazioni riguardanti le (eventuali) situazioni rilevanti ai sensi dell’art. 13 e le motivazioni in base alle quali quelle situazioni non sono tali da inficiare “in concreto la loro indipendenza di giudizio”. Poiché, come si è appena osservato, il requisito dell’indipendenza che caratterizza ogni singolo esponente non si esaurisce nell’assenza delle situazioni previste dalla norma regolamentare, ma si sostanzia anche, secondo quanto indicato dall’EBA, nella presenza di determinate caratteristiche soggettive e comportamentali, ciascun esponente dovrà, a mio avviso, necessariamente motivare la sussistenza, in concreto, di quelle caratteristiche.

L’attività valutativa dell’organo competente si snoda attraverso due fasi, la prima necessaria, la seconda eventuale.

L’organo è tenuto, innanzi tutto, valutare l’indipendenza di giudizio dell’esponente sulla base delle informazioni e delle motivazioni da questo fornite.

La valutazione deve avvenire entro trenta giorni dalla nomina dell’esponente<sup>19</sup>, sulla base delle informazioni fornite dal medesimo e di ogni altra informazione rilevante disponibile; della riunione deve essere redatto un verbale che fornisce un puntuale e analitico riscontro delle valutazioni effettuate nonché delle motivazioni in base alle quali si ritiene idoneo l’esponente.

Le citate Disposizioni della Banca d’Italia integrano opportunamente le norme regolamentari, prevedendo che dal verbale debba emergere “il percorso di analisi e le considerazioni svolte in merito a situazioni o fatti previsti dal Regolamento che possono richiedere valutazioni...connotate da un margine di discrezionalità”<sup>20</sup>.

Qualora siano evidenti situazioni pregiudizievoli, l’organo competente dovrà verificare se sia possibile “fronteggiare” il rischio che ne deriva mediante o l’applicazione di determinate disposizioni legislative o regolamentari (a titolo esemplificativo la disciplina di cui all’art. 2391 e 2391-bis c.c., o quella sulle obbligazioni contratte ai sensi dell’art. 136 T.U.B.) o l’adozione di ulteriori e specifiche misure organizzative o procedurali predisposte dalla banca o dallo stesso esponente.

Nell’ipotesi in cui i presidi e le misure approntate per ristabilire una situazione di effettiva indipendenza non risultino sufficienti, l’organo potrà “individuare di ulteriori e più efficaci” ovvero modificare i compiti ed i ruoli attribuiti all’esponente, comprese le eventuali deleghe.

<sup>18</sup> Joint ESMA and EBA *Guidelines*, cit., 9.2, par. 82.

<sup>19</sup> Art. 30, comma 7, Reg. nonché par. 1.1 Sez. II delle *Disposizioni di vigilanza in materia di procedura di valutazione dell’idoneità di esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistema di garanzia dei depositanti*, Banca d’Italia, 5 maggio 2021.

<sup>20</sup> *Disposizioni di vigilanza*, cit., Sez. II, par. 1.5.

Qualora gli strumenti e le misure volte alla rimozione degli impedimenti all'indipendenza non possano essere adottati o comunque non vengano concretamente adottati o si rivelino inadeguati ad eliminare le carenze riscontrate, l'organo dichiara la decadenza dell'esponente ai sensi dell'art. 23 del Regolamento.

Come si è già accennato, l'attività di valutazione non si esaurisce nella fase relativa alla nomina dell'esponente, ma viene svolta anche successivamente, in quanto l'organo competente deve verificare "l'efficacia dei presidi e delle misure adottate per preservare l'indipendenza di giudizio dell'esponente" (art. 15, comma 5, Reg.); a tal fine rileva anche – in conformità, del resto, a quanto avviene, in generale, per la valutazione dell'idoneità nel suo complesso – il comportamento tenuto in concreto dall'esponente durante lo svolgimento dell'incarico.

3. *La qualifica di amministratore indipendente in senso stretto.* – Come è noto, la presenza nel consiglio di amministrazione di esponenti che siano qualificabili come indipendenti può essere richiesta da disposizioni di legge o regolamentari.

Per quanto riguarda, in particolare, il settore bancario, la Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013<sup>21</sup> prevede che "nell'organo di supervisione strategica, almeno un quarto dei componenti devono possedere i requisiti di indipendenza".

L'art. 13 del Regolamento stabilisce i requisiti in presenza dei quali un consigliere non esecutivo assume, con riferimento alle società bancarie, la qualifica di *indipendente*; si tratta di una qualifica che, come già anticipato, viene identificata in negativo, nel senso che la norma regolamentare prevede una serie di situazioni la cui *insussistenza* comporta la possibilità di considerare un esponente come indipendente.

Le perplessità che tale impostazione può suscitare in relazione alla rinuncia, da parte del legislatore regolamentare, a definire (anche) in positivo il requisito dell'indipendenza, sono destinate ad accrescersi se si considera che, a differenza di quanto previsto negli orientamenti dell'EBA, la citata norma del Regolamento ricollega alla sussistenza delle situazioni da essa previste o, quantomeno, a quelle di cui alle lettere d) e) f) g)<sup>22</sup>, l'automatica preclusione della possibilità di attribuire all'esponente la qualifica di indipendente, senza alcuna facoltà di dimostrare che quelle situazioni non sono idonee ad inficiarne, in concreto, l'indipendenza.

Le diverse situazioni previste dall'art. 13 Reg. possono essere agevolmente distinte in tre categorie.

La prima riguarda le *condizioni personali* dell'esponente, in base alla lettera a); l'esponente è *coniuge non legalmente separato, persona legata in unione civile o convivenza di fatto, parente o affine entro il quarto grado*: 1) del presidente del consiglio di amministrazione, di gestione o di sorveglianza e degli esponenti con incarichi esecutivi della banca; 2) dei responsabili delle principali funzioni aziendali della banca; 3) dei soggetti che si trovano nelle condizioni di cui alle lettere da b) ad i), ovvero i soci partecipanti nella banca, i precedenti esponenti della banca o di società controllate o di enti partecipanti nella banca, ecc.

<sup>21</sup> Tit. IV, Cap. I, Sez. IV, 2.2., lettera c).

<sup>22</sup> Ciò laddove si ritenesse che per quanto riguarda le situazioni di cui alle lettere a), b), c), h) e i) dell'art. 13 Reg. l'esponente possa fornire, così come avviene per il requisito generale dell'indipendenza di giudizio, le motivazioni per cui quelle situazioni non pregiudicano in concreto la sua indipendenza di giudizio.

La seconda categoria riguarda le condizioni *professionali* dell'esponente (lettere da b) ad f)). Ci si riferisce all'esponente che: i) sia socio partecipante nella banca; ii) ricopra o abbia ricoperto presso un partecipante nella banca (o in società da questo controllate) incarichi esecutivi nei precedenti due anni ovvero sia stato membro del consiglio di amministrazione, di sorveglianza o di gestione dei soggetti indicati per più di nove anni negli ultimi dodici; iii) abbia ricoperto negli ultimi due anni l'incarico di esponente con funzioni esecutive nella banca; iv) ricopra l'incarico di consigliere indipendente in un'altra banca del medesimo gruppo bancario, salvo il caso di banche tra cui intercorrono rapporti di controllo (diretto o indiretto, totalitario); v) abbia ricoperto la carica di membro del consiglio di amministrazione, di sorveglianza, di gestione ovvero di direzione presso la banca per più di nove anni negli ultimi dodici.

La terza categoria riguarda una serie di situazioni di potenziali conflitti di interesse; in particolare viene in considerazione il soggetto che: i) è esponente con incarichi esecutivi in una società in cui *un esponente con incarichi esecutivi della banca ricopre l'incarico di consigliere di amministrazione o di gestione*; ii) intrattenga o abbia intrattenuto, nei due anni precedenti la nomina, direttamente o indirettamente, rapporti professionali o altri rapporti di natura finanziaria o patrimoniale, anche non continuativi, con la banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o il suo presidente, con le società controllate dalla banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o i loro presidenti, o con un partecipante nella banca o i relativi esponenti con incarichi esecutivi o il suo presidente, *tali da comprometterne l'indipendenza*; iii) nei due anni precedenti la nomina a) sia stato membro del parlamento nazionale ed europeo o della Commissione europea; b) abbia ricoperto incarichi presso enti locali (Regione, provincia, Comune, ecc.) "quando la sovrapposizione o contiguità tra l'ambito territoriale di riferimento dell'ente in cui sono ricoperti i predetti incarichi e l'articolazione territoriale della banca o del gruppo bancario di appartenenza *sono tali da comprometterne l'indipendenza*"<sup>23</sup>.

Se alla suddetta disciplina regolamentare deve, indubbiamente, essere ascritto il pregio di definire con chiarezza le situazioni che ostano al riconoscimento dell'indipendenza, cionondimeno non si possono non rilevare alcune criticità legate a talune di quelle situazioni, peraltro già in gran parte sottolineate dall'ABI<sup>24</sup>, in occasione dell'esame della bozza di Regolamento, nel periodo in cui essa è stata oggetto di consultazione.

In primo luogo, da un punto di vista generale, pare agevole stigmatizzare l'automatismo che caratterizza le situazioni contemplate dall'art. 13 del Regolamento: poiché

<sup>23</sup> Per completezza occorre rammentare che il Regolamento si occupa altresì specificamente del profilo relativo all'indipendenza dei membri degli organi di controllo. In base all'art. 14, che in larga misura rinvia alle situazioni delineate dall'art. 13, *non può assumere l'incarico di componente del collegio sindacale* l'esponente che: (i) è socio significativo della banca; (ii) è esponente con ruoli esecutivi in una società partecipata da un esponente della banca avente anch'egli ruoli esecutivi; (iii) ha relazione d'affari con la banca o un suo esponente tali da comprometterne l'indipendenza; (iv) nei precedenti cinque anni è stato membro del consiglio d'amministrazione o di gestione ovvero di direzione presso un socio significativo della banca, la banca medesima ovvero le sue controllate; (v) è coniuge non legalmente separato, persona legata in unione civile o convivenza di fatto, parente o affine entro il quarto grado dei responsabili delle principali funzioni aziendali della banca o delle persone che si trovano nelle situazioni poc'anzi descritte. Inoltre l'art. 14, comma 2, D.M. 169/2020 fa salva la possibilità per i membri dell'organo di controllo di svolgere il proprio incarico "*contemporaneamente in una o più società dello stesso gruppo bancario*".

<sup>24</sup> Osservazioni allo Schema di Decreto Ministeriale, Position Paper, 22 settembre 2017.

la sussistenza di tali situazioni è, di per sé, tale da escludere l'indipendenza, senza che sia possibile motivare che, alla luce delle circostanze concrete, quest'ultima non sarebbe in alcun modo compromessa è chiaro che ci si trova in presenza di un automatismo privo di qualsiasi flessibilità, dal quale deriva una discutibile prevalenza della sostanza sulla forma.

In secondo luogo, per quanto riguarda le ipotesi previste dall'art. 13 Reg., primo comma, lettera a), si deve sottolineare come l'ambito delle relazioni personali dell'esponente risulti particolarmente ampio, sicuramente più esteso di quello che caratterizza le situazioni contemplate dalla Guida della BCE e dagli Orientamenti dell'EBA: mentre in questi casi, infatti, si prevede che l'indipendenza venga meno esclusivamente laddove l'esponente abbia una relazione personale (coniuge, convivente in conseguenza di un'unione civile, mero convivente, figlio, genitore o altro familiare,) *a condizione che tali soggetti condividano la stessa dimora*, in base alla citata disposizione regolamentare non solo assumono rilevanza le relazioni con parenti o affini sino al quarto grado, ma, soprattutto, non viene riconosciuto alcun rilievo alla circostanza della coabitazione<sup>25</sup>.

In terzo luogo si può ritenere, anche in questo caso in conformità alle osservazioni formulate dall'ABI che quanto viene stabilito dalla lettera c) dell'art. 13 Reg., primo comma, – ovvero che rappresenti un fatto ostativo al riconoscimento dell'indipendenza la circostanza di aver ricoperto negli ultimi due anni la carica di presidente dell'organo amministrativo o di esponente con incarichi esecutivi (o per più di nove anni negli ultimi dodici di esponente) presso un partecipante nella banca o società da questo controllata – determini “vincoli eccessivamente stringenti”<sup>26</sup>: dal momento che il richiamo si estende a tutte le società del gruppo bancario, senza alcuna limitazione, si corre il rischio di considerare rilevanti anche quelle situazioni in cui le società nelle quali l'esponente ha operato rivestono un peso minimo e comunque non significativo.

Una quarta notazione critica riguarda la lettera h) della disposizione regolamentare più volte citata.

Come si è visto in precedenza, il fatto che l'esponente intrattenga o abbia intrattenuo nei due anni precedenti la nomina relazioni di lavoro ovvero altri rapporti di natura finanziaria, patrimoniale o professionale, anche non continuativi, con la banca (o società controllate) o i relativi esponenti con incarichi esecutivi, rappresenta una circostanza tale, di per sé, da minare sempre ed irrimediabilmente l'indipendenza; si tratta di una disposizione chiaramente non condivisibile, dal momento che è destinata ad allargare in modo smisurato ed irragionevole l'ambito dei casi in cui l'indipendenza è esclusa: in base alla lettera della norma regolamentare, il fatto che l'aspirante esponente abbia in essere con la banca un semplice rapporto di conto corrente potrebbe rappresentare un ostacolo al riconoscimento della sua indipendenza.

Come aveva già correttamente osservato l'ABI, la disposizione regolamentare avrebbe dovuto, anche in questo frangente, introdurre un minimo di discrezionalità e, più precisamente, considerare rilevanti esclusivamente quelle situazioni in cui le relazioni dell'esponente con la banca assumono una certa “significatività”.

---

<sup>25</sup> Come osservava giustamente ancora l'ABI nel documento sopra citato (inter alia 14), la disposizione regolamentare in esame “presenta un abnorme effetto moltiplicatore in ragione del richiamo presente nel punto 3 a tutte le condizioni indicate nelle successive lettere da b) a j).

<sup>26</sup> Così ABI, *Osservazioni*, cit., 14.

Si deve, infine, sottolineare, che anche la previsione relativa agli incarichi politici ed alle cariche amministrative risulta eccessivamente rigorosa e fonte di automatismi che rischiano di trascurare le peculiarità della situazione concreta; ci si riferisce, in primo luogo, alla circostanza per cui hanno rilevanza non solo le posizioni ricoperte al momento dell'assunzione della carica, ma anche quelle ricoperte negli ultimi due anni e, soprattutto, al fatto che quella circostanza è, di per sé, sufficiente ad escludere l'indipendenza, senza che si possa considerare il ruolo effettivo connesso alla carica ricoperta; con riferimento a quest'ultimo profilo la BCE, nella citata Guida, introduce, molto opportunamente, un criterio di "materialità" ("the materiality of the conflict of interest"), nel senso che occorre valutare, in concreto, la sussistenza di specifici poteri o obblighi inerenti alla carica che possono ostacolare l'esponente nell'agire nell'interesse della società.

4. *Il ruolo degli amministratori indipendenti.* – Se le disposizioni del Regolamento ministeriale mirano, essenzialmente, ad individuare, pur con le criticità sopra evidenziate, i requisiti in presenza dei quali l'esponente può essere qualificato come indipendente, le previsioni emanate dall'Autorità di vigilanza nella Circolare n. 285 del 17 settembre 2013 – così come più volte modificata nel corso degli anni e, in particolare, con riferimento al profilo che ci occupa, anche in tempi molto recenti<sup>27</sup> – pur non tralasciando di indicare in positivo le qualità soggettive che devono caratterizzare gli esponenti indipendenti, contribuiscono, soprattutto, a definire la funzione degli amministratori indipendenti e il loro ruolo nel contesto dell'organo di supervisione strategica.

Con riferimento al profilo funzionale si sottolinea come gli esponenti indipendenti debbano vigilare con *autonomia di giudizio* sulla gestione sociale, concorrendo "ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione"<sup>28</sup>.

Per quanto riguarda le modalità con cui si svolge quell'attività si prevede che gli esponenti indipendenti debbano essere dotati di *professionalità e autorevolezza*, "tali da assicurare un elevato livello di dialettica interna all'organo di appartenenza e da apportare un contributo di rilievo alla formazione della volontà del medesimo"<sup>29</sup>.

Le indicazioni dell'Autorità di vigilanza sottendono una chiara valorizzazione del significato e del ruolo degli esponenti indipendenti, i quali non si limitano a concorrere all'adozione delle deliberazioni dell'organo, ma incidono in modo rilevante sul procedimento di formazione delle medesime, sia nel momento della discussione, sia nella fase finale della vera e propria decisione.

L'importanza del ruolo degli indipendenti si riflette altresì sulla composizione dei comitati specializzati (con funzioni istruttorie, consultive e propositive) che devono essere costituiti all'interno dell'organo di supervisione strategica nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, dal momento che si prevede che essi devono essere composti "anche da indipendenti"; in particolare i comitati specializzati in tema di

<sup>27</sup> Ci si riferisce al 35° aggiornamento alla Circolare 285/2013 del 30 giugno 2021, che ha sostituito il Capitolo I "Governo Societario".

<sup>28</sup> Circolare Banca d'Italia, cit., Tit. IV, Cap. I, Sez. IV, 1.

<sup>29</sup> Circolare Banca d'Italia, cit., Tit. IV, Cap. I, Sez. IV, 2.2, lettera c).

“nomine”, “rischi” e “remunerazioni” sono composti da 3-5 membri, tutti non esecutivi e *in maggioranza indipendenti*.

Nelle banche di minori dimensioni l'eventuale costituzione di comitati specializzati comporta la necessità che, in ciascun comitato, vi sia almeno *un componente indipendente*.

In caso di opzione per il modello dualistico, laddove sussista il “comitato per il controllo interno” (richiesto qualora il consiglio di sorveglianza svolga funzione di supervisione strategica o sia di ampia composizione), esso deve essere composto da soggetti dotati di adeguati requisiti di professionalità e *tutti indipendenti*.

Il ruolo degli esponenti indipendenti all'interno dell'organo gestorio è stato recentemente rafforzato da parte dell'Autorità di vigilanza mediante l'introduzione dell'obbligo di predisporre un apposito regolamento, nel quale devono essere disciplinate le modalità volte a favorire il confronto tra gli amministratori indipendenti, proporzionate anche in relazione al numero di questi ultimi, “in modo che essi possano confrontarsi sulle tematiche rilevanti in assenza degli altri amministratori”<sup>30</sup>.

Il Documento sulle Disposizioni della Banca d'Italia in materia di governance bancaria oggetto di preventiva consultazione prevedeva altresì che gli amministratori indipendenti dovessero riunirsi “con cadenza periodica e comunque almeno una volta all'anno”. La mancata adozione di tali prescrizioni nel testo definitivo delle Disposizioni, probabilmente dovuta al timore di un'eccessiva compromissione dell'autonomia statutaria in ordine alla regolamentazione dell'attività degli indipendenti, non pare comunque assumere un rilievo decisivo, dal momento che il confronto tra gli esponenti dotati del requisito dell'indipendenza non potrà attuarsi che mediante incontri periodici, fissati in funzione delle esigenze che concretamente si pongono nel corso dello svolgimento dell'attività dell'organo di cui essi fanno parte.

In tal senso, del resto, deve essere interpretata la locuzione secondo cui le modalità di confronto devono essere “proporzionate” all'assetto ed alla composizione (anche quantitativa) dell'organo gestorio.

Le suddette previsioni della Banca d'Italia introducono, indubbiamente, profili di novità in ordine alla funzione degli amministratori indipendenti; esse non si limitano a definire il ruolo che assume, all'interno dell'organo, il singolo esponente indipendente, ma configurano il confronto e la dialettica tra tutti gli esponenti dotati di indipendenza come requisiti necessari per il corretto assolvimento dei loro doveri.

Evidentemente non si richiede che gli esponenti dotati di indipendenza debbano pervenire a proposte di decisione unitarie, ma che le posizioni espresse da ciascuno di essi all'interno dell'organo siano il risultato di una effettiva e costante dialettica.

E non è casuale la circostanza per cui il confronto debba avvenire “in assenza degli altri amministratori”: essa sta a significare che, nell'ottica dell'Autorità di vigilanza, gli amministratori indipendenti rivestono una posizione di autonomia rispetto agli altri amministratori, anche in considerazione di quella professionalità ed autorevolezza che, come si è visto, essi devono possedere in base alle medesime Disposizioni.

Il confronto tra gli esponenti indipendenti deve vertere “sulle tematiche rilevanti”; la valutazione della rilevanza degli argomenti oggetto di confronto è rimessa alla di-

<sup>30</sup> Circolare Banca d'Italia, cit., Tit. IV, Cap. I, Sez. V, 1.2, lettera e).

screzionalità degli stessi amministratori indipendenti, non essendo ipotizzabile un'interferenza, sul punto, da parte degli altri amministratori.

Il regolamento che le società bancarie sono invitate ad adottare deve disciplinare le modalità concrete con cui avviene il confronto tra gli amministratori indipendenti e quindi, in particolare, la periodicità e le circostanze in presenza delle quali si realizzano le riunioni e gli incontri, gli aspetti relativi alla documentazione ed alla verbalizzazione dei medesimi, la valutazione della rilevanza delle tematiche da affrontare, i profili relativi ai rapporti tra gli indipendenti e gli altri amministratori.

In considerazione della autonomia funzionale che, come si è visto, viene riconosciuta agli amministratori indipendenti non si può escludere che nel regolamento le modalità di confronto di questi ultimi vengano disciplinate sulla base di una vera e propria articolazione organica, assimilabile a quella che caratterizza i comitati endo-consiliari previsti dalle Disposizioni della Banca d'Italia.

A questo proposito si deve sottolineare come nella prassi statutaria di alcune grandi banche si possa riscontrare la previsione di un comitato endo-consiliare composto di soli amministratori indipendenti, destinato a pronunciarsi e a fornire pareri in ordine a questioni di importanza strategica, in particolar modo le operazioni con parti correlate e soggetti collegati.

Le recenti modifiche apportate alle citate Disposizioni della Banca d'Italia prevedono, infine, che, con apposito regolamento, le banche di maggiori dimensioni o complessità operativa debbano disciplinare la gestione del dialogo con gli azionisti da parte degli amministratori, indicando, tra l'altro, le cariche/figure (anche aziendali) deputate a gestire il dialogo<sup>31</sup>. Non vi è dubbio che, a tale scopo, potranno essere designati anche (e soprattutto) gli amministratori indipendenti.

*5. Considerazioni conclusive.* – Se il ruolo degli amministratori indipendenti nelle società di grandi dimensioni, in particolare nelle società quotate, si è progressivamente accresciuto negli ultimi quindici anni, è con riferimento alle società bancarie che esso ha trovato e trova la sua massima realizzazione.

Le peculiarità che caratterizzano l'attività bancaria e, più precisamente, l'esigenza che essa sia svolta in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione, fanno sì che il contributo degli amministratori indipendenti diventi insostituibile; solo questi ultimi sono infatti idonei – in ragione della loro "indipendenza" (che non, è come si è visto, solo assenza di conflitti di interesse, ma anche professionalità, autorevolezza e capacità di interloquire con efficacia) – ad "elevare" il livello di dialettica interna dell'organo di appartenenza, in vista dell'assunzione di decisioni ponderate, soprattutto con riferimento ai settori di attività più complessi o in cui è più elevato il rischio.

In tale prospettiva si comprendono e risultano pienamente condivisibili le recenti considerazioni di un autorevole membro della BCE<sup>32</sup>, il quale, nel valorizzare la posizione degli amministratori non esecutivi ed indipendenti nel contesto della crisi pandemica ed economica, affermava che gli esponenti dotati di indipendenza rappresenta-

<sup>31</sup> Circolare Banca d'Italia, cit., Tit. IV, Cap. I, Sez. V, 1.1.

<sup>32</sup> E. Mc Caul, Membro del Supervisory Board della BCE, in occasione del seminario online della Florence School of Banking & Finance "Bank Boards and Supervisory Expectations", 3 dicembre 2020.

no una “bussola per la banca, fornendo un indirizzo forte e costante sia in acque calme che agitate e garantendo un controllo indipendente delle proposte e delle decisioni del management”; e aggiungeva che in tempi di crisi gli esponenti dotati di indipendenza sono chiamati ad aumentare la vigilanza “per evitare l’opacità del rischio di credito e per fornire chiarezza sulla traiettoria...degli sviluppi macroeconomici”, contribuendo ad elaborare piani strategici per il miglior posizionamento della banca nel contesto generale, e diventando così, ancor di più, una solida guida per la nave in difficoltà.



# COMPETENZE GESTORIE ED ESERCIZIO DELL'AZIONE SOCIALE DI RESPONSABILITÀ NELLA DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ PER AZIONI (TRA DIRITTO SOCIETARIO GENERALE E DIRITTO SPECIALE DELLE SOCIETÀ BANCARIE)

di *Giovanni Meruzzi*

SOMMARIO: 1. Il ruolo dell'organo amministrativo di Spa in sede d'esercizio dell'azione sociale di responsabilità. – 2. L'azione sociale di responsabilità come iniziativa tipicamente gestoria. I rapporti, in tema di suo esercizio, tra assemblea dei soci e organo amministrativo della società. – 3. Il coordinamento tra competenze dell'assemblea dei soci e competenze gestorie degli amministratori in tema d'esercizio dell'azione di responsabilità. Le competenze proprie degli amministratori nell'esercizio dell'azione sociale di responsabilità. – 4. In particolare, l'obbligo degli amministratori di avviare un processo caratterizzato dal dovere di agire informato. I limiti procedurali della discrezionalità gestoria che informa la delibera dell'organo amministrativo della società. – 5. Le ricadute operative conseguenti alla scelta gestoria di non promuovere l'azione sociale di responsabilità verso i cessati amministratori e sindaci della società. La posizione del Collegio sindacale in ordine alle iniziative dell'organo amministrativo. – 6. (*Segue*): sugli specifici obblighi d'informazione del Collegio sindacale di banche verso l'Autorità di Vigilanza.

1. *Il ruolo dell'organo amministrativo di Spa in sede d'esercizio dell'azione sociale di responsabilità.* – L'esercizio dell'azione sociale di responsabilità è spesso conseguenza, nella società *in bonis*, del cambio di *governance* societaria e dell'emergere, con l'uscita del precedente organo amministrativo, di irregolarità gestionali prima non rilevate. Talora nelle società bancarie l'uno e l'altro presupposto (l'emergere prima delle irregolarità gestorie, nonché poi la scelta sull'esercizio o meno dell'azione sociale di responsabilità) è conseguenza dell'intervento ispettivo dell'Autorità di Vigilanza, che riscontra a monte proprio quelle irregolarità gestorie in ordine alle quali, poi, il rinnovato organo amministrativo è chiamato a valutare se e in quali termini esercitare l'azione sociale di responsabilità.

In entrambi i casi si pongono alcune questioni. Innanzi tutto si tratta di chiarire se per il rinnovato organo amministrativo della società porre all'ordine del giorno dell'assemblea dei soci l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità verso i cessati amministratori e sindaci<sup>1</sup> costituisca un vero e proprio dovere giuridico, anche in assenza di una richiesta in tal senso dei soci *ex art. 2367 c.c.*, o una mera facoltà giuridica, sottoposta a una loro discrezionale valutazione. Si tratta poi di definire se, al ricorrere di tale secondo caso, l'esercizio di tale discrezionale facoltà da parte del rinnovato organo amministrativo sia soggetto a specifici vincoli operativi e, in particolare, se il suo eser-

---

<sup>1</sup> E talora verso il cessato direttore generale, ricorrendone i presupposti *ex art. 2396 c.c.*

cizio sia rimesso a un criterio di valutazione di opportunità e, quindi, alla c.d. *business judgement rule*. Va poi chiarito quale eventuale ruolo possa svolgere, in tale vicenda, il Collegio sindacale della società, sia in relazione al potere concorrente di esercizio dell'azione di responsabilità ora previsto dall'art. 2393, c. 3, c.c., sia degli ulteriori ruoli svolti dal Collegio sindacale nelle società bancarie.

2. *L'azione sociale di responsabilità come iniziativa tipicamente gestoria. I rapporti, in tema di suo esercizio, tra assemblea dei soci e organo amministrativo della società.* – Le tre questioni sopra sollevate, invero poco discusse in dottrina e non affrontate dalla giurisprudenza, afferiscono, in ultima istanza, ai rapporti che sussistono tra assemblea dei soci di società per azioni e suo organo amministrativo<sup>2</sup>.

In punto di azione di responsabilità l'art. 2364, c. 1, n. 4, c.c. demanda infatti alla competenza dell'assemblea ordinaria dei soci la “*delibera sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci*”. Si tratta, nel quadro del principio di specialità che caratterizza le competenze dell'assemblea di Spa<sup>3</sup>, di una *competenza gestionale*. E di competenza che concerne, come più in generale tutte le altre competenze assembleari, uno di quegli atti che, come è stato felicemente espresso dalla dottrina, costituiscono “*i supremi atti di governo della società*”<sup>4</sup>, ovvero che, già con la codificazione del 1942 e poi e con ancor maggiore evidenza con la riforma del 2003, il legislatore ha riservato ai soci quali finali destinatari dell'attività sociale.

Sotto tale profilo la competenza assembleare a deliberare l'azione di responsabilità verso gli amministratori e i sindaci si pone sullo stesso piano delle altre competenze assembleari, previste dalla legge, in tema di approvazione del bilancio d'esercizio (art. 2364, c. 1, n. 1, c.c.), nomina e revoca dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo della società (art. 2364, c. 1, n. 2, c.c.) e determinazione del loro compenso (art. 2364, c. 1, n. 3, c.c.). E trattasi, giova rilevare, di competenza opportunamente demandata dal legislatore all'assemblea dei soci quanto all'*an* dell'esercizio dell'azione, in considerazione dei rischi di conflitto di interessi a cui la delibera sarebbe esposta se fosse integralmente demandata alla competenza dell'organo di amministrazione della società<sup>5</sup>.

<sup>2</sup>Disciplina che, giova ricordare, ha applicazione generalizzata anche alle società cooperative e quindi, in ambito bancario, alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo in ragione dell'esclusione normativa di cui all'art. 150bis, cc. 1-2, Tub e del rinvio operato dall'art. 2519, c. 1, c.c. alle disposizioni in tema di società per azioni “*in quanto compatibili*”. Sulla generale applicabilità alle banche costituite in forma di società cooperativa del regime delle società azionarie v. per tutti CUSA, *Il diritto delle banche di credito cooperativo tra legge e contratto*, Torino, 2013, 19 s.

<sup>3</sup>Argomento in ordine al quale v. *ex multis*, tra la più diffusa manualistica istituzionale, FERRARA JR.-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, 546 e 587; PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale. II. Società*, Bologna, 2016, 145 s.; JAEGER-DENOZZA-TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2019, 354 s.; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Le società*, Milano, 2020, 356 s.; MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale. III. Le società*, Torino, 2020, 395 ss., in part. 402. Sull'esclusività della competenza gestoria degli amministratori v. altresì i rilievi di LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, 384. Si esprime nel senso della “separazione delle competenze” tra amministratori e soci nella Spa anche MONTEVERDE, *Le competenze*, in IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, Torino, 2016, 15 ss., in part. 25.

<sup>4</sup>Testualmente in tal senso GALGANO, *Trattato di diritto civile*, IV, Padova, 2015, p. 366.

<sup>5</sup>Ciò a maggior ragione nell'ipotesi, sottesa al caso di azione promossa dall'assemblea di società *in bo-*

La delibera in materia di azione di responsabilità è nello specifico funzionale, giova ricordarlo, al reintegro, nonché alla conservazione e al mantenimento nel tempo, della consistenza del patrimonio sociale. In quanto atto intrinsecamente gestorio e finalizzato alla salvaguardia del patrimonio sociale “*implica una valutazione circa il se, il quando ed il come intervenire allo scopo di mantenerlo integro quale mezzo per lo svolgimento e lo sviluppo dell’attività sociale*” e quindi, in assenza del menzionato art. 2364 c.c., dovrebbe essere di naturale competenza dell’organo amministrativo<sup>6</sup>.

Da tale constatazione si possono trarre due distinte conclusioni. La prima, di natura strettamente processuale, è che la delibera assembleare inerente all’esercizio dell’azione ex art. 2393 c.c. costituisce una *condizione dell’azione*, non anche il suo preliminare presupposto<sup>7</sup>.

La seconda, di natura sostanziale, è che a tale delibera dev’essere riconosciuta, in linea con quanto espresso dalla dottrina nettamente maggioritaria, *natura decisoria*<sup>8</sup>. È ben vero che la giurisprudenza in materia si esprime spesso in termini di *autorizzazione* dell’assemblea all’esercizio dell’azione da parte dell’organo amministrativo della società<sup>9</sup>. Al riferimento da parte dei giudici alla nozione di autorizzazione non deve, tuttavia, essere attribuita peculiare enfasi, alla luce di una serie di considerazioni. Innanzi tutto, va considerato il tenore letterale dell’art. 2393 c.c., i cui cc. 1 e 2 fanno testuale riferimento, con riguardo alla promozione dell’azione di responsabilità, alla “*deliberazione dell’assemblea*”, senza pertanto in alcun modo presupporre la natura (meramente) autorizzatoria di tale delibera. Inoltre la giurisprudenza di legittimità qui indicata,

---

*nis*, in cui questa sia deliberata in relazione ad amministratori ancora in carica, come implicitamente ammesso dall’art. 2393, c. 5, c.c., che regola le conseguenze giuridiche di tale fattispecie.

<sup>6</sup> Si esprime espressamente in tal senso, per tutti, PICCIAU, *Artt. 2393-2393-bis; 2394-bis*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2005, 572 s., in part. 573; più di recente v. pure BRIOLINI, *Art. 2393*, in *Le società per azioni*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, Milano, 2016, 1404.

<sup>7</sup> Trattasi, come noto, di opinione del tutto maggioritaria in dottrina e ben consolidata in giurisprudenza. Sul punto v. ancora, per tutti, PICCIAU, *Artt. 2393-2393-bis; 2394-bis*, cit., 575 s., nonché AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Tratt. Cottino*, IV, 1, Milano, 2010, in part. 668. In giurisprudenza v., tra le più recenti, Cass., 2 maggio 2019, n. 11552, in *Foro it.*, 2019, I, c. 2745 ss., e Cass., 10 settembre 2007, n. 18939, che ammette l’operatività del principio anche in relazione alle società cooperative. Sul distinto ma contiguo profilo, concernente il possesso azionario come mero presupposto processuale ovvero come condizione per l’esercizio dell’azione di responsabilità v. inoltre, per ulteriori riflessioni, sia pure in riferimento allo specifico tema dell’azione esercitata dalla minoranza e al regime dell’art. 2393bis c.c., MONTALENTI, *La società quotata*, in *Tratt. Cottino*, IV, 2, Padova, 2004, 335 ss., peraltro critico nei confronti dell’impostazione maggioritaria.

<sup>8</sup> In tal senso v. per tutti CALANDRA BUONAUORA, *L’amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Tratt. Buonocore-Costi*, IV-4.VI, Torino, 2019, 338 s., in part. 339, che al riguardo parla di “*competenza primaria e piena*” dell’assemblea; MAUGERI, *Art. 2364*, in SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società, dell’azienda, della concorrenza*, in *Comm. cod. civile Gabrielli*, Milano, 2015, 1427, per il quale la delibera assembleare è “*decisione*” in senso tecnico-giuridico; TINA, *L’esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, Milano, 2008, in part. 136 s., 143 e 146 ss., secondo cui l’esercizio dell’azione sociale di responsabilità è prerogativa dell’assemblea dei soci, che ne mantiene comunque la disponibilità; ABBADESSA, *Competenza dell’assemblea: casistica e principi*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 3\*, Torino, 1994, 3 ss., in part. 11 s., in nota 19, ove ulteriori riferimenti.

<sup>9</sup> Cfr. in tal senso, tra la giurisprudenza di legittimità, Cass., 11 luglio 2008, n. 19235; Cass., 10 settembre 2007, n. 18939, cit.; Cass., 24 aprile 2007, n. 9901, riferita all’autorizzazione assembleare alla transazione dell’azione; Cass., 11 novembre 2005, n. 21858; Cass., 6 marzo 1999, n. 1925, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2299 ss., relativa a fattispecie in cui l’autorizzazione dell’assemblea dei soci è stata ritenuta non necessaria.

come pure quella di merito che alla nozione di autorizzazione fa riferimento, sembra in realtà volta più a enfatizzare l'ulteriore ruolo svolto a monte e a valle dall'organo amministrativo della società rispetto alla delibera assembleare<sup>10</sup> che a qualificare in termini consapevoli la delibera in questione come autorizzativa anziché decisoria in senso stretto. La qualificazione della delibera come autorizzatoria, e quindi la nozione di autorizzazione in tal modo evocata, pare quindi assumere valenza più processuale che sostanziale, venendo per l'appunto spesso associata, nella motivazione delle pronunce, all'evocata qualificazione della delibera quale condizione dell'azione. Infine, viene in considerazione l'interpretazione sistematica degli artt. 2392 s. c.c. alla luce delle altre disposizioni di legge che legittimano all'esercizio dell'azione sociale gli organi concorsuali (cfr. art. 2394*bis* c.c.) e l'amministratore giudiziario (cfr. art. 2409, c. 5, c.c.), nonché in tempi più recenti la minoranza qualificata dei soci (cfr. art. 2393*bis* c.c., in part. c. 1) e da ultimo il collegio sindacale a maggioranza dei due terzi dei suoi componenti (cfr. art. 2393, c. 3, c.c.); norme queste che, sebbene facciano venir meno la competenza esclusiva dell'assemblea in tema di promozione dell'azione sociale di responsabilità, non fanno comunque venir meno la disponibilità di detta azione in capo all'assemblea dei soci, in quanto la maggioranza assembleare resta comunque titolare, alle condizioni previste dalla legge, della facoltà di rinunciare all'azione sociale o di transigerla (cfr. artt. 2393, c. 6, e 2393*bis*, c. 7, c.c.)<sup>11</sup>.

L'aver attribuito natura decisoria alla delibera assembleare ex n. 4 dell'art. 2364, c. 1, c.c. non condiziona peraltro l'ulteriore profilo che qui rileva, inerente al coordinamento di tale competenza col ruolo assunto dall'organo amministrativo della società in tema di esercizio dell'azione di responsabilità. Infatti, la competenza ex art. 2364, c. 1, n. 4, c.c. va coordinata col principio di esclusività dell'attività gestoria espressamente sancito, con la riforma del 2003, dall'art. 2380*bis*, c. 1, c.c.<sup>12</sup> Se, in tale contesto, l'art. 2364 c.c. attribuisce all'assemblea dei soci, in base al principio di specialità che ne caratterizza l'operato, la delibera sul *se* esercitare l'azione di responsabilità, tale competenza va coordinata, a monte e a valle, con l'operato dell'organo amministrativo della società. A monte, in quanto l'assemblea dei soci è convocata dall'organo amministrativo e delibera sulle materie che questo, di sua iniziativa (cfr. art. 2366, c. 1, c.c.) o su impulso dei soci (cfr. art. 2367, cc. 1 e 3, c.c.), indica tra le materie da trattare<sup>13</sup>. A valle, in quanto il concreto esercizio dell'azione di responsabilità è demandato, una volta assunta la delibera, all'operatività degli amministratori. Ben ha colto l'essenza del fenomeno quella dottrina che, partendo dal rilievo che la delibera assembleare ex n. 4

<sup>10</sup> Profilo su cui v. *infra*, § 3.

<sup>11</sup> In analoghi termini si esprime il cit. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, in part. 136 ss., 143 e 146 ss., nonché più di recente SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013, 91 ss., in part. 96 s. e 101 ss., che attribuisce all'organo di controllo ruolo suppletivo dell'iniziativa assembleare. Da ultimo v. anche BRIOLINI, *Art. 2393*, cit., 1404 s.

<sup>12</sup> Principio la cui piena rilevanza operativa resta ferma pure all'indomani della modifica dell'art. 2380*bis*, c. 1, c.c. apportata dal D.lgs. n. 147/2020, a sua volta modificativo del dettato di tale disposizione, così come modificata dal D.lgs. n. 14/2019, Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII). Indiretta ma univoca conferma in tal senso è rinvenibile nell'art. 2409*novies*, c. 1, c.c. in tema di competenza del consiglio di gestione nel sistema dualistico, e nell'art. 2409*septiesdecies*, c. 1, c.c. in punto di competenza del consiglio di amministrazione nel sistema monistico.

<sup>13</sup> Per una trattazione istituzionale in materia si rinvia per tutti al cit. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, IV, 370 s.

dell'art. 2364 c.c. va annoverata tra le deliberazioni di attuazione del contratto sociale, ha osservato come in tale ipotesi “*la deliberazione degradi a decisione, più che fattispecie dal particolare valore che tende a realizzare*”<sup>14</sup>. Da ciò la condivisibile conclusione, più recentemente espressa, secondo la quale la delibera in questione sviluppa “*un valore giuridico in diversa misura “determinativo” della condotta degli amministratori, la cui discrezionalità finisce con l’esser variamente condizionata e compressa in dipendenza della tipologia di manifestazione volitiva dell’organo assembleare di volta in volta evocata dalla legge o dallo statuto*”<sup>15</sup>.

L’esercizio dell’azione sociale di responsabilità deve quindi essere qualificato come un atto gestorio in sé sottratto, ex art. 2364, c. 1, n. 4, c.c. alla piena disponibilità degli amministratori e soggetto a competenza decisionale dell’assemblea dei soci, i quali restano anche i destinatari finali dell’azione processuale e, pertanto, coloro che ne hanno la piena disponibilità. Nel contempo e dall’altro lato, la competenza decisionale dei soci concorre col principio di esclusività gestoria degli amministratori ex art. 2380bis, c. 1, c.c. E sotto tale secondo profilo va ulteriormente approfondito e chiarito, in relazione al tema qui in esame, come siano tra loro coordinate le rispettive competenze dell’organo amministrativo e dell’assemblea dei soci in punto di promozione dell’azione sociale di responsabilità.

3. *Il coordinamento tra competenze dell’assemblea dei soci e competenze gestorie degli amministratori in tema d’esercizio dell’azione di responsabilità. Le competenze proprie degli amministratori nell’esercizio dell’azione sociale di responsabilità.* – Tale coordinamento dev’essere in ultima istanza inteso nel senso che, a monte, gli amministratori della società dispongono d’un potere gestorio pieno, in quanto tale soggetto al principio di insindacabilità delle scelte gestorie qualora le medesime siano adeguatamente motivate, in ordine al *se* porre all’ordine del giorno dell’assemblea l’esercizio dell’azione di responsabilità; nonché, a valle, di un altrettanto potere gestorio pieno e discrezionale in ordine al *come* esercitare in concreto l’azione di responsabilità, nei limiti in cui l’assemblea, in sede di deliberazione, non abbia impartito specifiche istruzioni in materia e le medesime non siano tali da arrecare danno alla società o ai terzi.

Si deve infatti dare atto che, nel riparto di competenze tra organo assembleare ed organo amministrativo, l’assemblea, sebbene sia caratterizzata da piena autonomia rispetto agli altri organi sociali, proprio in ragione del già evocato principio di specialità delle competenze che la caratterizza, dipende dall’organo amministrativo sia per la sua costituzione e operatività che per quanto è necessario per portare a effetto le delibere

---

<sup>14</sup> Così FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all’atto costitutivo*, Milano, rist. 1993, 82 ss., in part. 84 e 87, da cui la citazione.

<sup>15</sup> In tal senso MAUGERI, *Art. 2364*, cit., 1431. Ma in termini ancor più espliciti, in relazione al tema qui in esame, si è espressa quella dottrina che, all’indomani della riforma societaria del 2003, ha avuto modo di chiarire, partendo dal riferimento al n. 5 del c. 1 dell’art. 2364 c.c. ma da lì giungendo a conclusioni aventi rilevanza generale, che l’eccezione “alla esclusiva competenza degli amministratori è solo parziale: anche nei casi, infatti, in cui la legge stabilisce una competenza dell’assemblea, l’iniziativa – cioè la sottoposizione all’assemblea e la sua convocazione – e soprattutto l’esecuzione delle decisioni dell’assemblea, spetta inderogabilmente ed esclusivamente agli amministratori ...: si reintroduce così, quanto meno a livello di iniziativa e di esecuzione, il principio che la gestione dell’impresa spetta «esclusivamente» agli amministratori” (così BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 9 s.).

assunte<sup>16</sup>. L'assemblea dei soci è quindi priva di autosufficienza operativa non solo a valle, in quanto le decisioni assunte richiedono di norma una condotta esecutiva riservata agli amministratori, ma anche a monte, in quanto gli stessi amministratori sono titolari, “*prima ancora che di compiti attuativi della deliberazione, di un potere di iniziativa e di proposta in ordine alla sua adozione: un potere la cui configurazione finisce con il condizionare anche l'aspettativa tutelata degli azionisti all'avvio del procedimento assembleare*”<sup>17</sup>.

Il profilo a valle della delibera assembleare è, senza dubbio, quello su cui la dottrina ha più avuto modo di riflettere e, sebbene in parte eccentrico rispetto alla materia qui in esame, merita comunque un breve esame. La delibera dell'assemblea è infatti vincolante per gli amministratori e costituisce un atto deliberativo interno all'organizzazione, il cui contenuto dev'essere esternato dall'organo amministrativo e, in particolare, dal soggetto che in esso sia dotato del necessario potere rappresentativo<sup>18</sup>. Sotto tale aspetto l'attività degli amministratori è condizionata, nelle materie che rientrano tra le competenze legali dell'assemblea, dall'indirizzo da questa fornito tramite l'atto deliberativo assunto<sup>19</sup>. È tuttavia la misura di tale vincolatività a costituire oggetto perdurante di valutazione. Per parte della dottrina, infatti, intervenuta la delibera assembleare di esercizio dell'azione di responsabilità gli amministratori possono variare tanto gli elementi che i contenuti dell'azione<sup>20</sup>. Dal canto suo la giurisprudenza, seguendo di fatto analogo ragionamento, non ritiene necessario, in sede di deliberazione dell'azione di responsabilità, che l'assemblea motivi le ragioni della scelta<sup>21</sup>. Tuttavia, un conto è che l'assemblea (a tutto concedere) non sia tenuta a motivare le ragioni che hanno indotto a deliberare l'esercizio dell'azione, altro è che l'organo amministrativo sia, una volta deliberato da parte dell'assemblea l'esercizio di tale azione, del tutto libero di deciderne i contenuti e, per ipotesi, di modificarne i presupposti. Avverso l'appena esposta posi-

<sup>16</sup> In tal senso v., in particolare, SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 337 ss., in part. 346 s.

<sup>17</sup> In tal senso, testualmente, MAUGERI, *Art. 2364*, cit., 1417 s., in part. 1418. Va da sé che tale potere di iniziativa dovrà essere temperato, nel caso di iniziativa dei soci ex art. 2367, c. 1, c.c., col ben più ristretto margine di discrezionalità degli amministratori, i quali potranno legittimamente rifiutarsi di convocare l'assemblea solo qualora tale rifiuto sia giustificato (cfr. art. 2367, c. 2, c.c.). Il che finirà per ridurre il loro margine discrezionale, nel caso qui in esame, all'ipotesi in cui la richiesta di indicazione all'ordine del giorno dell'assemblea dell'azione sociale di responsabilità si riveli sostanzialmente abusiva o, nei fatti, quanto meno *prima facie* relativa a contestazioni palesemente insussistenti o infondate. Sul regime dell'art. 2367 cpv. c.c. cfr. per tutti, in termini generali, FIORIO, *Art. 2367*, in *Il nuovo diritto societario. Comm. Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti*, Bologna, 2004, 507 ss., in part. 514 s.; MARCHETTI, *Art. 2367*, in PICCIAU (a cura di), *Assemblea*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 73 ss., in part. 76 s. Proprio nel regime dell'art. 2367 c.c. ravvisa peraltro “un'ipotesi eccezionale di «intromissione» dei soci nella gestione del procedimento deliberativo, che continua, per il resto, ad essere monopolio degli amministratori”, Tucci in LENER-TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Tratt. Buonocore-Costi*, IV-4.V, 2012, 68 ss., in part. 75.

<sup>18</sup> Sul punto v., *ex multis*, LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, in part. 51 e 88.

<sup>19</sup> In argomento cfr. in part. le osservazioni di PINTO, *Art. 2364*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa-Portale, cit., 847 s., in part. 848.

<sup>20</sup> Così, per tutti, AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, cit., 668 s., che deriva tale conclusione proprio dalla sopra vista natura di condizione dell'azione assunta dalla delibera assembleare.

<sup>21</sup> Così, in part., Cass., 11 luglio 2008, n. 19235, in *Giur. it.*, 2009, 883 ss., con nota AIELLO; Cass., 11 novembre 2005, n. 21858; Cass., 18 giugno 2005, n. 13169, in *Corr. giur.*, 2006, 541 ss., con nota BRUNO.

zione dottrinale si è convincentemente rilevato che la delibera assembleare deve dar conto degli addebiti rivolti agli amministratori (e ai sindaci) in ragione dei quali si ravvisa l'opportunità di promuovere l'azione, senza però che sia nel contempo necessario (e, si aggiunge, opportuno) che determini con precisione il contenuto della domanda, o che all'opposto operi una delega in bianco all'esercizio dell'azione, dato che in materia è necessario da un lato garantire l'elasticità dell'operato degli amministratori, dall'altro prevenire loro eventuali abusi<sup>22</sup>. Merita quindi di essere condivisa l'opinione secondo cui la natura decisoria del potere attribuito all'assemblea dei soci in tema di azione di responsabilità implica che, qualora l'assemblea fornisca indicazioni precise sull'esercizio dell'azione, gli amministratori vi si debbano conformare, salvo il caso che da queste ne possa derivare una responsabilità degli amministratori stessi verso i creditori sociali e/o verso i singoli soci o terzi e/o una responsabilità verso la società. La discrezionalità gestoria degli amministratori riacquista invece la sua piena operatività per tutto quanto non sia stato espressamente definito dal deliberato assembleare, o per i profili che da questo non siano stati presi in considerazione in quanto, ad esempio, successivi alla delibera<sup>23</sup>.

Spostando ora l'esame sui profili a monte dell'assemblea sociale e della sua (eventuale) convocazione, si deve partire dal generale rilievo, che costituisce il naturale presupposto di quanto già sopra riferito, che il potere di convocazione dell'assemblea spetta agli amministratori ed è da questi esercitabile discrezionalmente, con unica eccezione dei casi di obbligatorietà previsti dalla legge<sup>24</sup>. Il decidere *se* convocare l'assemblea dei soci per far a questa deliberare l'esercizio dell'azione di responsabilità *ex art.* 2364, c. 1, n. 4, c.c. costituisce quindi una *mera facoltà discrezionale* degli amministratori, che diviene *obbligo giuridico*, oltre che nei casi testualmente previsti dalla legge, qualora l'organo gestorio della società ritenga che la convocazione stessa sia necessaria per adempiere al dovere, su di essi incombente, di perseguire l'interesse sociale<sup>25</sup>.

Tale preliminare rilievo è denso di implicazioni sistematiche e operative che meri-

<sup>22</sup> Cfr. in tal senso, con condivisibile soluzione, CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 341 ss.

<sup>23</sup> In termini sostanzialmente analoghi PINTO, *Art. 2364*, cit., 855. Si esprime a favore della piena operatività del principio di discrezionalità gestoria degli amministratori per tutto quanto non sia stato espressamente definito dall'assemblea anche TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, cit., 251 s., per il quale, anche a fronte del deliberato assembleare, gli amministratori restano comunque responsabili in relazione non tanto all'*an* dell'esercizio dell'azione, quanto al *quomodo*. Conforme BRIOLINI, *Art. 2393*, cit., 1404 s., il quale convincentemente aggiunge l'ulteriore rilievo che, sebbene gli amministratori mantengano ampia discrezionalità nell'esercizio dell'azione, in ogni caso tale discrezionalità non è mai stata intesa nel senso di attribuire loro anche la facoltà di non dar seguito alla delibera dell'assemblea. E ciò, qui si aggiunge, proprio in quanto l'organo gestorio è comunque vincolato dal deliberato assembleare in ordine, per l'appunto, all'*an* dell'azione.

<sup>24</sup> In tal senso, per tutti, v. LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 89 s., che tra i casi di convocazione obbligatoria correttamente annovera, per quanto qui interessa, l'ipotesi della convocazione su richiesta dei soci *ex art.* 2367, c. 1, c.c. Fattispecie in ordine alla quale si rinvia a quanto già esposto *ante*, in nota 17.

<sup>25</sup> E al riguardo CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 291, condivisibilmente rileva che "la norma che attribuisce agli amministratori la competenza esclusiva alla gestione dell'impresa e al compimento delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale investe gli stessi del compito di rendersi interpreti dell'interesse sociale nella scelta delle modalità con cui conseguirlo che rientra, pertanto, pienamente nella discrezionalità amministrativa soggetta alla *business judgement rule*".

tano d'essere sviluppate. In relazione al tema qui in esame, infatti, l'organo gestorio della società, in quanto organo collegiale, deve pertanto:

a) individuare e ponderare i vantaggi e svantaggi per la società che potrebbero derivare dall'esercizio, o dal mancato esercizio, dell'azione di responsabilità, onde valutare quale sia l'interesse da privilegiare nel momento in cui viene assunta la delibera;

b) svolgere una valutazione comparativa in relazione all'alternativa tra proporre o non proporre ai soci la delibera inerente all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, in modo tale da valutare, con la dovuta ponderazione, se già meriti evitare, in via preliminare, di sottoporre la questione all'assemblea dei soci;

c) nel caso in cui si opti per non convocare l'assemblea dei soci, giustificare tale scelta alla luce dell'interesse ritenuto preminente;

d) porre in ogni caso in atto le cautele necessarie per far sì che anche i soci siano in grado di apprezzare le ragioni che hanno indotto a tale scelta gestoria che, in quanto oggetto di competenza assembleare ex n. 4 dell'art. 2364 c.c., può essere oggetto di iniziative di convocazione assembleare da parte di minoranze qualificate (cfr. art. 2367, c. 1, c.c.) o, in alternativa, di autonome e dirette iniziative dei soci (cfr. art. 2393bis, c. 1, c.c.).

La valutazione gestionale relativa al se sottoporre alla deliberazione dell'assemblea dei soci l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità costituisce quindi un'attività, in sé dovuta, dell'organo amministrativo che questi deve svolgere collegialmente e seguendo i criteri operativi tipici della *business judgement rule* (c.d. principio di insindacabilità delle scelte gestorie), che come ben noto esclude, sotto il profilo della responsabilità degli amministratori, che le scelte gestorie da questi effettuate possano giudicarsi nel merito ed in base a discrezionali criteri di opportunità o di convenienza<sup>26</sup>. Dalla ormai pacifica operatività di tale principio, che costituisce il consolidato orientamento della Cassazione, la dottrina ha tratto la comune constatazione che nel valutare la sussistenza o meno di una responsabilità degli organi di amministrazione e di controllo assume rilievo la modalità con cui la decisione è stata assunta, ovvero se questa sia il frutto di un processo decisionale caratterizzato da una corretta assunzione prelimi-

---

<sup>26</sup> Ciò in quanto, come la S.C. ha anche di recente ribadito, "il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione o le modalità e circostanze di tali scelte, anche se presentino profili di rilevante alea economica, ma solo la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere e quindi l'eventuale omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità" (Cass., 4 luglio 2018, n. 17494, in *Società*, 2018, 1189. In senso conforme v. pure Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409, per la quale "all'amministratore di una società non può essere imputato, a titolo di responsabilità, di aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico, atteso che una tale valutazione attiene alla discrezionalità imprenditoriale e può pertanto eventualmente rilevare come giusta causa di sua revoca, ma non come fonte di responsabilità contrattuale nei confronti della società. Ne consegue che il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione o le modalità e circostanze di tali scelte, anche se presentino profili di rilevante alea economica, ma solo la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere, e quindi, l'eventuale omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità"; nonché Cass., 2 febbraio 2015, n. 1783, in *Società*, 2015, 1317 ss., con nota LOPEZ, relativa ad un'azione di responsabilità esercitata nei confronti degli amministratori per la stipula di un accordo transattivo eccessivamente svantaggioso per l'interesse della società. Anche in questo caso si è applicata la *business judgement rule* ai fini della valutazione dell'iter procedimentale e informativo che ha caratterizzato l'agire degli amministratori nella predisposizione prima, e nella sottoscrizione poi, della transazione.



nare delle necessarie informazioni che la devono giustificare<sup>27</sup>. Assume quindi rilievo, salvi i casi di manifesta imprudenza o irrazionalità che possano caratterizzare una decisione, il *come* la decisione stessa è stata assunta, ovvero il profilo procedimentale che è stato alla base della scelta gestoria. Ne deriva, in relazione al tema qui in esame, che l'organo amministrativo della società, qualora ritenga di assumere la decisione di *non* convocare l'assemblea per far deliberare dai soci l'azione sociale di responsabilità verso i cessati amministratori, sindaci e organi di vertice, dovrà prestare particolare attenzione al relativo *iter* procedimentale. Quella in oggetto rappresenta infatti una scelta che, proprio in quanto soggetta ai canoni della *business judgement rule*, dovrà essere *adeguatamente argomentata* in seno all'organo amministrativo nonché *verbalizzata in modo preciso e articolato*, sviluppando i passaggi già sopra indicati onde dimostrare che la conclusione cui è approdato l'organo amministrativo è stata preceduta da un'analisi perita, ragionevole e volta al perseguimento dell'interesse sociale, ovvero conforme ai principi generali di diligenza ed al canone della corretta amministrazione<sup>28</sup>.

4. *In particolare, l'obbligo degli amministratori di avviare un processo caratterizzato dal dovere di agire informato. I limiti procedimentali della discrezionalità gestoria che informa la delibera dell'organo amministrativo della società.* – Il problema si sposta quindi sul piano del corretto adempimento, quanto allo specifico tema qui in esame, del dovere di agire in modo informato ex art. 2381, c. 6, c.c. La delibera con cui l'organo amministrativo della società decida, in ipotesi, di soprassedere dalla convocazione dell'assemblea dei soci per far deliberare l'esercizio dell'azione di responsabilità ex art. 2364, c. 1, n. 4, c.c. non costituirà infatti una condotta idonea a dar luogo a

---

<sup>27</sup> Viene quindi in rilievo, come ben espresso da CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 287 s., in base alla consolidata giurisprudenza in materia, "il come le decisioni gestionali sono state assunte, vale a dire il rispetto di quelle cautele, informazioni e verifiche preventive che derivano dalla diligente osservanza del dovere di corretta informazione. In altri termini, all'amministratore può essere imputata la responsabilità per le conseguenze pregiudizievoli di un atto di gestione qualora si dimostri che la relativa decisione è stata assunta senza una adeguata informazione e valutazione dei rischi e senza l'adozione di quelle cautele che quell'operazione avrebbe richiesto". Analoghe considerazioni svolge TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, cit., 69 ss., in part. 74, per il quale, in base all'analisi della giurisprudenza in materia, affinché sorga una responsabilità è necessario "che la negligenza mostrata dagli amministratori sia talmente grave da "non avere altra spiegazione che la mala fede". Distingue, in tale contesto, tra valutazione *ex ante* ed *ex post* AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, cit., 661 ss., in part. 664, per il quale "lo scrutinio giudiziale deve avere ad oggetto non solo la correttezza del procedimento decisionale seguito, ma anche il contenuto del singolo atto e le sue implicazioni operative, con una valutazione *ex ante* in ordine all'inerenza di tale atto al contesto imprenditoriale di volta in volta in esame"; ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Milano, 2010, 241 ss., in part. 252, cui si rinvia per più accurato esame, la quale ammette una responsabilità in capo all'amministratore quando "abbia agito pur essendosi rappresentato *ex ante* (o avendo potuto rappresentarsi, date le circostanze del caso concreto) l'inidoneità della scelta gestoria al soddisfacimento dell'interesse sociale"; BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., 183 ss. Con specifico riferimento alle società bancarie v. inoltre VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 557 ss., in part. 574, propenso al ricorso alla *business judgement rule* anche in relazione alla violazione dei "doveri specifici" previsti dalla normativa bancaria in materia di erogazione dei crediti, salvi i casi "di violazioni del dovere di agire informati e/o di "omissioni" di portata tale da poter essere qualificate come espressione di un comportamento non razionale".

<sup>28</sup> Materia con riferimento alla quale v. ora lo studio di CAPRARA, *I principi di corretta amministrazione. Struttura, funzioni e rimedi*, Torino, 2021, 146 ss. e 184 ss., in part. 200 ss.

un'ipotesi di responsabilità in capo ai suoi amministratori e sindaci nella misura in cui la decisione sia stata assunta nel rispetto del dovere di agire in modo informato.

Senza qui ripercorrere un dibattito dottrinale e giurisprudenziale che imporrebbe una specifica trattazione<sup>29</sup>, va segnalato che, a differenza di quanto sino ad oggi accaduto in relazione al criterio di adeguatezza degli assetti<sup>30</sup>, il profilo inerente all'agire in modo informato e alla sua eventuale violazione ha ormai assunto una concreta ed autonoma fisionomia nella giurisprudenza sia di merito che di legittimità; giurisprudenza che dal 2013 ad oggi ha affrontato la materia in varie pronunce. Va anzi notato che proprio il diritto bancario costituisce l'ambito ordinamentale ove si è inizialmente sviluppato un consolidato orientamento giurisprudenziale, specificamente connesso al tema delle sanzioni comminate da Banca d'Italia ai componenti dell'organo amministrativo degli enti creditizi. Il *leading case* in materia è storicamente costituito dalla pro-

<sup>29</sup> In ordine alla quale sia consentito il rinvio, per quanto concerne il dibattito dottrinale, a MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012. Tra i successivi contributi monografici in materia ci si limita qui a segnalare MOLLO, *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti*, Torino, 2013; CATERINO, *Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate*, Bari, 2012; BARBARA, *Il valore dell'informazione nella governance delle S.p.A. I. Il consiglio di amministrazione*, Torino, 2019.

<sup>30</sup> Argomento che non viene qui in specifico rilievo e su cui v. per tutti e senza pretesa di completezza, nell'ormai sterminata bibliografia, oltre ai ben noti scritti di BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss., e di IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, cui ci si permette di aggiungere il più recente MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 41 ss., ove ulteriori riferimenti, i successivi contributi di SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439 ss.; BARCELLONA, *Business judgment rule e interesse sociale nella "crisi"*. *L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, 2020; FORTUNATO, *Codice della crisi e codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss., cui adde ID., *Assetti organizzativi e crisi d'impresa*, in AMBROSINI (a cura di), *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021. Liber amicorum per Alberto Jorio*, Bologna, 2021, 744 ss.; MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgement rule: una questione di sistema*, in AMBROSINI (a cura di), *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021*, cit., 701 ss. e in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 11 ss.; GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella S.p.A.*, in COSTA-MIRONE-PENNISI-SANFILIPPO-VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo, II. Impresa, Società, Crisi d'impresa*, I, Torino, 2021, 399 ss.; DI CATALDO-ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss.; CAGNASSO, *Le misure idonee, gli assetti adeguati e l'organizzazione dell'attività d'impresa*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 1597 ss.; IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e business judgement rule*, in MONTALENTI-NOTARI (a cura di), *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, Milano, 2021, 81 ss.; PRESCIANI, *Assetti organizzativi d'impresa*, in *Digesto civ., Sez. comm., Agg. IX*, Torino, 2022, 1 ss.

Solo negli ultimi anni il tema inizia ad assumere una concreta dimensione giurisprudenziale. Sul punto v. in part., oltre agli precedenti di legittimità di Cass., 28 giugno 2019, n. 17592, Cass., 6 agosto 2019, n. 21017, e Cass. pen., 27 gennaio 2020, n. 3157, già analizzati in MERUZZI, *Il riparto di responsabilità per inadeguatezza organizzativa*, in DE POLI-ROMAGNOLI (a cura di), *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali. Profili sostanziali e processuali*, Pacini, Pisa, 2020, 13 ss., i precedenti di Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Il societario*, 21 luglio 2020; *Giur. comm.*, 2021, II, 1358 ss., con nota FORTUNATO; *Giur. it.*, 2021, 103 ss., con note TABELLINI-CAGNASSO; Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Roma, 24 settembre 2020, in *Foro it.*, 2020, I, c. 3965 ss.; Trib. Milano, 10 settembre 2021, in *Giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, in *Dirittodellacrisi.it*. I principi ivi enucleati sono peraltro alla base della pronuncia di legittimità di Cass., 23 novembre 2021, n. 36365, concernente l'operatività della *business judgement rule* in relazione al criterio degli assetti adeguati.

nuncia di Cass., n. 2737/2013<sup>31</sup>, poi ripresa e sviluppata, nei suoi contenuti sostanziali, da vari successivi precedenti di legittimità, che nel loro complesso hanno delineato il contenuto della c.d. teoria dei segnali di allarme, secondo cui gli amministratori incorrono nella violazione del dovere di agire informato, con loro conseguente responsabilità, quando, in presenza per l'appunto di quei segnali di allarme che avrebbero dovuto indurre a chiedere un supplemento di informazioni o ad altrimenti attivarsi per acquisire i dati necessari a soddisfare tale dovere su essi gravante, siano rimasti inerti<sup>32</sup>. Il principio è peraltro velocemente transitato dal diritto speciale delle società bancarie al diritto societario generale. Già a partire dalla pronuncia di Cass., n. 17441/2016<sup>33</sup>, il criterio guida dell'analisi in ordine alla sussistenza o meno di idonei segnali di allarme è stato mutuato alle società per azioni di diritto comune, nel cui ambito la giurisprudenza ha anzi ulteriormente declinato le conseguenze operative derivanti dalla violazione del dovere di agire informato<sup>34</sup>.

Proprio in quanto sostanzialmente riferite a casi in cui l'Autorità di Vigilanza aveva già preliminarmente sanzionato gli amministratori *ex art. 144 Tub*, le pronunce in que-

<sup>31</sup> Cass., 5 febbraio 2013, n. 2737, in *Foro it.*, 2013, I, c. 2577 ss.

<sup>32</sup> Cfr. in part. Cass., 5 marzo 2015, n. 4502; Cass., 9 novembre 2015, n. 22848, per la quale "ai fini del contenimento del rischio creditizio nelle sue diverse configurazioni nonché dell'organizzazione societaria e dei controlli interni, l'art. 53, lett. b) e d), del D.Lgs. n. 385/1993 e le disposizioni attuative dettate con le Istruzioni di vigilanza per le banche, mediante la Circ. n. 229/1999 (e successive modificazioni e integrazioni), sanciscono doveri di particolare pregnanza in capo al consiglio di amministrazione delle società bancarie, che riguardano l'intero organo collegiale e, dunque, anche i consiglieri non esecutivi, i quali sono tenuti ad agire in modo informato e, in ragione dei loro requisiti di professionalità, ad ostacolare l'evento dannoso, sicché rispondono del mancato utile attivarsi. Ne consegue, inoltre, che in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, la Banca d'Italia, anche in virtù della presunzione di colpa vigente in materia, ha unicamente l'onere di dimostrare l'esistenza dei segnali di allarme che avrebbero dovuto indurre gli amministratori non esecutivi, rimasti inerti, ad esigere un supplemento di informazioni o ad attivarsi in altro modo, mentre spetta a questi ultimi provare di avere tenuto la condotta attiva dovuta o, comunque, mirante a scongiurare il danno"; Cass., 7 settembre 2016, n. 17687; Cass., 29 ottobre 2018, n. 27365, in *Giur. it.*, 2019, 856 ss., con nota RIGANTI; Cass., 12 dicembre 2018, n. 32135, cit.; Cass., 26 febbraio 2019, n. 5606, ove l'ulteriore precisazione che "il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dagli artt. 2381, commi 3 e 6, e 2392 c.c. non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del "business" bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da potere efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi"; Cass., 26 febbraio 2019, n. 5606; Cass., 22 marzo 2019, n. 8237, e Cass., 4 ottobre 2019, n. 24851, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 851 ss., con nota RIGANTI; Cass., 30 gennaio 2020, n. 2201; Cass. 18 settembre 2020, n. 19556; Cass., 28 luglio 2021, n. 21602, in *Società*, 2021, 1159; Cass., 20 gennaio 2022, n. 1771; nonché le pronunce "gemelle" di Cass., 18 febbraio 2022, nn. 5344, 5345, 5346, 5347 e 5362, tutte relative alla vicenda della Banca Popolare di Vicenza.

<sup>33</sup> Cass., 31 agosto 2016, n. 17441, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 855 ss., con nota DI MAJO; *Società*, 2017, 218 ss., con nota SERAFINI; *Giur. it.*, 2017, p. 386 ss., con note CAGNASSO-RIGANTI; *Notariato*, 2016, 602 ss.; *Fallimento*, 2017, 1238 ss., relativa ad azione di responsabilità esercitata in sede concorsuale verso gli amministratori di una società non bancaria, ove la S.C. ha precisato, in punto di ripartizione dell'onere della prova, che "una volta dimostrata la violazione dell'obbligo di agire in modo informato in capo agli amministratori non operativi, la parte che agisce in giudizio con l'azione di responsabilità deve, altresì, dare prova del nesso di causalità tra la loro condotta omissiva e il danno cagionato alla società, in considerazione degli strumenti giuridici che avrebbero avuto per impedire o limitare le conseguenze dannose della gestione".

<sup>34</sup> Assume specifico rilievo il precedente di Cass., 29 dicembre 2017, n. 31204, di cui v. in part. il punto 4 della motivazione. Nella successiva giurisprudenza di merito cfr. App. Milano, 10 giugno 2019, n. 2513, in banca dati *OneLegale*; App. Firenze, 25 giugno 2019, n. 135, in banca dati *De Jure*; Trib. Torino, 25 luglio 2019, n. 3734, in banca dati *De Jure*.

stione confermano, quanto alla responsabilità degli amministratori di enti creditizi, che la Banca d'Italia è particolarmente attiva, sotto il profilo delle sanzioni amministrative, nel rilevare e sanzionare le condotte di violazione del dovere di agire informato. Attivismo che a sua volta, da un lato, trova riscontro nella compiuta formalizzazione dei doveri di agire informato e degli obblighi che ne derivano nel quadro delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia<sup>35</sup>; e che, dall'altro, funge da necessario presupposto logico-giuridico e da traino operativo anche rispetto alle correlate azioni di responsabilità ex art. 2392 ss. c.c.<sup>36</sup>.

Esse inoltre, in relazione al diritto societario generale, confermano quanto la dottrina ha ormai ampiamente chiarito e declinato dopo la riforma del 2003, ovvero che il criterio dell'agire informato ex art. 2381, c. 6, c.c. costituisce un dovere primario di condotta dalla cui violazione deriva la responsabilità di amministratori e sindaci ex artt. 2392 s. e 2407 c.c.<sup>37</sup>.

In tale contesto un ruolo sicuramente centrale è assunto, come riconosciuto dalla miglior dottrina, dal presidente del CdA, che funge da promotore e da garante primo

---

<sup>35</sup> Assume rilievo, in particolare, il Titolo IV, Capitolo 1, Sezione V, della Circ. n. 285/2013, nel cui ambito i *Principi generali* (punto 1.1) dispongono che “la circolazione di informazioni tra gli organi sociali e all'interno degli stessi rappresenta una condizione imprescindibile affinché siano effettivamente realizzati gli obiettivi di efficienza della gestione ed efficacia dei controlli. Le banche devono porre specifica cura nello strutturare forme di comunicazione e di scambio di informazioni complete, tempestive e accurate tra gli organi con funzioni di supervisione strategica, di gestione e di controllo, in relazione alle competenze di ciascuno di essi, nonché all'interno di ciascun organo; presidi organizzativi sono approntati per evitare il rischio di divulgazione impropria di notizie riservate.

*La predisposizione di flussi informativi adeguati e in tempi coerenti con la rilevanza e la complessità delle decisioni da assumere è necessaria anche per la piena valorizzazione dei diversi livelli di responsabilità all'interno dell'organizzazione aziendale”.*

Le conseguenti *Linee applicative* (punto 1.2) dispongono poi che i regolamenti interni dell'ente definiscono, tra l'altro, “i compiti e i doveri attribuiti ai presidenti degli organi stessi, in punto di: formazione dell'ordine del giorno; informazione preventiva ai componenti degli organi in relazione agli argomenti all'ordine del giorno; documentazione e verbalizzazione del processo decisionale; disponibilità ex post di detta documentazione; trasmissione delle delibere all'Autorità di vigilanza, quando previsto dalla normativa”. In argomento v. in part., tra i più recenti contributi, Houben, *Il dovere di agire in modo informato degli amministratori non esecutivi delle banche*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 263 ss., in part. 283 ss.; RIGANTI, *Il dovere di «agire in modo informato» in capo agli amministratori non esecutivi di banca: verso l'auspicata convergenza tra disciplina generale e previsioni settoriali?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 860 ss. Con generale riferimento alle precedenti *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, poi confluite nella cit. Circ. n. 285/2013, v. per tutti MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012, 108 ss.

<sup>36</sup> Per un cenno al tema v. ex multis PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss., in part. 55. Lo sviluppa, tra gli altri, MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 707 ss., in part. 736 s., seguito più di recente da RIGANTI, *Il dovere di «agire in modo informato» in capo agli amministratori non esecutivi di banca: verso l'auspicata convergenza tra disciplina generale e previsioni settoriali?*, cit., 869 s., e più ampiamente ID., *Il controllo interno nelle S.P.A. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020, in part. 124 ss., in termini peraltro condivisibilmente critici rispetto alla posizione formalmente assunta in materia dalla S.C.

<sup>37</sup> Sul punto sia consentito ancora il rinvio a MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., in part. 171 ss., ove ulteriori riferimenti, cui adde, tra i più recenti contributi in materia, SANFILIPPO-SPADARO, *Il presidente del consiglio di amministrazione e il lead independent director*, in IR-RERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, cit., 385 ss., in part. 402 ss., e BARBARA, *Il valore dell'informazione nella governance delle S.p.A. I. Il consiglio di amministrazione*, cit., in part. 95 ss., cui si rinvia per più aggiornati riferimenti.

dell'agire informato. Anche qui il tema trova un ampio sviluppo nelle Istruzioni di Vigilanza di Banca d'Italia, nel cui ambito i *Principi generali* e le *Linee applicative* riferiti al ruolo del presidente dell'organo di gestione connotano il titolare di tale carica in termini di garante primario tanto dell'informativa preconsiliare, che della qualità e quantità delle informazioni che devono essere fornite ai singoli consiglieri affinché sia da essi assolta la funzione gestionale nel pieno rispetto del criterio dell'agire informato<sup>38</sup>.

I principi rinvenibili nelle Istruzioni di Vigilanza sono una declinazione all'ambito delle società bancarie di criteri e regole di condotta già rinvenibili nelle disposizioni generali dell'art. 2381, cc. 1 e 6, c.c. In quanto tali, a prescindere in questa sede dalla diversa e ulteriore questione se essi siano o meno suscettibili di fondare una responsabilità rafforzata degli amministratori delle Spa bancarie rispetto a quelle di diritto comune<sup>39</sup>, sono suscettibili di essere utilizzati quali criteri guida e regole generali di condotta cui si devono in generale attenere i presidenti e i componenti degli organi di gestione delle società, pure di diritto comune. Integrano, quindi, regole di condotta applicabili sia, da un lato, all'informativa preconsiliare, sia, dall'altro, al dibattito consiliare e alla sua successiva verbalizzazione anche in relazione alle società di diritto comune<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> In particolare, il punto 2.1 dei relativi *Principi generali* dispone che “il presidente del consiglio di amministrazione svolge una funzione cruciale per garantire il buon funzionamento del consiglio, favorire la dialettica interna e assicurare il bilanciamento dei poteri, in coerenza con i compiti in tema di organizzazione dei lavori del consiglio e di circolazione delle informazioni che gli vengono attribuiti dal codice civile”. Tale principio è poi declinato dalla *Linea applicativa* di cui al punto 2.2, lett. a), secondo la quale “il presidente del consiglio di amministrazione garantisce l'efficacia del dibattito consiliare e si adopera affinché le deliberazioni alle quali giunge il consiglio siano il risultato di un'adeguata dialettica e del contributo consapevole e ragionato di tutti i suoi componenti. A questi fini, il presidente provvede affinché: i) ai consiglieri sia trasmessa con congruo anticipo la documentazione a supporto delle deliberazioni del consiglio o, almeno, una prima informativa sulle materie che verranno discusse; ii) la documentazione a supporto delle deliberazioni, in particolare quella resa ai componenti non esecutivi, sia adeguata in termini quantitativi e qualitativi rispetto alle materie iscritte all'ordine del giorno”. Sul punto v. in part. IRRERA, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nella governance delle banche*, in ID. (a cura di), *Aspetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, cit., 673 ss. e in *Nuovo dir. soc.*, 2015, 7 ss.; ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 1308 ss.; SACCO GINEVRI, *Ruolo del presidente di società bancaria e gestione dei servizi di investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, II, 40 ss.; RIGANTI, *Appunti sul ruolo degli amministratori privi di delega nelle banche*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 431 ss., in part. 463 ss.

<sup>39</sup> Le conclusioni esposte, che vertono sulla mutuabilità al diritto societario generale dei principi operativi enucleati in relazione alla disciplina della vigilanza bancaria a carico dei componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo, lasciano infatti impregiudicata la diversa questione, su cui non è qui opportuno intrattenersi, se in capo a tali ultimi soggetti sussista un più ampio dovere di vigilanza e un correlato e più oneroso dovere di agire in modo informato ex art. 2381, c. 6, c.c., come la giurisprudenza di legittimità pare almeno formalmente ritenere (sul punto v. in part., ex multis, le cit. Cass., 5 febbraio 2013, n. 2737, e Cass., 4 febbraio 2021, n. 2620). Aspetto quest'ultimo su cui ci si intratterà in altra e più pertinente sede e in relazione al quale v. per tutti, per un primo esame, gli AA. già cit. ante, in note 35, 36 e 38.

<sup>40</sup> E trattasi, merita precisare, di regole di condotta valevoli per le società di capitali in generale, ovvero anche per le Srl, se si considera che l'art. 2475, c. 6, c.c., introdotto a seguito dell'emanazione del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019), applica ora il regime dell'art. 2381 c.c. a tutte le Srl “in quanto compatibile”, avallando in tal modo la tesi, già in precedenza ampiamente condivisa in dottrina, secondo cui il criterio dell'agire informato e il sistema dei flussi informativi configurato dall'art. 2381 c.c. costituiscono regole mutuabili anche al tipo della società a responsabilità limitata. Sul punto v. ex multis IBBA, *Codice della crisi e codice civile*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 606 ss., in part. 618; MONTALENTI, *L'amministrazione delegata nelle società a responsabilità limitata*, ivi, 625 s., in part. 626; MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, in IBBA-MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, II, Milano, 2020, 1625 ss., in part. 1670; M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria: profili generali*, ivi, 1764 ss., in part. 1774 s. Ma già prima dell'introduzione del vigente

In relazione alla specifica materia in esame, e salvo in ogni caso il ricorso al principio di proporzionalità onde tener conto della natura e della dimensione della società, nonché del tipo di attività da questa svolta, l'applicazione dei principi operativi declinati nel precedente § 3 si traduce nella necessità di formalizzare, in sede di analisi, discussione e verbalizzazione, i seguenti passaggi:

a) individuare in base alle alternative disponibili, che consistono nel sottoporre o meno all'assemblea la delibera in tema di esercizio dell'azione di responsabilità, quali siano i diversi interessi sottesi e, quindi, definire quale tra essi sia l'interesse preminente al momento della decisione;

b) definire quali siano, comparativamente, i vantaggi e gli svantaggi che derivano dal proporre o dal non proporre ai soci la deliberazione inerente all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, in modo tale da valutare con la dovuta ponderazione se già meriti evitare di sottoporre la questione all'assemblea dei soci;

c) nel caso in cui si opti per non convocare l'assemblea dei soci, giustificare tale scelta alla luce dell'interesse ritenuto preminente e verbalizzare in termini puntuali l'esito della decisione.

Qualora, in base alle regole di condotta appena individuate, l'esito decisionale fosse nel senso di non porre all'ordine del giorno dell'assemblea l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, resta in ogni caso fermo che, considerata la natura sostanzialmente decisoria assunta dalla delibera assembleare *ex art. 2364, c. 1, n. 4, c.c.*, l'organo amministrativo della Società dovrà, anche al fine di consentire ai soci la conoscenza della situazione in un'ottica di agire informato e di leale collaborazione tra gli organi societari, porre in atto le cautele necessarie a consentire ai soci di apprezzare, quanto meno nell'ambito di una sintetica comunicativa, le ragioni che hanno indotto il CdA alla scelta effettuata, anche per consentire l'eventuale esercizio dal diritto di convocazione assembleare da parte di minoranze qualificate (cfr. *art. 2367, c. 1, c.c.*) o, in alternativa, l'assunzione di autonome e dirette iniziative dei soci (cfr. *art. 2393bis, c. 1, c.c.*).

Tale comunicazione potrà essere effettuata o alla prima assemblea utile o, in alternativa, convocando un'assemblea a ciò specificamente dedicata; alternativa quest'ultima che dovrà ritenersi un vero e proprio obbligo in tutti i casi in cui venga il rilievo l'eventuale decorso dei termini prescrizionali per l'esercizio dell'azione di responsabilità<sup>41</sup>.

---

art. 2475, c. 6, c.c. v. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi di amministrazione*, in MOSCO-REGOLIM. RESCIGNO-SCOGNAMIGLIO, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in IBBA-MARASÀ (diretto da), *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2012, 3 ss., in part. 50; M. RESCIGNO, *La responsabilità per la gestione: profili generali*, *ivi*, 183 ss., in part. 193 s.

<sup>41</sup> Sulla generale sussistenza di un vero e proprio dovere di raccordo, da adempiere tramite convocazione assembleare, v. in part. LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 44 s.; TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, cit., 238 ss., in part. 239, che configura in materia, quanto meno nel caso in cui sia sollecitata dai soci in assemblea, un'informativa "piena e (ovviamente) veritiera"; LATELLA, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Torino, 2007, 166 ss., in part. 169.

La questione assume peraltro una sua specifica e ancor più pregnante rilevanza, in ambito bancaristico, nel caso di banche di credito cooperativo, in quanto in tal caso i soci della banca, giusta l'inapplicabilità dell'art. 2545bis c.c. in ragione dell'esclusione operativa disposta dall'art. 150bis Tub, non possono accedere al libro delle adunanze e delle decisioni del CdA ed al libro delle delibere del comitato esecutivo e quindi non possono esercitare *motu proprio* un diritto di informativa in materia.

5. *Le ricadute operative conseguenti alla scelta gestoria di non promuovere l'azione sociale di responsabilità verso i cessati amministratori e sindaci della società. La posizione del Collegio sindacale in ordine alle iniziative dell'organo amministrativo.* – L'eventuale decisione dell'organo amministrativo della società di non sottoporre alla delibera dell'assemblea dei soci l'esercizio dell'azione di responsabilità ex art. 2364, n. 4, c.c., e la conseguente informativa resa in materia all'assemblea secondo quanto visto nel precedente paragrafo, potrà dar luogo ad una delle seguenti alternative.

a) *Avallo da parte dell'assemblea della scelta effettuata dall'organo amministrativo.* Si tratterà, in coerenza con la natura di informazione/comunicazione all'assemblea di quanto sul punto già deciso dall'organo amministrativo della società, di una mera presa d'atto dell'assemblea e non anche di una delibera di rinuncia all'azione sociale di responsabilità.

b) *Decisione, da parte della maggioranza assembleare, di procedere con l'azione sociale di responsabilità.* È l'ipotesi in cui la maggioranza dei soci in assemblea decida di non far propria la decisione dell'organo amministrativo e quindi lo solleciti a operare nel senso opposto. In tal caso, alla luce della già appurata natura di mera informazione/comunicazione all'assemblea di quanto deciso in materia dall'organo amministrativo i soci dovranno, contestualmente o con separata iniziativa, chiedere agli amministratori la convocazione di una nuova assemblea per deliberare sul punto ex art. 2367 c.c. Qualora, convocata tale nuova assemblea, la stessa deliberasse di intraprendere l'azione ex art. 2364, c. 1, n. 4, c.c. gli amministratori saranno tenuti ad promuoverla, seguendo allo scopo le indicazioni dell'assemblea medesima o, in assenza di queste, operando nei margini della discrezionalità decisionale e operativa loro concessa, secondo quanto in precedenza visto<sup>42</sup>.

c) *Decisione, da parte di una minoranza qualificata, di proporre azione ex art. 2393bis c.c.* In tal caso l'azione sarà promossa direttamente dalla minoranza attrice e soggetta allo specifico regime previsto da detta norma. Tale azione sarà sempre ammissibile, anche in caso di avallo da parte dell'assemblea dell'operato del CdA, alla luce della già rilevata natura di informazione/comunicazione di quanto discusso in assemblea, con esclusione di ogni valenza transattiva di quanto ivi dichiarato.

d) *Eventuale ulteriore iniziativa del Collegio sindacale, ex art. 2393, c. 3, c.c., assunta a maggioranza dei due terzi del Collegio.* Trattasi di legittimazione concorrente dell'organo di controllo della società ad esercitare l'azione sociale di responsabilità.

Proprio quest'ultima ipotesi merita in questa sede uno specifico approfondimento. È infatti ben noto che in ragione di tale norma, introdotta con la L. 262/2005, il Collegio sindacale è titolare d'un autonomo potere/dovere di promuovere l'azione sociale di responsabilità. Trattasi di uno strumento peculiare, tramite il quale il legislatore ha voluto attribuire anche all'organo di controllo l'iniziativa giudiziale finalizzata alla protezione e alla reintegrazione del patrimonio sociale<sup>43</sup>, configurando così, secondo la miglior dottrina, un'ipotesi di *eterotutela dell'interesse sociale*<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> Cfr. *ante*, § 3.

<sup>43</sup> Sul punto v. per tutti AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, cit., 676.

<sup>44</sup> Che si tratti, per i sindaci, di "un vero e proprio obbligo di deliberare l'azione di responsabilità qualora ve ne siano i presupposti e vi sia inerzia da parte dei soci" è constatazione comune in dottrina (in tal senso, testualmente, CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizio-*

La dottrina in materia si divide, in assenza di orientamenti giurisprudenziali, tra i sostenitori della natura suppletiva e condizionata dell'azione, per i quali l'azione di responsabilità può essere proposta dal collegio sindacale solo dopo aver preventivamente contestato gli addebiti e sollecitato i soci a deliberare in merito<sup>45</sup>, ed il diverso orientamento di chi ritiene che “*i sindaci possono agire in piena autonomia, in quanto non è stata posta alcuna espressa condizione per l'esercizio da parte loro dell'azione di responsabilità*”<sup>46</sup>. In ogni caso la delibera del collegio sindacale che dispone l'esercizio dell'azione di responsabilità, analogamente a quanto accade per la delibera assembleare in materia, dovrà essere eseguita dall'organo amministrativo<sup>47</sup>.

In relazione alla specifica materia qui in esame, e considerata la peculiare situazione in cui versa l'organo amministrativo della società quanto ai doveri procedurali sopra indicati<sup>48</sup>, senza voler assumere in questa sede posizione sul tema relativo alla natura meramente suppletiva o all'opposto autonoma dell'iniziativa del collegio sindacale ex art. 2393, c. 3, c.c., va dato atto che la necessità di sottoporre a informativa assembleare l'eventuale decisione dell'organo gestorio di non procedere all'esercizio dell'azione sociale suggerisce di considerare preferibile, in relazione al *quando* dell'intervento del Collegio sindacale, che l'eventuale (e sempre ammessa) sua iniziativa, con conseguente esercizio dell'azione di responsabilità, sia comunque differita a un momento successivo rispetto alla delibera in materia assunta dall'assemblea dei soci. Tale soluzione, che sostanzialmente colloca l'intervento dell'organo di vigilanza in posizione subordinata rispetto alle decisioni in materia dell'assemblea, merita di essere preferita onde lasciare ai soci la possibilità di un compiuto ed autonomo apprezzamento su quale sia l'interesse prevalente per la società e su quale sia la miglior modalità per perseguirlo, ferma ovviamente restando, sia in sede di delibera consigliare che in sede di assemblea, la piena e doverosa facoltà dei sindaci di esprimere la loro posizione in tema di esercizio dell'azione sociale di responsabilità. Sotto tale profilo, infatti, non può che concordarsi con l'opinione dottrinale di chi ha rilevato che all'organo di controllo della società è comunque rimessa “*un'attività di valutazione sia sulla correttezza dei processi decisionali seguiti dagli amministratori rispetto ad un criterio di razionalità, sia sull'adeguatezza dei protocolli amministrativi e decisionali da questi predisposti in ordine all'organizzazione delle prerogative gestorie relative all'esercizio dell'impresa*”<sup>49</sup>. Di tale processo valutativo e dei relativi esiti si dovrà dar atto in sede di verbalizzazione della delibera del CdA e ne dovrà essere data evidenza in sede assembleare.

---

nale, cit., 349 ss., in part 350), spesso evocata in giurisprudenza nei giudizi di responsabilità intentati nei confronti dei componenti dell'organo di controllo. La scarsità del ricorso a tale rimedio rende tuttavia ancor oggi non del tutto definito, sotto il profilo giurisprudenziale, il quadro operativo della norma.

<sup>45</sup> Così, tra gli altri, CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 350, ove ulteriori riferimenti; SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, cit., 102 s., in part. 103 e 106.

<sup>46</sup> Testualmente in tal senso PEDERSOLI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, Milano, 2018, 129 ss., in part. 130.

<sup>47</sup> Ne dà atto, in particolare, BRIOLINI, *Art. 2393*, cit., 1411.

<sup>48</sup> Su cui v. *ante*, § 4.

<sup>49</sup> In tal senso, ancora, SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, cit., 102 s., in part. 102.



6. (Segue): *sugli specifici obblighi d'informazione del Collegio sindacale di banche verso l'Autorità di Vigilanza*. – Su di un piano del tutto diverso rispetto al potere/dovere di esercizio dell'azione ex art. 2393, c. 3, c.c. si pone poi, nelle società bancarie, l'ulteriore obbligo di segnalare alla Banca d'Italia ex art. 52, c. 1, Tub, gli atti o fatti di cui il Collegio sindacale venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti “*che possano costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione della norme disciplinanti l'attività bancaria*”. Il dovere di raccordo funzionale con l'Autorità di Vigilanza introdotto da tale disposizione comporta, come è stato correttamente evidenziato, che oggetto di segnalazione sono solo quelle informazioni “*che siano comunque rilevanti nell'ottica del potere sanzionatorio di Banca d'Italia, dovendosi ammettere una discrezionalità tecnica nel selezionare le irregolarità da segnalare*”<sup>50</sup>; ciò in quanto l'esigenza posta a fondamento della disposizione del Tub consiste nel prevenire, e non nell’“*amministrare successivamente in un'ottica sanzionatoria, le irregolarità e le disfunzioni che possono incidere sulla sana e prudente gestione*”<sup>51</sup>. La segnalazione sarà quindi dovuta, in caso di delibera dell'organo amministrativo di voler soprassedere all'azione sociale di responsabilità, non tanto in ragione della decisione in sé, che in quanto sorretta da una congrua argomentazione rientra nella già esaminata area di insindacabilità delle scelte gestorie (*business judgement rule*), bensì qualora il Collegio riscontri o una grave incongruenza nella motivazione o una sua palese irrazionalità, tale da dar luogo a una irregolarità nella gestione dell'ente creditizio, oppure violazioni delle già viste disposizioni procedurali che sovrintendono la corretta e informata assunzione della delibera<sup>52</sup>. Il compito dei sindaci in relazione alla materia in esame, ed il correlato potere/dovere di segnalazione alla Banca d'Italia ex art. 52, c. 1, Tub, è quindi collegato alla vigilanza sul rispetto della corretta applicazione dei principi in materia di *business judgement rule* e di verifica in ordine alla non manifesta irragionevolezza o irrazionalità della decisione di merito in materia assunta, nonché di vigilanza sul rispetto della legge e delle prescrizioni della Vigilanza regolamentare in tema di dovere di agire informato.

<sup>50</sup> Così PEDERSOLI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, cit., 251 ss., in part. 260; su posizioni affini anche V. TROIANO, *Art. 52*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I, Milano, 2018, 577 ss., in part. 583, che riconduce al dovere di segnalazione “*quelle violazioni o irregolarità che, prima facie, paiono riconducibili alla logica di intervento rimessa alle autorità di settore*”.

<sup>51</sup> PEDERSOLI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, cit., 262.

<sup>52</sup> Il tutto in coerenza con il principio operativo sancito da Cass., 22 gennaio 2018, n. 1529, per la quale “*il collegio sindacale deve svolgere un ruolo attivo nell'ambito dei meccanismi di controllo della banca ed assumere concrete iniziative di vigilanza e di presidio per garantire l'efficienza dei controlli interni, dovendo in particolare verificare con continuità l'operato degli amministratori, senza limitarsi ad una “alta vigilanza”*”. Trattasi di principio enunciato dalla S.C. in relazione, ancora una volta, a un riesame in sede di legittimità della sanzione amministrativa comminata dall'Autorità di Vigilanza in un caso di omissione del controllo e della vigilanza attribuite ai sindaci dall'art. 144 Tub, in particolare in ordine al sistema dei controlli interni e sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società e del sistema di controllo interno e delle procedure adottate, con particolare (ma non esclusivo) riferimento alla violazione della disciplina in materia di antiriciclaggio.

# SULLA RESPONSABILITÀ DELLA BANCA PER ABUSIVA CONCESSIONE DEL CREDITO

di *Roberto Sacchi*

SOMMARIO: 1. Lo stato del dibattito. – 2. I differenti percorsi argomentativi per motivare la tesi che ammette l'azione del curatore fallimentare. – 3. L'azione del curatore fallimentare per il risarcimento del danno subito dalla massa dei creditori. – 4. I limiti della responsabilità della banca per abusiva concessione del credito.

1. *Lo stato del dibattito.* – Nell'ambito del dibattito sulla *corporate governance* – che costituisce uno dei settori interessati dalla ricca produzione scientifica dell'Amico che qui viene onorato – un ruolo non irrilevante possono assumere i condizionamenti delle banche rispetto alla gestione delle imprese, soprattutto in situazioni di crisi o di prossimità alla stessa.

In questa sede intendo occuparmi in particolare dell'ipotesi nella quale una banca incorra nel c.d. abuso del credito<sup>1</sup>, erogando un finanziamento (o mantenendo un finanziamento già in essere) a un'impresa priva di merito creditizio, consentendole in questo modo di restare sul mercato e di continuare a operare.

Il tema della configurabilità di una responsabilità della banca in fattispecie di questo genere, inizialmente oggetto solo di autorevoli indagini dottrinali<sup>2</sup>, è venuto all'attenzione della giurisprudenza in relazione anzitutto a contenziosi concernenti società (fallite) del gruppo Casillo, ai quali si riferiscono molte delle sentenze in materia<sup>3</sup>.

La questione più discussa attiene all'individuazione di chi sia legittimato ad agire nei confronti della banca. Essa assume una particolare importanza in caso di fallimento dell'impresa finanziata: ci si interroga infatti se il curatore possa esercitare un'azione risarcitoria verso il finanziatore.

Si contrappongono alla tesi negativa, che riconosce l'azione solo ai singoli creditori<sup>4</sup>, quelle che ritengono legittimato il curatore. Quest'ultima posizione viene motivata

---

<sup>1</sup> La questione della concessione/conservazione abusiva del credito si pone in termini generali e non solo quando chi finanzia è una banca. Tuttavia, in quest'ultimo caso, oggetto del presente lavoro, essa assume profili di specificità alla luce della particolare disciplina del settore creditizio e degli obblighi da essa posti a carico delle banche.

<sup>2</sup> Mi riferisco in particolare ad A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 219 ss.

<sup>3</sup> A iniziare da Trib. Foggia, 12 dicembre 2000, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2002, 260 ss., con nota di A. NIGRO, *Note minime in tema di responsabilità per concessione «abusiva» di credito e di legittimazione del curatore fallimentare*.

<sup>4</sup> Questa opinione è stata in un primo momento prevalente in giurisprudenza. Dopo l'accoglimento da parte di Cass., 9 ottobre 2001, n. 12368 (qui e di seguito le sentenze citate sono state consultate nella banca dati *DeJure*, salvo diversa indicazione), sia pure a livello di *obiter dictum* (nel caso di specie la questione

facendo riferimento a un'azione del curatore nei confronti della banca esercitando un diritto (i) della società finanziata, per concorso della banca finanziatrice nella violazione da parte di componenti degli organi sociali dell'impresa finanziata<sup>5</sup> dei loro doveri, (ii) della società finanziata, a prescindere dal concorso della banca in violazioni di componenti dei suoi organi sociali<sup>6</sup>, (iii) della massa dei creditori<sup>7</sup>.

Una posizione eclettica – e connotata da una marcata originalità – viene poi assunta da Vincenzo Pinto<sup>8</sup>, che distingue fra violazione delle regole dell'attività creditizia, alla quale viene collegato un danno solo dei singoli creditori (quindi con esclusione della legittimazione del curatore) e concorso della banca in violazioni della disciplina dell'attività della società finanziata da parte degli amministratori di quest'ultimo. In questo secondo caso l'Autore ravvisa una lesione del patrimonio sociale e ammette la legittimazione del curatore all'esercizio dell'azione risarcitoria nei confronti della banca finanziatrice.

La giurisprudenza della Cassazione sul profilo in esame ha, come noto, subito un netto (anche se graduale) *revirement*.

---

della quale la Suprema Corte è stata investita era se il Tribunale di Foggia – luogo della dichiarazione di fallimento – fosse competente e, pur avendo escluso che l'azione derivasse dal fallimento e quindi subisse la *vis attractiva* del foro fallimentare, la Corte ha riconosciuto la competenza di questo Tribunale) il principio dell'esclusione del curatore è stato accolto dalle tre note decisioni a Sezioni Unite del 28 marzo 2006, nn. 7029, 7030 e 7031. Esso è poi stato ribadito da Cass., 23 luglio 2010, n. 17284 e da Cass., 12 maggio 2017, n. 11798. Nello stesso senso in giurisprudenza di merito si vedano: App. Milano, 20 marzo 2015; App. Milano, 11 maggio 2004, in *BBTC*, 2004, II, 643 ss.; Trib. Milano, 21 maggio 2001.

<sup>5</sup> Cfr.: A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in "crisi"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 305 ss.; A. JORIO, *Concessione abusiva di credito, fallimento, responsabilità della banca e legittimazione del curatore* (nota a Cass., 20 aprile 2017, n. 9983, Trib. Prato, 15 febbraio 2017, Cass., 12 maggio 2017, n. 11798), in *Giur. comm.*, 2018, II, 269 (ammettendo anche l'azione del curatore per la massa dei creditori); B. INZITARI, *Il curatore è legittimato all'azione di responsabilità verso gli amministratori e la banca per abusiva concessione di credito e aggravamento del dissesto*, in *Dir. fall.*, 2017, 720 ss. (per la segnalazione di ulteriori posizioni assunte dallo stesso Autore in altri lavori si vedano le note successive); P. PISCITELLO, *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 667 ss. (ammettendo anche l'azione del curatore per la massa dei creditori); Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.6.9; Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.6.9; Cass., 20 aprile 2017, n. 9983; Cass., 1 giugno 2010, n. 13413, pur se a livello di *obiter dictum*, dato che nel caso di specie non era stata fatta valere nel giudizio di merito la responsabilità della banca per concorso nella violazione da parte degli amministratori della società finanziata dei loro doveri.

<sup>6</sup> Cfr.: B. INZITARI, in B. INZITARI-E. DEPETRIS, *Abusiva concessione di credito, legittimazione del curatore, danno alla massa ed al soggetto finanziato*, in *Dir. fall.*, 2018, 1074 ss.; Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, §§ 2.3 e 2.6.1; Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, §§ 3.3 e 3.6.1. Cass., 23 luglio 2010, n. 17284, non si è pronunziata sul punto, in quanto la domanda del curatore concernente il risarcimento del danno alla società è stata proposta tardivamente. La responsabilità della banca nei confronti dell'impresa finanziata abusivamente è esclusa da L. STANGHELLINI, *Il credito «irresponsabile» alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, 401 ss., assumendo invece una posizione differente se il soggetto finanziato in modo «errato» è un consumatore.

<sup>7</sup> Oltre ad A. JORIO, P. PISCITELLO, Cass., n. 2475 del 2021 (§§ 2.3 e 2.6.4) e Cass., n. 18610 del 2021 (§§ 3.3 e 3.6.4) citati in nota 5, cfr. B. INZITARI, *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Società*, 2007, 462 ss.; F. PACILEO, *Concessione "abusiva" di credito ed azione del curatore fallimentare: il cavillo del concorso della banca nella mala gestione degli amministratori* (nota a Cass., 20 aprile 2017, n. 9983) in *BBTC*, 2018, II, 180 ss.; E. DEPETRIS, in E. DEPETRIS-B. INZITARI, *Abusiva concessione*, cit., 1050 ss. *Contra* A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione*, cit., 312 s.

<sup>8</sup> V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità* (nota a Cass., 1 giugno 2010, n. 13413 e a Cass., 23 luglio 2010, n. 17284) in *Giur. comm.*, 2011, II, 1161 ss.

Le prime pronunzie sul punto – Cass., 9 ottobre 2001, n. 12368, sia pure con un *obiter dictum*, e soprattutto le sentenze gemelle delle Sezioni Unite del 28 marzo 2006 (nn. 7029, 7030 e 7031) – hanno nettamente escluso la legittimazione del curatore. Esse peraltro (tutte relative a cause in cui erano parti società fallite del gruppo Casillo) appaiono influenzate dalla specificità del caso deciso e, soprattutto, dalle scelte fatte dalla curatela nell'impostazione dell'azione.

Infatti, le tre sentenze gemelle del 2006, secondo quanto risulta dalla ricostruzione dei precedenti gradi di giudizio dalle stesse compiuto, riguardano ipotesi nelle quali il curatore ha identificato il danno in termini di differenza fra le passività non bancarie e le attività, operando quindi all'interno della massa dei creditori una distinzione fra debiti verso le banche e debiti verso creditori non bancari. Conseguentemente nelle stesse prospettazioni delle procedure fallimentari che hanno agito in giudizio il danno per il quale viene chiesto il risarcimento viene configurato in termini non coerenti con il danno di massa.

Un discorso analogo vale anche per Cass., 9 ottobre 2001, n. 12368 (anch'essa concernente un contenzioso attivato dal curatore di una società fallita del gruppo Casillo), la quale così riporta, sulla base dell'enunciazione del Tribunale di Foggia, la configurazione del danno compiuta dalla procedura fallimentare attrice: «pregiudizio dei creditori, di quelli anteriori al finanziamento abusivo, perché dovranno concorrere con altri creditori e riusciranno a recuperare una somma inferiore a quella che avrebbero riscosso, se il fallimento fosse stato dichiarato tempestivamente; e dei creditori posteriori, perché essi, a loro volta, non avrebbero concesso credito, se il debitore fosse tempestivamente fallito e comunque perché sono stati tratti in inganno dall'apparente solvibilità creata dal credito concesso dalle banche».

Come si vede il danno viene costruito dall'attore in termini differenti per i creditori anteriori al finanziamento abusivo (per i quali il pregiudizio viene individuato nella diminuzione della percentuale pagata dalla procedura fallimentare a seguito del peggioramento del dissesto dovuto alla continuazione dell'attività) e per quelli successivi (per i quali il pregiudizio consiste nell'aver concesso un credito che non avrebbero erogato, se l'attività non fosse proseguita grazie al credito abusivamente fornito dalle banche).

Dopo le tre sentenze gemelle delle Sezioni Unite del 2006, la Suprema Corte ha compiuto una prima apertura alla legittimazione del curatore con l'*obiter* della sentenza 1 giugno 2010, n. 13413 (seguita dalla successiva sentenza 20 aprile 2017, n. 9983), che ha ammesso l'azione del curatore nei confronti della banca come terzo responsabile solidale del danno causato alla società fallita dall'abusivo ricorso al credito da parte del suo amministratore<sup>9</sup>.

La vera svolta, però, arriva nel 2021 con Cass., 30 giugno 2021, n. 18610 e con Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, le quali, accanto al danno per i singoli creditori, che non può essere fatto valere dal curatore, individuano ipotesi di pregiudizio rispetto al quale la pretesa risarcitoria va avanzata dal curatore, con riferimento sia al danno al patrimonio sociale (pare, anche a prescindere dal concorso con le violazioni di componenti di organi sociali della società fallita), sia al danno per la massa dei creditori.

---

<sup>9</sup> Restano invece contrarie al riconoscimento dell'azione del curatore Cass., 23 luglio 2010, n. 17284 (che però omette di pronunziarsi sulla domanda di risarcimento del danno sociale perché inammissibile, in quanto tardiva) e Cass., 12 maggio 2017, n. 11798.

2. *I differenti percorsi argomentativi per motivare la tesi che ammette l'azione del curatore fallimentare.* – Dei tre itinerari argomentativi utilizzabili per fondare la legittimazione del curatore ad agire verso la banca – responsabilità per concorso nella violazione commessa da parte degli amministratori della società finanziata, responsabilità direttamente verso l'impresa abusivamente finanziata a prescindere dalla responsabilità dei suoi amministratori e responsabilità nei confronti della massa dei creditori – il primo è senz'altro percorribile. Questo, si badi, a prescindere dall'accertamento di una responsabilità penale degli amministratori<sup>10</sup> e indipendentemente dal contestuale esercizio dell'azione risarcitoria in sede civile contro gli amministratori della società fallita, dato che nel caso di coobbligati solidali non vi è un litisconsorzio necessario<sup>11</sup>.

Tuttavia, adottando questa impostazione, l'affermazione di una responsabilità della banca presuppone che sia configurabile una violazione da parte degli amministratori della società finanziata dei loro doveri, il che non è sempre possibile. Essa infatti non ricorre nel caso di impresa individuale<sup>12</sup> ed è stata ritenuta di ardua prospettazione anche nelle società di persone, in quanto si è rilevato che «in relazione alle regole organizzative dell'impresa finanziata, la responsabilità risarcitoria verso l'ente del funzionario addetto alla gestione per la violazione dei divieti di prosecuzione dell'attività in caso di crisi sia di fatto assorbita, come avviene nelle società di persone, dalla responsabilità illimitata derivante dall'integrale e personale soggezione al rischio d'impresa (e al conseguente fallimento ex art. 147 l. fall.)»<sup>13</sup>.

La posizione da ultimo riferita, per vero, presenta, almeno dopo le modifiche apportate al codice civile dal codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, come successivamente modificato) margini di opinabilità. La brillante dottrina che l'ha formulata sembra fondarla sull'assenza, nelle società di persone, di una organizzazione per uffici. Questa valutazione, compiuta da Vincenzo Pinto prima della predisposizione del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, potrebbe tuttavia essere messa in discussione alla luce dell'attuale tenore degli artt. 2086, comma 2, e 2257, comma 1, c.c. (come modificati dal codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza). La prima disposizione impone a ogni impresa operante in forma societaria o collettiva il dovere (tra l'altro) di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale. La seconda prevede che (anche) nelle società di persone l'istituzione degli assetti spetta esclusivamente agli amministratori.

Questo non esclude che l'intuizione di Vincenzo possa essere recuperata. Il discorso, però, va forse condotto prescindendo (parzialmente) dalle caratteristiche del tipo

<sup>10</sup> La circostanza che l'amministratore della società fallita e il direttore della filiale della banca siano stati condannati per concorso in bancarotta fraudolenta e in ricorso abusivo al credito è invece valorizzata da Cass., 1 giugno 2010, n. 13413 per ammettere (in un *obiter*) la responsabilità della banca per concorso nella violazione dell'amministratore, così come, specularmente, l'assenza di un accertamento di responsabilità penali è utilizzato da Cass., 12 maggio 2017, n. 11798, § 9 per escludere la possibilità del curatore fallimentare di far avere la responsabilità della banca.

<sup>11</sup> Così, ad es. Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.6.9 e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.6.9.

<sup>12</sup> Cfr.: V. PINTO, *La responsabilità*, cit., 1174; E. DEPETRIS, in B. INZITARI-E. DEPETRIS, *Abusiva concessione*, cit., 1073.

<sup>13</sup> Così, V. PINTO, *La responsabilità*, cit., 1174 s.

societario. Questo perché la complessità delle regole e delle procedure al cui rispetto le banche sono tenute nella valutazione del merito creditizio dell'impresa e l'elevato grado di diligenza professionale loro imposta dalla disciplina (primaria e secondaria) di settore sono tali che non si può escludere che vi siano casi in cui l'erogazione – o la conservazione – del credito, pur violando le regole a cui le banche sono tenute, non implichi che gli amministratori delle società di persone o della s.r.l. finanziata siano stati negligenti.

In altre parole non si può escludere che possa accadere che il diverso livello di diligenza ai quali sono tenuti la banca e gli amministratori dell'impresa finanziata (nonostante, per questi ultimi, l'innalzamento del grado di diligenza derivante dall'art. 1176, comma 2, c.c.) faccia sì che, benché il credito sia stato erogato o mantenuto in contrasto con le regole dell'attività bancaria, in proposito non sia ravvisabile nel caso concreto una violazione dei doveri degli amministratori della società di persone o della s.r.l. finanziata (il discorso potrebbe invece presentarsi in termini differenti quando sia finanziata una s.p.a., dato che il riferimento alla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico di amministratore di s.p.a., compiuto nell'art. 2392, comma 1, c.c. – se si vuole dargli un reale significato e quindi una valenza autonoma rispetto alla previsione dell'art. 1176, comma 2, c.c. – sembra implicare un livello minimo di diligenza professionale superiore a quello esigibile, ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c., dagli amministratori di società di persone o di s.r.l.).

Né sembra utile il tentativo di svincolare la responsabilità della banca verso l'impresa finanziata (azionabile dal curatore dopo la dichiarazione di fallimento) dal concorso nella violazione dei doveri degli amministratori di quest'ultima (quando esercitata in forma societaria). È vero che è astrattamente possibile la coesistenza in capo al finanziatore della qualità di creditore (per il finanziamento concesso) e di debitore (in relazione al risarcimento del danno determinato dal carattere abusivo dell'erogazione o della conservazione del finanziamento stesso)<sup>14</sup>.

Tuttavia, la circostanza che l'impresa finanziata abbia partecipato alla stipulazione del contratto con il quale è stato realizzato l'abuso del credito dovrebbe, in linea di massima, in base al principio di autoreponsabilità, condurre ad escludere che essa (e per essa, dopo la dichiarazione di fallimento, il curatore) possa avanzare una pretesa risarcitoria nei confronti della banca<sup>15</sup>.

Considerazioni diverse potrebbero valere solo per i casi (già accennati) nei quali il differente livello di diligenza esigibile dalla banca e dall'impresa finanziata – alla luce delle sue concrete caratteristiche – consentano di escludere un comportamento censurabile di quest'ultima (per il tramite di chi in essa esercita il potere di impresa, ossia, nelle imprese in forma societaria, per il tramite degli amministratori) pur in presenza di un abuso del credito. In questa ipotesi una pretesa risarcitoria dell'impresa (ma probabilmente non di quella esercitata in forma azionaria, per la quale si richiama quanto sopra detto) nei confronti della banca sembrerebbe ammissibile.

Come si vede, quindi, svincolare la pretesa risarcitoria dell'impresa finanziata dal concorso del finanziatore nella violazione compiuta dagli amministratori della prima (quando essa sia esercitata in forma societaria) non pare incrementare in modo signifi-

<sup>14</sup> Cfr. Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.6.7 e Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.6.7.

<sup>15</sup> In questo senso cfr. L. STANGHELLINI, *Il credito «irresponsabile»*, cit., 401 ss.

cativo le *chances* che il curatore possa far valere la responsabilità della banca, consentendo solo il (modesto) vantaggio di permettere l'azione anche in caso di impresa individuale, quando l'azione non si ritenga preclusa dal principio di autoresponsabilità, alla luce – si ribadisce – del diverso grado di diligenza esigibile dalla banca (nell'adempimento dei doveri a essa imposti dall'ordinamento creditizio) e dall'impresa individuale (nell'esercizio della facoltà di ricorrere al credito) alla luce delle sue concrete caratteristiche.

3. *L'azione del curatore fallimentare per il risarcimento del danno subito dalla massa dei creditori.* – La via maestra per sostenere la possibilità del curatore dell'impresa finanziata di agire per far valere la responsabilità da abuso di credito della banca finanziatrice rimane dunque quella di riconoscergli l'azione diretta a ottenere il risarcimento del danno subito dalla massa dei creditori. Essa incontra un duplice ostacolo: (i) la previsione dell'art. 81 c.p.c., che ammette la sostituzione processuale solo nei casi espressamente previsti dalla legge, mentre manca, allo stato, una norma che preveda, in termini generali, la sostituzione del curatore ai creditori nell'esercizio dei loro diritti; (ii) la (asserita) impossibilità di configurare un danno della massa dei creditori riconducibile al credito abusivamente concesso o mantenuto dalla banca.

In relazione al profilo *sub* (i)<sup>16</sup>, si è detto che dall'attuale disciplina di diritto fallimentare (e di diritto societario) sarebbe possibile ricostruire un principio di sistema relativo alla sostituzione del curatore ai creditori, in tutte le azioni dirette a ripristinare la loro garanzia patrimoniale<sup>17</sup>. È però possibile replicare che dalle norme che riconoscono al curatore la possibilità di esercitare azioni spettanti normalmente ai creditori si potrebbe desumere *a contrario* l'impossibilità di operare questa sostituzione nei casi (come quello dell'azione del curatore contro la banca per fare valere un danno di massa derivante dall'abuso del credito) in cui essa non sia espressamente prevista.

Per superare l'ostacolo di diritto processuale in discorso, appare invece più convincente la tesi (esposta, ma con estrema cautela, da brillante dottrina giusprocessualistica) che ipotizza l'attribuzione al curatore (non semplicemente della legittimazione processuale, ma) del diritto sostanziale attribuito ai creditori sul patrimonio del debitore, comprensivo «di tutti i rimedi, preventivi e successivi, che la facoltà di conservare o reintegrare la garanzia patrimoniale consenta di invocare», ivi inclusa l'azione risarcitoria per il danno subito dal patrimonio del debitore<sup>18</sup>.

Se si ritiene di poter superare le difficoltà poste dall'art. 81 c.p.c., occorre affrontare le obiezioni mosse alla configurabilità di un danno di massa conseguente alla conces-

<sup>16</sup> Sul quale si vedano, ad es.: I. PAGNI, *La concessione abusiva di credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela*, in *Società*, 2007, 447 ss.; F. PACILEO, *Concessione "abusiva"*, cit., 186, nota 74; E. DEPETRIS, in B. INZITARI-E. DEPETRIS, *Abusiva concessione*, cit., 1059 ss.

<sup>17</sup> Cfr. ad es.: F. PACILEO, *Concessione "abusiva"*, 186; Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.6.2; Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.6.2. Entrambe le sentenze fanno riferimento ai numerosi esempi di previsioni legislative che attribuiscono espressamente al curatore l'esercizio di azioni spettanti ai creditori fin tanto che la società è *in bonis*.

<sup>18</sup> Cfr. I. PAGNI, *La concessione abusiva*, cit., 448, che, peraltro, come detto nel testo, si esprime con molta prudenza, parlando di una strada «che, con tutte le cautele del caso, potrebbe riaprire uno spazio (ma a ben vedere è più giusto parlare di un pertugio) alla discussione sulla legittimazione del curatore all'azione di risarcimento danni per concessione abusiva di credito».

sione/conservazione abusiva di credito. In senso contrario si è detto che non sarebbe configurabile un danno comune ai creditori anteriori alla concessione abusiva di credito e ai creditori a essa successivi<sup>19</sup>. In questa prospettiva il pregiudizio dei primi è costituito dal peggioramento della situazione patrimoniale determinato dalla continuazione dell'attività resa possibile dal credito abusivo, quello dei secondi è rappresentato dalla percentuale del loro credito rimasta insoluta ed è causato dal fatto che, a seguito del proseguimento dell'attività imprenditoriale, essi hanno a loro volta erogato credito, che, in assenza del credito abusivo che ha permesso la continuazione dell'impresa e ha creato un affidamento sulla sua solvibilità, non sarebbe stato concesso.

A questo si aggiunga che all'interno della massa dei creditori potrebbero essere operate ulteriori distinzioni, ad esempio fra i creditori successivi che abbiano a loro volta fatto credito all'impresa sulla base dell'affidamento incolpevole sulla prospettiva di continuità aziendale creato dalla banca che ha finanziato abusivamente e quelli che – alla luce della diligenza da essi esigibile e delle specifiche informazioni di cui disponevano (o avrebbero potuto disporre) sulla base delle loro caratteristiche – conoscevano (o avrebbero dovuto conoscere, se fossero stati diligenti) le reali condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie dell'impresa poi fallita.

Le considerazioni, ora riportate, sulla possibilità che i singoli creditori subiscano differenti pregiudizi sono in sé condivisibili, ma non impediscono di individuare un minimo comune denominatore – che, appunto, è il danno di massa – fra i pregiudizi subiti dai diversi creditori. Esso è costituito dalla minore percentuale di soddisfacimento dei crediti conseguente all'aggravamento del dissesto collegato alla continuazione dell'impresa consentita dal credito abusivo.

Questo danno riguarda tutti i creditori (compreso chi ha finanziato abusivamente, salva la compensazione nei limiti consentiti dall'ordinamento) e quindi bene si presta a un'azione di massa. Ciò non esclude che vi possano essere creditori che hanno subito un danno ulteriore, ad esempio quello sofferto – per la differenza fra la percentuale che sarebbe stata pagata dalla procedura fallimentare, in assenza del credito abusivo, che ha consentito di evitare il ricorso tempestivo alle misure negoziali di regolazione della crisi/alle procedure concorsuali<sup>20</sup>, e l'importo complessivo del credito – dal creditore successivo che ha fatto incolpevolmente (alla luce delle sue caratteristiche e delle informazioni di cui disponeva/avrebbe potuto disporre) affidamento sull'apparenza di solvibilità ingenerata dal credito abusivo.

Si pensi, ad esempio, al caso in cui una banca finanzi abusivamente un'impresa e, grazie a questo, (i) l'impresa continui l'attività, (ii) essa ottenga successivamente credito per un milione di euro da un soggetto X che incolpevolmente fa affidamento sulla solvibilità del finanziato, (iii) il ricorso a misure negoziali di regolazione della crisi/procedure concorsuali sia ritardato (iv) in conseguenza di questo ritardo il dissesto si aggravi e (v) la percentuale pagata ai creditori chirografari sia del 5%, anziché essere del 30%, come sarebbe stato se la misura di regolazione della crisi/procedura concorsuale fosse stata attivata tempestivamente.

---

<sup>19</sup> Cfr. per tutti, A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione*, cit., 312 e le tre pronunzie delle Sezioni Unite nn. 7029, 7030 e 7031 del 28 marzo 2006.

<sup>20</sup> Utilizzo questa generica locuzione in quanto non prendo posizioni in questa sede sulla questione se gli accordi di ristrutturazione dei debiti siano una procedura concorsuale.



In questa ipotesi il comportamento del finanziatore abusivo determina: (a) un danno di massa pari al 25% dell'importo dei crediti chirografari – corrispondente alla differenza fra la percentuale (5%) effettivamente pagata e quella che sarebbe stata pagata se il credito abusivo non avesse consentito all'impresa di ritardare il ricorso a misure negoziali di regolazione della crisi/procedure concorsuali – che costituisce oggetto di una pretesa risarcitoria che può essere fatta valere dal curatore; (b) un ulteriore danno per il solo creditore X, pari ad euro 700.000, ossia il 70% del suo credito, che costituisce la differenza fra la percentuale che sarebbe stata pagata ai creditori chirografari in caso di ricorso tempestivo a misure negoziali di regolazione della crisi/procedure concorsuali e l'importo complessivo del credito concesso da X, che questo soggetto non avrebbe erogato senza il precedente credito abusivo fornito dalla banca.

Senza negare la possibilità di diversità del pregiudizio subito dai singoli creditori, appare quindi configurabile un elemento di danno che accomuna tutti i creditori e che può essere qualificato come danno di massa. Tra l'altro, l'azione del curatore per chiedere il risarcimento del danno sofferto dalla massa dei creditori può essere utilizzata per far valere anche il pregiudizio conseguente alla perdita delle azioni revocatorie per decorso dei termini, a causa del ritardo nell'attivazione dei rimedi previsti dal diritto concorsuale<sup>21</sup>.

Inoltre rispetto all'azione con cui il curatore fa valere il danno di massa la banca che ha concesso/mantenuto il credito abusivamente non può invocare l'art. 1227, comma 1, c.c., del quale si può invece avvalere se il curatore (nei casi in cui ciò sia consentito) azioni la pretesa risarcitoria dell'impresa finanziata, sia essa collegata al concorso del finanziatore nelle violazioni commesse dagli amministratori dell'impresa debitrice, quando essa è esercitata in forma societaria, o svincolata dallo stesso<sup>22</sup>.

Se le considerazioni fin qui svolte sono condivisibili – e se l'ostacolo giusprocessualistico posto dall'art. 81 c.p.c. e precedentemente illustrato sia ritenuto superabile – si apre quindi uno spazio per l'azione del curatore nei confronti della banca che abbia finanziato abusivamente, diretta a chiedere il risarcimento del danno derivante alla massa dei creditori (per quanto detto *supra*) dal credito abusivo. Si tratta di capire, tuttavia, se questo approdo interpretativo è desiderabile.

In senso contrario si potrebbe affermare che esso rischia di disincentivare il sostegno del sistema bancario ai tentativi di salvataggio delle imprese in crisi, con il risultato di un (potenziale) effetto di frontale contrasto con il *trend* del diritto concorsuale non solo italiano ma anche europeo (si vede la Direttiva UE 2019/1023 del 20 giugno 2019, riguardante, tra l'altro, i quadri di ristrutturazione preventiva e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione).

Le recenti novità legislative europee e italiane rendono infatti oggi ancor più condivisibile quanto affermato anni fa da Alessandro Nigro, il quale ha messo in evidenza che «fino a tempi recenti si poteva ritenere pacifico che fra i doveri di correttezza derivabili dal parametro del *bonus argentarius* vi fosse proprio quello di non erogare credito o di non continuare ad erogare credito ad un soggetto insolvente. Oggi, è dubbio – e l'ho già detto in altre occasioni – che possa continuare ad affermarsi l'esistenza di un simile dovere, almeno nei termini assoluti in cui è stato fin qui formulato. Attualmente, il sistema, quale risulta dopo la riforma delle procedure concorsuali, non poggia più

<sup>21</sup> Cfr. ad es. Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.3 e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.3.

<sup>22</sup> Cfr. ad es. Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, § 3.6.10 e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, § 2.6.10.

sulla creazione di una sorta di “cordone sanitario” intorno all’impresa insolvente, giustificato dalla necessità di eliminarla rapidamente dal mercato e destinato ad imporsi a tutti, comprese le banche. Il sistema, al contrario, tende ormai a *favorire* la prosecuzione dell’ordinaria attività dell’impresa *pur in una situazione di insolvenza*, nel quadro ed in funzione di soluzioni concordate della crisi. E la prosecuzione dell’ordinaria attività dell’impresa, da un lato, e le soluzioni concordate della crisi, dall’altro, trovano – come ho già osservato prima – nel mantenimento del credito bancario, per un verso, e nella c.d. nuova finanza, per altro verso, momenti imprescindibili»<sup>23</sup>.

4. *I limiti della responsabilità della banca per abusiva concessione del credito.* – Ritengo, però, che le indicazioni di sistema offerte dall’attuale tendenza del diritto della crisi di impresa (a livello italiano ed europeo) debbano indurre non ad abbandonare la tesi favorevole al riconoscimento della possibilità del curatore di far valere, nei confronti di chi finanzia abusivamente, il danno arrecato alla massa dei creditori dal credito abusivo, ma a (i) modificare i parametri sulla base dei quali formulare la valutazione di correttezza o non dell’operato della banca nella concessione/conservazione del credito, (ii) adottare un adeguato equilibrio e un’elevata cautela nell’identificazione dello spazio riservato allo scrutinio giudiziale sulle decisioni assunte dalle banche, con riguardo alla scelta se erogare/mantenere il credito alle imprese.

Sotto il primo profilo (modifica dei criteri in base ai quali valutare la condotta della banca), non solo la mera circostanza che la banca finanzia un’impresa in situazione di crisi non può di per sé essere considerata indice di patologia, ma questo apprezzamento non discende neppure automaticamente dal solo fatto che l’impresa finanziata sia in uno stato di vera e propria insolvenza<sup>24</sup>.

Ciò che rileva, infatti, è se, alla luce del piano di risanamento e, più in generale, del complesso delle informazioni prospettate alla banca, il finanziamento richiesto (o del quale è richiesta la conservazione) appaia, alla stregua di un criterio di ragionevolezza e sulla base di una prospettiva *ex ante*, idoneo a consentire il recupero della continuità aziendale<sup>25</sup>. In altre parole, la funzione di selezionare il merito creditizio dei soggetti finanziati, che connota lo statuto dell’attività bancaria, in presenza di una crisi di impresa si declina con riferimento alla reversibilità o non della crisi stessa (indipendentemente dall’esistenza o non dello stato di insolvenza in senso tecnico).

Non c’è bisogno di dire che si tratta di valutazione molto delicata e che presenta elevanti margini di opinabilità. Questo – venendo al profilo precedentemente indicato *sub* (ii) – deve indurre a limitare l’ambito lasciato al sindacato giudiziale. Tale preoccupazione ha addirittura indotto autorevole dottrina a limitare al caso del dolo la possibilità di censurare la condotta tenuta dalla banca nella concessione/conservazione del credito che si inserisce in una misura negoziale di soluzione della crisi<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> Cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell’erogazione*, cit., 310.

<sup>24</sup> Cfr. V. PINTO, *La responsabilità*, cit., 1172.

<sup>25</sup> Per la distinzione fra «crisi irreversibile nonostante il soccorso bancario e crisi superabile proprio con quel soccorso» cfr. A. JORIO, *Concessione abusiva*, cit., 270. Cfr. pure P. PISCITELLO, *Concessione abusiva*, cit., 663.

<sup>26</sup> Cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell’erogazione*, cit., 311 s.

Se in questi termini la tesi non appare condivisibile<sup>27</sup>, tuttavia la (giusta) esigenza che la ispira induce a recuperare e ad applicare al tema in discorso i risultati raggiunti – in larga parte grazie al contributo di Paolo Montalenti<sup>28</sup> – con riferimento ai limiti del controllo delle corti sulle decisioni assunte dagli amministratori nella gestione dell'impresa societaria e sintetizzabili con la nota formula della c.d. *business judgment rule*, che restringe la possibilità di censura all'ipotesi di manifesta negligenza nell'adempimento dei doveri imposti dai principi che presiedono allo svolgimento dell'attività, ossia: per gli amministratori, dai principi dettati dal diritto societario, fra i quali quelli di corretta amministrazione richiamati dallo stesso (art. 2403, comma 1, c.c.); per le banche, dalle regole dell'attività creditizia.

Il duplice requisito che (a) la banca non risponde nel caso di credito concesso/mantenuto in una situazione di crisi ragionevolmente valutabile *ex ante* come reversibile (anche se, in ipotesi, molto grave) e (b) il suo operato è sindacabile in giudizio solo in limiti equivalenti a quelli che la *business judgment rule* pone allo scrutinio giudiziale sull'operato degli amministratori di società sembra sufficiente per fronteggiare i rischi (precedentemente richiamati) di disincentivo al sostegno bancario dei tentativi di recupero dell'impresa in crisi.

L'applicazione di parametri mutuati dalla *business judgment rule* implica, tuttavia, che essi non operino – nell'apprezzare la responsabilità delle banche – oltre i limiti nei quali la *business judgment rule* viene applicata agli amministratori di società. Essa trova la sua giustificazione, da un lato, nella salvaguardia della libertà d'impresa (nel caso che qui rileva, dell'impresa bancaria), dall'altro, nell'interesse che il soggetto, il cui operato va valutato dal giudice, ha al rispetto dei propri doveri.

Questo vale: sia per gli amministratori di società, dato che in assenza di conflitti di interesse essi hanno un interesse alla creazione di valore per i soci, date le ricadute positive per loro che da ciò possono derivare direttamente (se una parte del loro compenso è commisurato ai risultati della società amministrata) o indirettamente (incremento del loro capitale reputazionale e della loro appetibilità sul mercato dei manager); sia per la banca, che, in linea di massima, è la prima interessata a sostenere finanziariamente solo chi sia meritevole di merito creditizio, per evitare di perdere il finanziamento o comunque di dover ricorrere a complesse e costose manovre di recupero.

Per questa ragione nel diritto societario la *business judgment rule* si applica solo quando sia contestata agli amministratori la violazione del *duty of care*, non invece quando viene in considerazione la violazione del *duty of loyalty*. Allo stesso modo, è ragionevole che anche per lo scrutinio giudiziale sul credito concesso dalle banche alle imprese il limite derivante dall'applicazione della *business judgment rule* valga solo in assenza di conflitti di interesse delle banche. Questi conflitti di interesse – ma la circostanza va allegata e provata ad opera di chi vuol far valere la responsabilità risarcitoria della banca e ha interesse all'applicazione dell'*entire fairness test* (mutuando, anche in questo caso, parametri tratti dal diritto societario in tema di responsabilità degli amministratori) – potrebbero verificarsi, ad esempio, quando il credito concesso/mantenuto

<sup>27</sup> *Contra*, infatti, cfr. S. FORTUNATO, *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, 68.

<sup>28</sup> Si veda, da ultimo, P. MONTALENTI, *Aspetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, 11 ss.

consenta di non far emergere/ritardare l'emersione di situazioni patologiche nelle quali la banca finanziatrice è coinvolta<sup>29</sup>.

Sarei invece perplesso sull'estensione dell'esame giudiziale alla piena correttezza della decisione (quindi al di là dei limiti consentiti dalla *business judgment rule*) nel caso in cui la concessione/conservazione del credito sposti il periodo rilevante per le azioni revocatorie, dato che questo effetto si produce ogni qualvolta il credito non venga rifiutato/revocato dalla banca.

Dopo aver chiarito i limiti del sindacato delle corti sulle decisioni delle banche in punto di concessione/conservazione del credito, va aggiunto che non è decisivo il fatto che il credito bancario si inserisca in una misura negoziale di soluzione della crisi o si collochi al di fuori della stessa<sup>30</sup>. Esso tendenzialmente non è influente, dato che la presenza di professionisti con il ruolo di ausiliari del giudice e che operano sotto il suo controllo in sé incrementa le *chances* difensive della banca, oltre al fatto che lo stesso ricorso alla misura negoziale di soluzione della crisi – che rende i terzi avvertiti della stessa – ostacola la configurazione del nesso di causalità rispetto al danno determinato da lesione dell'affidamento dei creditori.

Tuttavia:

– da una parte, la presenza di una misura negoziale di superamento della crisi non esclude automaticamente la possibilità di una responsabilità della banca<sup>31</sup> (a maggior ragione con riguardo ai piani attestati *ex art. 67*, comma 3, lett. *d*, l. fall., non sottoposti a pubblicità obbligatoria, né a controllo giudiziale<sup>32</sup>);

– dall'altra, la circostanza che il credito non si inserisca in una misura negoziale di superamento della crisi non può impedire che esso non vada considerato abusivo, ove, in assenza di conflitti di interesse, la decisione della banca appaia – in una prospettiva *ex ante* – non manifestamente irragionevole sulla base delle informazioni di cui la banca dispone o potrebbe disporre ove le avesse richieste in applicazione della sua diligenza professionale.

Un'ulteriore limitazione del rischio di disincentivare il sostegno bancario ai tentativi di recupero delle imprese in crisi deriva dalla corretta applicazione (A) del nesso di causalità, (B) della ripartizione dell'onere di allegazione e di prova e (C) della quantificazione del danno.

(A) In relazione al nesso di causalità è appena il caso di segnalare che non sono ascrivibili alla banca danni derivanti da atti gestionali con i quali gli amministratori della società finanziata, dopo la concessione del credito, si siano discostati dal piano prospettato alla banca.

<sup>29</sup> In questi termini potrebbe essere recuperata l'intuizione di A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione*, cit., 311 s., di cui si è detto *supra* nel testo.

<sup>30</sup> Su questo tema cfr.: M. MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 1079 ss.; N. ABRIANI-L. BENEDETTI, *Finanziamenti all'impresa in crisi e abusiva concessione di credito: un ulteriore frammento della disciplina speciale dell'impresa in crisi*, in *BBTC*, 2020, I, 41 ss., in particolare N. ABRIANI, *op. cit.*, 90 ss.; S. FORTUNATO, *La concessione abusiva*, cit., 65 ss.

<sup>31</sup> Che potrebbe riguardare anche la mancata reazione a eventi sopravvenuti che, a valle dell'omologazione e nel corso dell'esecuzione del piano, ne facciano venir meno la fattibilità.

<sup>32</sup> Cfr. N. ABRIANI, in N. ABRIANI-L. BENEDETTI, *Finanziamenti all'impresa in crisi*, cit., in particolare 93 ss. e 97, ove un riferimento all'art. 166, comma 3, lett. *d*) del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

(B) Quanto alla ripartizione dell'onere di allegazione e di quello della prova, la soluzione della questione è collegata alla qualificazione come contrattuale o come extracontrattuale della responsabilità della banca<sup>33</sup>, il che può dipendere anche dal soggetto nei cui confronti venga configurata la sua responsabilità<sup>34</sup>.

Qualora tale responsabilità venga considerata contrattuale, occorre, però, evitare equivoci nell'applicazione della tesi giurisprudenziale sulla ripartizione dell'onere della prova, secondo la quale al creditore che agisce (tra l'altro) per il risarcimento del danno (come nel caso che qui rileva) è sufficiente provare la fonte dell'obbligo e allegare l'inadempimento del debitore<sup>35</sup>. Infatti, quando l'obbligo di cui viene contestata la violazione è un obbligo di *facere* di contenuto complesso – quale è l'obbligo di diligenza professionale della banca nella valutazione del merito di credito dell'impresa – e non un obbligo di dare di un contenuto specifico, il requisito della specificità dell'allegazione<sup>36</sup> va valutato con un rigore particolare.

Il principio della maggiore possibilità, in concreto, di fornire la prova, che pare ispirare la tesi in discorso<sup>37</sup>, richiede, infatti, che chi fa valere la responsabilità della banca individui in modo preciso le condotte che, nelle sue prospettazioni, costituiscono una violazione di doveri della banca, mettendo così quest'ultima in grado di esercitare il proprio diritto di difesa, che verrebbe invece compromesso ove, a fronte di una generica contestazione di negligenza professionale, la banca fosse onerata della *probatio diabolica* di avere assunto tutte le cautele richieste dalla diligenza professionale.

(C) Venendo, infine, alla quantificazione del danno, il danno alla massa dei creditori è stato qui individuato nella diminuzione della percentuale di soddisfacimento dei crediti conseguente all'aggravamento del dissesto collegato alla continuazione dell'attività imprenditoriale consentita dal credito abusivo.

Per la sua quantificazione può, quindi, apparire naturale utilizzare il metodo della differenza dei netti patrimoniali, previsto dall'art. 2486, comma 3, c.c., per la quantificazione del danno causata dalla violazione da parte degli amministratori del dovere previsto dall'art. 2386, comma 1, c.c., adattandolo al caso di specie, ossia considerando come netto patrimoniale *a quo* quello esistente (realmente, non sulla base delle risultanze della contabilità dell'impresa finanziata, spesso viziata da sopravvalutazioni in situazioni di crisi dell'impresa) alla data in cui la banca ha abusivamente concesso/mantenuto il credito (mentre il netto patrimoniale *ad quem* va riferito alla data in cui viene attivata una procedura concorsuale, o comunque una misura negoziale per il superamento della crisi).

<sup>33</sup> Per la responsabilità extracontrattuale cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione*, cit., 308. In senso contrario, ma limitatamente all'ipotesi nella quale la concessione/conservazione abusiva del credito si verifichi in presenza di concordati preventivi o di accordi di ristrutturazione dei debiti, cfr. S. FORTUNATO, *La concessione abusiva*, cit., 68.

<sup>34</sup> Per la distinzione fra responsabilità contrattuale per il danno all'impresa finanziata e responsabilità extracontrattuale per il danno alla massa dei creditori si vedano Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, rispettivamente § 3.6.5 e § 3.6.6 e Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, rispettivamente § 2.6.5 e § 2.6.6.

<sup>35</sup> In questo senso cfr., ad es., Cass., 18 febbraio 2020, n. 3996, Cass., 18 novembre 2019, n. 29871, Cass., 21 maggio 2019, n. 13685.

<sup>36</sup> Per il quale si veda ad es. Cass., 16 aprile 2021, n. 10141.

<sup>37</sup> Non a caso Cass., Sez. Un., 30 ottobre 2001, n. 13533 limita il principio alle obbligazioni positive, ponendo invece l'onere della prova a carico del debitore quando viene contestato l'inadempimento di obbligazioni negative.

Occorre, tuttavia, tenere presente che, se inteso in senso rigido, questo parametro porta ad addossare alla banca tutto il risultato di periodo (depurato dei costi previsti dall'art. 2486, comma 3, c.c.), anche nella parte in cui esso sia riconducibile a operazioni straordinarie. Ciò è criticabile già con riferimento alla responsabilità degli amministratori dell'impresa finanziata (dato che le operazioni straordinarie potrebbero essere ascrivibili solo ad alcuni di loro) e a maggior ragione è censurabile quando riferito alla identificazione del danno causalmente riconducibile al credito abusivo e alla conseguente responsabilità della banca.

In questa ipotesi, infatti, sembra che possano venire in considerazione solo il risultato di periodo della gestione ordinaria dell'impresa finanziata, nonché quello prodotto da operazioni straordinarie (i) prospettate con informazioni fornite alla banca, ovvero (ii) ragionevolmente conoscibili da parte della banca sulla base della sua diligenza professionale (quest'ultima valutazione, in assenza di conflitti di interesse della banca, va condotta, per quanto sopra detto, entro i limiti ristretti consentiti dalla *business judgment rule*).

Questo risultato, tra l'altro, può essere conseguito senza bisogno di rifiutare l'applicazione per analogia dell'art. 2486, comma 3, c.c., dato che in questa disposizione il criterio della differenza dei netti patrimoniali costituisce oggetto solo di una presunzione, suscettibile di essere superata dalla prova contraria che venga fornita dalla banca.

# SPUNTI DI RIFLESSIONE SU SOSTENIBILITÀ AZIENDALE, RESPONSABILITÀ SOCIALE DELL'IMPRESA E LA SUA CONTINUITÀ: IL SISTEMA BANCARIO QUALE SETTORE DI ELEZIONE DEI FATTORI ESG. L'IMPATTO SUL MODELLO 231

di *Paolo Venero*

SOMMARIO: 1. Premessa: *corporate governance, risk approach* e sistemi di controllo nelle banche. – 2. Il *fil rouge* che lega la sostenibilità aziendale, la responsabilità sociale dell'impresa e la sua continuità. – 3. Il sistema bancario, la finanza per le imprese ed il risparmio gestito quali elementi propulsori del fenomeno ESG. L'impatto sugli adeguati assetti OAC e sulla sistemica 231.

All'inizio degli anni 2000 l'Ordine dei Commercialisti ed Esperti contabili di Torino, Ivrea e Pinerolo istituì un Gruppo di lavoro incentrato sul D.Lgs. 231/2001, di cui diventai promotore e co-referente, con il supporto del Presidente Aldo Milanese. Da subito fu naturale rivolgersi a Paolo Montalenti, che da molti anni collabora con il nostro Ordine per la consulenza scientifica alle nostre attività. Da quell'esordio (nel frattempo il Gruppo di lavoro ha ampliato il proprio oggetto ai sistemi di *governance* e ai controlli nelle società), è nato uno stretto rapporto professionale e personale con Paolo, che si è concretizzato in riunioni di studio, convegni e contributi dottrinali a livello locale e nazionale, nonché in utili consigli e confronti sempre cordiali e costruttivi.

1. *Premessa: corporate governance, risk approach e sistemi di controllo nelle banche.* – La normativa bancaria è da sempre anticipatrice di ulteriori interventi legislativi in materia di governo delle società –quote e non – con particolare riferimento ai profili attinenti alla gestione, agli assetti organizzativi ed ai controlli<sup>1</sup>.

Rileva, in particolare, l'art. 53 del Testo Unico Bancario (TUB) che detta una regola di carattere generale in merito all'assetto organizzativo dell'impresa bancaria demandando alla Banca d'Italia l'emanazione di specifiche disposizioni in materia.

A tal fine Banca d'Italia ha emanato la Circolare n. 285, 17 dicembre 2013 e s.m.i. (o le Disposizioni) con il chiaro intento di migliorare la gestione del rischio e la *governance*, nonché rafforzare la trasparenza e l'informativa delle banche. Il quadro normativo così delineato individua compiti, ruoli e responsabilità sul governo e sul controllo della banca. Le norme relative agli organi apicali, infatti, inducono l'alta direzione, il consiglio di amministrazione e gli organi di controllo a prendere in considerazione aspetti come la definizione della propensione aziendale al rischio, l'analisi, il controllo,

---

<sup>1</sup> Si v. P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 209.

la gestione e la prevenzione dei rischi e delle non conformità a leggi e regolamenti.

Controllo, monitoraggio e gestione del rischio hanno quindi assunto un ruolo centrale nel sistema di *corporate governance* del nostro ordinamento societario, e delle banche in particolare. In un proficuo incontro fra tecnica e regolamentazione, le scienze aziendalistiche, che da tempo individuano nel *risk management* l'asse portante di un controllo orientato alla correttezza della gestione, sono oggi assunte al rango di norme. Sul punto, la già citata *Circolare n. 285* introduce una disciplina organica in tema di *corporate governance* in cui il controllo è concepito come elemento integrato con il processo di gestione, disciplinando in modo dettagliato la gestione del rischio anche tramite espresse previsioni per il coordinamento delle funzioni di verifica interna e per la definizione di idonee procedure di allerta.

Il *risk approach* assume un'importanza cruciale nella gestione della banca. In quest'ambito va richiamato il concetto di *Risk Appetite Framework (RAF)*, il quale, traendo spunto dalle Disposizioni, può essere sinteticamente definito come il quadro di riferimento che definisce – in coerenza con il massimo rischio assumibile, il *business model* e il piano strategico – la propensione al rischio, le soglie di tolleranza, i limiti di rischio, le politiche di governo dei rischi e i processi di riferimento necessari per definirli e attuarli.

Nelle intenzioni di Banca d'Italia, la cultura del controllo ha dunque una posizione preminente: non riguarda solo le funzioni aziendali interne di controllo (FAC)<sup>2</sup>, ma coinvolge tutta l'organizzazione aziendale nello sviluppo e nell'applicazione di metodi, logici e sistematici, per identificare, misurare, comunicare e gestire i rischi. L'ordinamento e le fonti di autoregolamentazione attribuiscono poi compiti di controllo a specifiche funzioni – diverse dalle FAC – agli organi sociali e/o ai comitati interni all'organo amministrativo, la cui attività va inquadrata in modo coerente nel sistema dei controlli interni.

2. *Il fil rouge che lega la sostenibilità aziendale, la responsabilità sociale dell'impresa e la sua continuità.* – Il tema della sostenibilità è assunto prepotentemente alle cronache negli ultimi anni anche se la sua importanza ed il relativo peso strategico in termini di sopravvivenza dell'umanità, con i relativi riflessi economico-sociali, è risalente nel tempo; qui appresso, pur non potendo avanzare una ricostruzione generale sul tema, vengono esposti i tratti essenziali circa la sua attuazione nel mondo delle imprese.

Alla base delle considerazioni relative alla sostenibilità aziendale, vi è la ricerca di un modello di sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni delle generazioni presenti senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri. A partire da questa prima definizione, all'origine incentrata soprattutto sui temi ecologici<sup>3</sup>, il principio della sostenibilità aziendale ha subito una graduale evolu-

---

<sup>2</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Parte I, Titolo IV, Cap. 3, Sez. III (*Funzioni aziendali di controllo*).

<sup>3</sup> Nel 1987, Gro Harlem Brundtland, presidente della *World Commission on Environment and Development (WCED)* presenta il rapporto *Our common future*, formulando una linea guida per lo sviluppo sostenibile ancora oggi valida. Secondo Brundtland per sviluppo sostenibile deve intendersi "far sì che esso soddisfi i bisogni dell'attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future di rispondere alle loro [...]. Lo sviluppo sostenibile, lungi dall'essere una definitiva condizione di armonia, è piuttosto un



zione anche in virtù di una crescente consapevolezza a livello sovranazionale e nazionale. Il modello di sviluppo tradizionale ha infatti mostrato i primi segni di crisi intorno alla metà del secolo scorso, quando il dibattito circa la scarsità di risorse e l'inquinamento sono entrati nella nostra vita quotidiana. Si è così gradualmente passati da punti di vista che, per quanto meritevoli nell'aver fatto emergere le questioni in argomento, rappresentavano posizioni movimentistiche o di parte – si pensi, ad esempio, al fenomeno dei partiti verdi in Europa – ad una condizione che è entrata a far parte delle Linee Guida delle principali organizzazioni sovranazionali e dei piani di governo dei principali Paesi, soprattutto occidentali, ed è oggi assunta a condizione essenziale per la stessa sopravvivenza dell'umanità. Il principio viene quindi impiegato con un significato più ampio e strategico che abbraccia non solo l'ambiente, ma anche il sociale e la stessa *governance* anche in virtù degli evidenti impatti economico-sociali influenzati dall'insieme di regole, leggi e regolamenti, che disciplinano la direzione dell'ordinamento pubblico e privato e condizionano la portata dei temi e delle scelte connesse.

L'obiettivo dello sviluppo sostenibile mira quindi a mantenere in equilibrio costante il rapporto tra ambiente, economia e società, per garantire migliori condizioni di vita<sup>4</sup>.

Alla sostenibilità è legato, ormai quasi ontologicamente, l'acronimo ESG (*Environmental, Social, Governance*), utilizzato in ambito economico-finanziario per indicare tutte quelle attività connesse agli investimenti responsabili (IR) ed alla concessione del credito responsabile che, oltre a perseguire gli obiettivi tipici della gestione finanziaria, tengono in considerazione altri aspetti, per lo più relativi ad una prospettiva *long term*, quali l'impatto sociale e ambientale di tali attività. La declinazione di questo approccio con riguardo a tutti gli attori del sistema finanziario comporta un'evoluzione dei processi decisionali che abbraccia l'identificazione degli obiettivi (creazione di valore finanziario nel breve e, soprattutto, nel lungo termine) e la riorganizzazione dei processi di produzione e consumo (non più lineari ma circolari, basati cioè su fattori di produzione che includono, oltre al capitale finanziario, il capitale naturale e quello sociale). Nella versione più evoluta di finanza sostenibile, si afferma un modello in cui i fattori ESG non sono più vincoli alla massimizzazione degli obiettivi, bensì essi stessi parte degli obiettivi<sup>5</sup>.

Affinché gli attori economici possano prendere decisioni rispettose degli obiettivi di sviluppo sostenibile è fondamentale che il mercato incorpori nei prezzi tutte le informazioni rilevanti in materia di *performance* e rischi ESG delle attività produttive e fi-

---

*processo di cambiamento tale per cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali*". In sostanza, il rapporto evidenziava la necessità di attuare una strategia in grado di integrare le esigenze dello sviluppo e dell'ambiente. Questa strategia è stata definita con il termine "*sustainable development*", e tradotto successivamente in italiano in "*sviluppo sostenibile*". La definizione data al concetto di «sviluppo sostenibile» è stata allora la seguente: «*Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*». Nel 1989, l'Assemblea generale dell'ONU, dopo aver discusso il rapporto, ha deciso di organizzare una Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo.

<sup>4</sup> Sul punto sono molteplici i riferimenti normativi, regolamentari e di prassi sia in ambito sovranazionale (fra gli altri: ONU, UE, ecc.) sia in ambito nazionale. Per tutti, v. *Osservatorio di normativa ambientale*, disponibile su [www.reteambiente.it](http://www.reteambiente.it).

<sup>5</sup> Cfr. N. LINCIANO *et al.*, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

nanziarie. Perché ciò avvenga in modo efficiente e coerente con il passaggio a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, sono necessari dati, informazioni, metriche e modelli di analisi adeguati alla misurazione e alla rappresentazione delle caratteristiche ESG di attività economiche e finanziarie. A tal fine, svolgono un ruolo centrale sia i soggetti che ‘producono’ informazione (in primo luogo le imprese) sia gli intermediari dell’informazione (quali i *providers* di *score* e le agenzie di *rating*). In sostanza, negli investimenti di lungo periodo non si analizzeranno più solo i dati finanziari, ma saranno sempre più importanti i citati fattori ESG che giocheranno un ruolo fondamentale nel determinare il rischio e il rendimento di un investimento ma anche sulla distribuzione del credito.

Si può quindi osservare che la finanza sostenibile è un mercato in via di sviluppo in grado di generare un valore economico e sociale, soprattutto sul lungo periodo. L’attività finanziaria è sostenibile quando considera soluzioni d’investimento che, oltre a utilizzare logiche lucrative, integrano fattori ambientali, sociali e di *governance* nel processo decisionale di investimento, intendendosi, in via non esaustiva, per:

a) *Environmental*: i rischi legati ai cambiamenti climatici, alle emissioni di CO<sub>2</sub> (biossido di carbonio), all’inquinamento dell’aria e dell’acqua, agli sprechi, alla deforestazione nonché, più in generale, i profili relativi all’economia circolare;

b) *Social*: le politiche di genere, il rispetto dei diritti umani, gli *standard* lavorativi e sindacali;

c) *Governance*: le pratiche di governo societario, comprese le politiche di retribuzione dei soggetti apicali, la composizione del consiglio di amministrazione (ivi incluse la presenza di consiglieri indipendenti e le politiche di diversità nella composizione del CdA) e le procedure di controllo (anche delle condotte dei vertici dell’azienda in termini di rispetto delle leggi e della deontologia).

In generale si può considerare sostenibile l’impresa che mira alla creazione di valore in modo duraturo nel tempo, misurando le decisioni di *business* attraverso l’analisi degli impatti – economici e non – che essa determina, offrendo opportuni *feed-back* e flussi informativi agli *stakeholder*.

La cifra dell’importanza che la sostenibilità ha assunto nella gestione delle società è rappresentata poi dalla definizione che il Codice di *Corporate Governance* (o CCG) offre di *successo sostenibile* (“l’obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”<sup>6</sup>). Sul punto, sono di notevole interesse le riflessioni di Paolo Montalenti<sup>7</sup>. In particolare, egli ha evidenziato come il CCG introduca misure di flessibilità e di proporzionalità. Principi importanti che «trovano o devono trovare applicazione in ampi settori della disciplina dell’impresa e delle società: si pensi al principio di adeguatezza degli assetti organizzativi introdotto dal Codice della crisi del 2019 (vedasi art. 2086 c.c.) o all’adeguatezza delle informazioni endoconsiliari in ragione della complessità dell’attività gestoria del consiglio di amministrazione (cfr. art. 2381, comma 1, c.c.). La partizione non è affidata alle dimensioni dell’impresa ma alla distinzione tra società a

<sup>6</sup> Cfr. *Definizioni*, Codice di Corporate Governance, Gennaio 2020.

<sup>7</sup> P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 3 ss.

*proprietà concentrata e società grande*). In specie, viene posto in risalto come «una delle innovazioni più significative del nuovo Codice [sia] la statuizione del successo sostenibile come “obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine”», collocando il tema in un quadro internazionale in chiara evoluzione normativa, sia a livello primario che secondario, dei «Codici di Autodisciplina, delle best practice, degli orientamenti degli investitori istituzionali. Si tratta in effetti, di un tema di largo respiro. Nell’ordinamento italiano abbiamo assistito ad un progressivo superamento, nella dottrina maggioritaria, di visioni strettamente contrattualistiche dell’interesse sociale a favore un orientamento definibile come “neoistituzionalismo”, per cui l’obiettivo del profitto deve temperarsi con gli interessi degli stakeholders. Oltre a numerosi dati normativi particolare rilevanza assume la disciplina del c.d. bilancio sociale – e poi – della comunicazione delle dichiarazioni di carattere non finanziario (c.d. DNF) (D.Lgs. 30 dicembre 2016, n. 254), relativi ai fattori ESG (Environmental, Social and Governance)»<sup>8</sup>.

Oltre a ciò, Paolo Montalenti rileva come il CCG definisca a tutti gli effetti il piano industriale coerentemente con le *best practice* e la tecnica aziendalistica, menzionando in modo specifico il *risk appetite framework* quale documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell’impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell’ottica di promuovere il successo sostenibile della società<sup>9</sup>.

Recentemente si è rilevato<sup>10</sup> che laddove l’evoluzione normativa manifesti la difficoltà di regolamentare i rapidi cambiamenti in atto, si pone la concezione dell’etica come scienza di pratica applicazione che guida, mediante un processo *soft law*, il modo di agire in generale (e quindi anche economico) e diventa essa stessa fonte ispiratrice della legge. In detto contesto si è quindi sviluppato un vero e proprio movimento di “etica degli affari” che ha favorito e generato le condizioni per il significativo passaggio dalla *self regulation* alla *compliance* nell’ambito della *Corporate Social Responsibility* (CSR) attraverso l’obbligo – a determinate condizioni per natura e dimensioni delle imprese interessate – di pubblicare la citata Dichiarazione informativa non finanziaria. L’obbligo impone una riflessione nel continuare a ritenere la “volontarietà” quale tratto caratterizzante le scelte gestorie orientate allo “sviluppo sostenibile”<sup>11, 12</sup>.

Obiettivo del *benchmark ESG*<sup>13</sup> è quindi quello di offrire un parametro di valuta-

<sup>8</sup> *Ibid.*

<sup>9</sup> Si noti tuttavia che P. MONTALENTI, *op. loc. ult. cit.*, conclude, e l’affermazione mi pare condivisibile, che «i Codici di Autodisciplina non sono la panacea salvifica in una materia così complessa come la corporate governance ma rappresentano un elemento positivo: degradarli a mere aspirazioni volontaristiche prive di incidenza reale non mi pare un orientamento condivisibile. Un cauto ottimismo appare più appropriato».

<sup>10</sup> N. LINCIANO *et al.*, *op. loc. ult. cit.*

<sup>11</sup> Si veda sul tema V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 526 ss.; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.

<sup>12</sup> Sul punto è inoltre intervenuta Confindustria, rilevando che, sebbene al momento la rendicontazione di sostenibilità non sia ancora regolata da obblighi di legge per le piccole imprese, è comunque auspicabile un processo di evoluzione che porti le PMI a un cambiamento di prospettiva, nella logica di essere più competitive e migliorare i rapporti con i propri *stakeholder* (v. Confindustria, *Linee guida per “la rendicontazione di sostenibilità per le PMI”*).

<sup>13</sup> Cfr. N. LINCIANO *et al.*, *op. cit.*, 50 ss.

zione del rischio di mercato in cui uno specifico portafoglio investe, consentendo di confrontare le *performance* generate da quest'ultimo con l'andamento del mercato di riferimento. A tal riguardo si può notare che lo sviluppo degli investimenti ESG si è accompagnato alla diffusione di indici ESG, caratterizzati dal *focus* specifico su particolari settori di attività, orientati a cogliere comuni approcci operativi alla sostenibilità tra le singole componenti dell'indice stesso.

Gli indici risultano composti da strumenti finanziari individuati in base alle *performance* ESG degli emittenti. In generale, vengono costruiti effettuando una valutazione delle possibili componenti mediante uno o più dei seguenti criteri:

a) l'esclusione di emittenti o interi settori caratterizzati da *core business* apertamente non in linea con tematiche di sostenibilità (ad esempio, i settori delle armi e dei combustibili fossili);

b) la concentrazione su uno o più temi di sostenibilità (ad esempio, i cambiamenti climatici e l'efficienza energetica);

c) l'individuazione degli emittenti maggiormente rispondenti a tali caratteristiche (*best-in-class*).

I *benchmark* ESG così costruiti permettono quindi sia l'ideazione di prodotti caratterizzati da strumenti finanziari compatibili con le tematiche di sostenibilità (fondi comuni di investimento, ETF, ecc.), sia il confronto con gli indici tradizionali al fine di verificare se l'integrazione dei criteri ESG nei processi d'investimento penalizzi o meno il rendimento.

Il processo di *rating*, *mutatis mutandi*, è simile a quello del merito creditizio: a seguito della sottoscrizione di un contratto, le agenzie di *rating* ESG si impegnano a valutare le informazioni condivise dalle imprese e ad elaborare un giudizio sulla sostenibilità dell'azienda in particolare in base ai criteri ESG<sup>14</sup>.

Tuttavia, i giudizi emessi dalle diverse agenzie di *rating* ESG non sono ancora uniformi e su una stessa impresa possono differire in maniera significativa a causa della indisponibilità di metriche e metodologie comuni di calcolo che definiscano il grado di sostenibilità di un investimento o attività.

Al fine di inquadrare il contesto e le relazioni in cui si sviluppa il principio di sostenibilità è basilare valutare due archetipi ad esso strettamente connessi: (i) i fattori *CSR* e la (ii) continuità aziendale.

La *CSR* è un orientamento gestionale che va oltre il rispetto delle normative e dei regolamenti (*compliance*) e definisce una funzione-obiettivo più ampia del semplice profitto. Con la *CSR*, infatti, non sono soltanto azionisti e *management* a definire il valore creato dall'impresa, ma a quest'ultimo contribuiscono tutti i soggetti direttamente e indirettamente interessati. La *CSR* mette quindi al centro della funzione-obiettivo dell'impresa la composizione dei diversi interessi dei molteplici *stakeholder*. Secondo una simile prospettiva, le dimensioni ambientali e sociali si affrancano da uno storico ruolo di sudditanza rispetto all'obiettivo del profitto e, in quanto obiettivi in sé, contribuiscono a definire modalità e vincoli per il conseguimento dei risultati più strettamente economici. D'altronde, l'efficienza nel rispetto delle norme e l'osservanza di doveri fiduciari nei confronti dei diversi soggetti interessati sono ormai chiavi gestionali sempre più adottate. La *CSR* trova così un ambito applicativo più profondo rispetto alla

---

<sup>14</sup> *Ibid.*

*compliance* che si estrinseca nell'adozione, da parte delle imprese, di forme di *self-regulation* (i.e., codici etici, carte dei valori aziendali o codici di comportamento). In tali documenti, che integrano i rapporti per la comunicazione etico-sociale e ambientale, si definisce lo stile di condotta etico-morale dell'impresa, anche rispetto a situazioni non regolamentate dal legislatore e che possono riguardare i rapporti tra proprietà, *management* e dipendenti, come anche i rapporti con i fornitori e con gli altri *stakeholder*.

Se codici etici ed il c.d. bilancio sociale hanno rappresentato per un lungo periodo i principali strumenti della *CSR*, non può non osservarsi un primo timido sforzo del nostro Legislatore volto ad ampliare l'informativa di bilancio. Mi riferisco a tal proposito alla modifica dell'art. 2428 c.c. (cfr. il D.Lgs. 2 febbraio 2007, n. 32) che introduce l'obbligo per le società per azioni di fornire nella relazione sulla gestione «*un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato [...] nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta*».

Analisi che dovrà contenere, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, «*gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale*». Inoltre, a partire dall'esercizio 2017 sono stati imposti nuovi obblighi di comunicazione per le imprese di grandi dimensioni. Il D.Lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, in attuazione della Direttiva 2014/95/UE, ha infatti introdotto un fattore di ammodernamento rilevante nella comunicazione d'impresa imponendo la diffusione delle informazioni di carattere non finanziario da parte di alcune imprese e gruppi di grandi dimensioni<sup>15</sup>.

Una particolare nota meritano alcune considerazioni circa l'informativa non finanziaria sia in relazione al periodo di emergenza epidemiologica dovuta alla diffusione del virus *Covid-19*, sia circa gli impatti della crisi geopolitica ed economica in atto conseguente al conflitto Russia-Ucraina. Entrambi le circostanze stanno infatti determinando significative criticità nel raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibili, avendo generato effetti rilevanti (in parte non ancora determinabili) anche negli ambiti ESG, che dovranno essere oggetto di accurata rendicontazione non finanziaria.

Ad esempio, le imprese saranno chiamate a:

- rendicontare in maniera accurata le modalità di gestione delle crisi mediante modelli di *business continuity*;
- aggiornare la mappatura dei rischi ESG delle società e dei gruppi di appartenenza e delle relative attività di gestione e mitigazione dei rischi;
- aggiornare l'analisi di materialità mediante l'identificazione delle tematiche di sostenibilità, che hanno un impatto significativo sulle *performance* economiche, rilevanti per le società ed il gruppo di appartenenza e per gli *stakeholders*;
- rendicontare in maniera accurata politiche, procedure e sistemi di gestione utilizzati per limitare gli impatti negativi del virus *Covid-19* e del conflitto Russia-Ucraina, in atto;
- rendicontare gli impatti del *Covid-19* e del suddetto conflitto sulle *performance* ri-

---

<sup>15</sup> Sul punto v. ASSONIME, *Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie*, circolare n. 13 del 12 giugno 2017, in cui si evidenzia come l'obbligo di rendicontazione si fondi sul principio del *comply or explain*: le imprese possono dunque non applicare determinate politiche previste, purché motivino tale scelta.

ferite alle politiche di resilienza e di sostenibilità, in particolare per le società ed il gruppo di appartenenza.

In questa fase particolarmente critica, la rendicontazione relativa alla sostenibilità assume, pertanto, un ruolo chiave e obbliga le aziende a dotarsi di strumenti adatti per rispondere alle esigenze informative del mercato e degli *stakeholder*. La responsabilità sociale d'impresa, cioè l'attitudine delle grandi, piccole e medie imprese di gestire efficacemente le problematiche d'impatto sociale ed etico al loro interno e nelle zone di attività, che va sempre più diffondendosi anche nel nostro Paese, dovrà esserlo ancora di più nel dopo pandemia. “*Coronavirus is putting Corporate Social Responsibility to the Test*”: con questo titolo, un recente contributo della *Harvard Business Review*<sup>16</sup> suggerisce come le imprese siano chiamate a ripensare ai propri scopi (*purposes*) sociali e ambientali per poter rispondere in maniera adeguata a questa crisi.

Come accennato, il secondo elemento da valutare è la c.d. continuità aziendale<sup>17</sup>. L'attuale contesto macroeconomico, a partire dal mese di marzo 2020, è stato colpito dalla citata crisi dovuta all'emergenza da *Covid-19*. La pandemia ha portato incertezza nelle imprese riguardo al proprio futuro, messo a repentaglio anche dal susseguirsi delle misure emergenziali di contenimento dei contagi, a fronte del quale i Governi di tutto il mondo sono intervenuti con provvedimenti eccezionali.

L'incessante ed inevitabile cammino dei temi riferiti alla sostenibilità, ed *in primis* ai fattori ESG, determinano un'ulteriore svolta, ben più profonda, complessa ed articolata. L'affidabilità delle imprese passerà dal concetto di continuità aziendale a quello, più ampio, della sostenibilità aziendale. La rappresentazione delle cosiddette informazioni non finanziarie, ed ESG in particolare, ai fini della raffigurazione della sostenibilità aziendale, diventerà sempre di più strategica.

Risulta, dunque, interessante verificare la relazione, fra “continuità” e “sostenibilità” aziendale ed in particolare si può ritenere, seppur con qualche necessaria semplificazione, che<sup>18</sup>:

- la continuità aziendale rappresenti l'elemento tattico, esteso di norma su un arco temporale di breve termine, del fattore strategico costituito dalla sostenibilità che ha il proprio *focus* sul lungo termine;

- la continuità aziendale si incentri sullo sviluppo economico, mentre la sostenibilità sul processo di cambiamento nel quale lo sfruttamento delle risorse, il piano degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e le modifiche istituzionali devono trovare una loro sintonia, valorizzando il potenziale attuale e futuro al fine di far fronte ai

<sup>16</sup> M. R. KRAMER, *Coronavirus Is Putting Corporate Social Responsibility to the Test*, in *Harvard Business Review*, 2020, disponibile su [www.hbr.it](http://www.hbr.it).

<sup>17</sup> In argomento v. M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017. Inoltre, pare doveroso sottolineare che i temi del *risk approach*, della continuità aziendale e degli adeguati assetti organizzativi hanno trovato collocazione nel nostro ordinamento, quale naturale esplicitazione dei *principi di corretta amministrazione* in un contesto di *going concern*, con la Riforma del 2003 (artt. 2381 e 2403 c.c.); inoltre, solo dal 2019, con l'inserimento del 2° comma dell'art. 2086 c.c. (introdotto dal D.lgs. 14/2019), viene imposto, a livello legislativo, alle imprese di agire secondo una logica *forward looking*, in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale. Su tale ultimo aspetto, alcuni Autori hanno espresso dubbi circa l'effettiva novità della disposizione. Sul punto v. R. RUSSO, *Collegio sindacale e impresa in crisi*, Milano, 2021, 69 ss., ove ulteriori riferimenti.

<sup>18</sup> V. D. BARBERIS, *I principi della continuità e della sostenibilità per una corretta governance delle PMI*, disponibile su [www.ui.torino.it](http://www.ui.torino.it).

bisogni e alle aspirazioni dell'uomo in una logica di sviluppo "sostenibile" che riguarda, in modo interconnesso, l'ambito ambientale, quello economico e quello sociale;

– gli attori aziendali della continuità aziendale siano normalmente identificati nei *managers* e nei responsabili delle procedure e dei processi amministrativi, mentre la sostenibilità aziendale, stante il contenuto strategico, sia di appannaggio dell'organo di amministrazione.

A fronte di quanto sopra, si può agevolmente ipotizzare che nell'arco di pochi anni, si giungerà probabilmente ad un obbligo di rappresentazione unitaria dei dati finanziari e non finanziari, così come andrà a farsi sempre più definita la tendenza che porterà anche le società di dimensioni minori all'obbligo di una informativa di carattere non finanziario. Ma la svolta più evidente riguarderà in particolare i principi di continuità e di sostenibilità aziendale. Quest'ultima, come si è visto, concerne (i) aspetti sociali, quali la parità di genere e la sicurezza, la salute sul lavoro, (ii) aspetti ambientali, come la valutazione degli impatti di processi, prodotti e servizi, e (iii) aspetti di *governance* ed economici, quali la creazione di valore per la comunità e il territorio.

La sostenibilità risulta poi strategica per la stessa sopravvivenza dell'impresa e del suo *business*, nonché per la reputazione aziendale, inclusa la valorizzazione dell'immagine e del marchio, in quanto è un elemento essenziale per attuare politiche di c.d. *retention* del personale, incrementare l'efficienza gestionale, attirare nuovi investitori e rafforzare la riconoscibilità del *brand*.

Si può inoltre rilevare sul punto che nella maggior parte dei casi la sostenibilità del *business* determina la continuità aziendale, di cui quest'ultima è parte.

Si può quindi concludere che la sostenibilità aziendale, e i fattori ESG in particolare, saranno temi fondamentali, direttamente correlati al *trend* normativo dei prossimi anni (a livello internazionale, comunitario e nazionale<sup>19</sup>) che gradualmente impatteranno su tutte le imprese, ad iniziare da quelle di grandi dimensioni, che dovranno di conseguenza modificare anche la loro organizzazione interna, attraverso la rimodulazione dei propri assetti organizzativi, amministrativi e contabili (d'ora in avanti anche assetti OAC)<sup>20</sup>.

In sintesi, gli assetti di cui il legislatore impone l'adeguatezza, sono di tre tipi:

- organizzativo, relativo all'organigramma, al funzionigramma ed al *layout* delle funzioni, nonché ai poteri e alle deleghe di poteri, ove esistenti;
- amministrativo, ovvero l'insieme delle procedure dirette a garantire l'ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle singole fasi nelle quali le stesse si articolano;
- contabile, che si riferisce al sistema di rilevazione dei fatti di gestione in questo ambito e, fra l'altro, assume un peso determinante il piano d'impresa, l'analisi dei flussi di cassa attesi e, quindi, l'affidabilità dei dati trattati (c.d. *data quality*).

Data questa rappresentazione degli assetti, fermi restando i parametri della dimensione e della natura dell'impresa, giungeranno sempre più forti e pregnanti, soprattutto dall'esterno, gli stimoli e gli impatti relativi alla modifica in profondità delle *best practice* e dei processi aziendali in funzione del rispetto del principio di sostenibilità e di conformità ai fattori ESG.

<sup>19</sup> Si pensi alla *Loi Pacte* in Francia o alla *Section 172 del Companies Act* nel Regno Unito.

<sup>20</sup> In tema di assetti OAC, v. M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.

Si pensi alla funzione legislativa e regolamentare – che come accennato è in evoluzione su questi temi – nonché al ruolo che assumerà la *compliance* d'impresa circa i criteri di sostenibilità cui dovranno attenersi le aziende; ma anche alla funzione propulsiva – già in piena azione – del sistema del credito e del risparmio gestito<sup>21</sup>. Un compito di primo piano sarà assunto dagli Stati europei e le loro pubbliche amministrazioni quali soggetti deputati ad adottare e attuare le direttive sovranazionali in materia di sostenibilità ed ESG<sup>22</sup>.

Entrando poi nel merito degli adeguati assetti OAC, si pensi alla struttura organizzativa che, prima ancora della economicità, dovrà valutare la sostenibilità del *business* nel medio-lungo termine ed eventualmente rimodularlo e/o convertirlo per conformarsi ai nuovi paradigmi ESG che assumeranno un peso crescente sul mercato<sup>23</sup>.

Andranno quindi rivisitate le funzioni aziendali ed il sistema dei controlli attraverso una profonda ricognizione dei nuovi fattori di rischio al fine di consentirne il costante monitoraggio e la corretta gestione; ciò si riverbererà – inevitabilmente – sulla struttura dell'organizzazione aziendale, in cui emergeranno nuovi attori del *business* quale il *sustainability manager*, ed altri (come il *risk manager* e il *compliance officer*) assumeranno un peso maggiore. Del pari, si assisterà a nuovi e più innovativi modelli di funzionigramma riportanti le direttive e le procedure aziendali ed i relativi strumenti di comunicazione endoaziendale. Ma, soprattutto, si assisterà ad un profondo mutamento dell'approccio culturale dei *board* e del *management* aziendale.

D'altra parte, gli assetti amministrativo-contabili dovranno fungere da *driver* per indirizzare gli investimenti (e le eventuali riconversioni), utili e funzionali a rendere sostenibile il *business* aziendale, istruendone le pratiche di finanziamento ed approntando il controllo di gestione in modo funzionale alla valutazione dei ritorni in termini di *free cash-flow* per ripagare il debito all'uopo contratto.

La gestione dei rischi ESG trova infine nell'*Enterprise Risk Management* (ERM) il naturale strumento che, integrato nelle scelte strategiche aziendali, contribuisce a migliorarne la *performance* favorendo un incremento del valore dell'azienda, soprattutto sul lungo termine.

3. *Il sistema bancario, la finanza per le imprese ed il risparmio gestito quali elementi propulsori del fenomeno ESG. L'impatto sugli adeguati assetti OAC e sulla sistemica 231.* – Nella costruzione del *framework* normativo-regolamentare cui si è fatto cenno nei precedenti paragrafi, il tema della gestione del credito, assume un'importanza sempre più rilevante, che impatterà sulle imprese nel breve periodo.

<sup>21</sup> Vedasi sul punto il successivo §3.

<sup>22</sup> Non si può non considerare che la pubblica amministrazione svolge nel nostro ordinamento una funzione di tutto rispetto sul mercato dei prodotti e dei servizi e, al pari degli altri clienti e fornitori, pretenderà sempre più spesso che vengano rispettati adeguati *standard* delle forniture anche in considerazione dei *rating* di sostenibilità e degli indici ESG, che verranno sempre più affinati ed uniformati.

<sup>23</sup> Rimane centrale sul tema il concetto di *corporate purpose*, quale risposta “esistenziale” alla domanda che il principio di sostenibilità pone alle realtà sociali. Sotto tale profilo si stanno interrogando con sempre maggiore convinzione anche le società italiane che negli ultimi anni hanno profuso un evidente sforzo in termini di formulazione e comunicazione. Non è un caso se si sono iniziati a vedere i primi casi di modifica dello scopo sociale, con l'inserimento del concetto di successo sostenibile all'interno dell'oggetto dello statuto sociale (v., ad esempio, lo statuto di Snam s.p.a., art. 2, e di Sesa s.p.a., art. 20).



Nel maggio 2020 la *European Banking Association* (EBA) ha pubblicato le linee di sviluppo sulla gestione e sul monitoraggio dei crediti (nel prosieguo anche “Linee Guida” o “Guideline”) con un intervento che focalizza l’attenzione, *inter alia*, sulle tematiche ESG<sup>24</sup>, con lo scopo di rendere gli istituti finanziari sempre più prudenti, avveduti e consapevoli nelle fasi di concessione, gestione e monitoraggio dei crediti.

L’EBA ha realizzato tale documento basandosi sulle esperienze degli Stati Membri in materia creditizia, cercando di colmare le carenze riscontrate in passato dalle banche nelle pratiche di concessione del credito<sup>25</sup>. L’obiettivo è di prevenire la generazione di nuovi crediti deteriorati, garantendo solidità e stabilità al sistema finanziario europeo, in una prospettiva di medio-lungo termine. Le Linee Guida fissano per gli Istituti di Credito una serie di principi cui uniformarsi per la gestione e il controllo del rischio di credito, ponendo l’attenzione non soltanto sulla struttura economico-finanziaria e patrimoniale delle imprese, ma focalizzando l’attenzione anche sui richiamati fattori ambientali, sociali e gestionali. Le *Guideline* sono entrate in vigore il 30 giugno 2021 per i nuovi finanziamenti e sono applicabili dal 30 giugno 2022 ai prestiti già esistenti o quelli che richiedono rinegoziazioni o modifiche contrattuali. Mentre, gli istituti di credito avranno tempo di adeguare i loro modelli di monitoraggio entro il 30 giugno 2024.

La sezione 5 del documento disciplina dettagliatamente la fase di istruttoria e concessione del credito; in specie il §5.2.6, al punto 143, rileva come «*nel valutare il merito creditizio del cliente, [le banche dovrebbero] porre enfasi su una stima realistica e sostenibile del reddito e del flusso di cassa futuro del cliente, e non sulla garanzia reale disponibile. La garanzia reale non dovrebbe essere di per sé un criterio dominante per l’approvazione di un finanziamento e non può di per sé giustificare l’approvazione di un contratto di prestito*». È interessante notare come le Linee Guida insistano sullo sviluppo e sul rafforzamento degli strumenti di valutazione dei *cash flow* prospettici del cliente. Viene infatti ribadita dal Regolatore la necessità di adottare un approccio c.d. *forward looking*. L’obiettivo finale è quello di consentire agli istituti bancari di avere una visione univoca e onnicomprensiva della posizione finanziaria delle controparti. In definitiva si può affermare che la sfida proposta del Regolatore è di passare da un approccio «*re-active*» (gestione dei crediti deteriorati) a un approccio «*pro-active*» fin dalla fase iniziale, ovvero la concessione del credito<sup>26</sup>.

Lo scopo prevalente dell’iniziativa è quello di contrastare l’alta esposizione del sistema creditizio verso crediti non performanti, su espresso invito del Consiglio Europeo contenuto nel suo *Action Plan* del luglio 2017. Le Linee Guida EBA hanno dunque l’obiettivo di migliorare le pratiche delle banche, con tutte le implicazioni in termini di *governance*, di processi e di meccanismi relativi alla concessione di credito. L’inserimento dei rischi ESG in questa prospettiva costituisce un elemento fortemente innovativo che deve essere evidenziato: le politiche sulla sostenibilità impatteranno, in concreto, sulla realtà del credito in modo rilevante.

---

<sup>24</sup> EBA – *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>25</sup> COVIP, *Commissione nazionale di vigilanza sui Fondi pensione*, 25 marzo 2021, disponibile su [www.covip.it](http://www.covip.it).

<sup>26</sup> Cfr. *Le Linee Guida EBA: cosa cambia nella concessione del credito dal 1 luglio 2021?*, M&GF Project, disponibile su [www.mgfproject.com](http://www.mgfproject.com).

Volgendo lo sguardo ai processi di concessione del credito, emerge come oggi un'adeguata istruttoria del credito prenda quali principali riferimenti, in via esemplificativa, l'informativa finanziaria, traendo spunto dagli aspetti economico-finanziari e patrimoniali, ed in specie la verifica che i futuri flussi di cassa liberi siano in grado di ripagare il debito, le garanzie prestate nonché la sussistenza delle condizioni di continuità aziendale; nel breve-medio periodo l'affidabilità delle imprese cui attribuire credito passerà gradualmente dal concetto di continuità aziendale a quello, più ampio, della sostenibilità aziendale. La rappresentazione delle cosiddette informazioni non finanziarie, ed ESG in particolare, ai fini della raffigurazione della sostenibilità aziendale, diventerà sempre di più strategica<sup>27</sup>.

Tornando alle Linee Guida EBA, non può non rilevarsi il percorso tracciato dal Regolatore europeo: si chiede che i rischi connessi al cambiamento climatico e alla transizione ecologica (ma anche i profili *social* e di *governance*), inclusi quelli derivanti dai cambiamenti di sensibilità e di preferenze dei consumatori, siano adeguatamente considerati nella concessione del credito; non solo: le politiche europee, tra cui il piano *Next Generation EU*, favoriranno sempre di più gli investimenti sostenibili<sup>28</sup>.

Obiettivo primario dell'inserimento dei temi connessi alla sostenibilità nell'istruttoria di credito è l'esigenza di assicurare che nella concessione del credito alle imprese, i rischi ESG siano considerati in modo trasparente e adeguato. Concretamente, significa che se una PMI chiede un finanziamento ad un istituto di credito, oltre ai tradizionali criteri di valutazione quest'ultimo dovrà valutare il progetto per cui il finanziamento è richiesto anche dal punto di vista dei rischi ESG<sup>29</sup>. L'attenzione a questi temi non è limitata alle grandi imprese, ma tocca l'intera gamma dimensionale delle imprese: micro, piccole, medie e grandi. Le grandi imprese hanno maggiori strumenti per far fronte a queste nuove richieste. Per le medie, le piccole e le micro qualche difficoltà in più è prevedibile e forse inevitabile<sup>30</sup>.

Naturalmente non sono solo i fattori ambientali ad essere rilevanti, benché risultino i più citati; anche la dimensione sociale e la *governance* non devono essere trascurati. Dalle Linee Guida dell'EBA, come dal Regolamento UE 2019/2088, le aziende e le or-

---

<sup>27</sup> Non si può non rilevare come considerazioni, soprattutto, di natura ambientale stiano di fatto trasformando interi comparti industriali; si pensi all'intera industria dell'auto in cui si assiste alla spinta verso l'obsolescenza di tecnologie efficientissime e consolidate come i motori diesel. Tutto in pochi anni. L'impatto sull'intero settore è molto rilevante se si pensa che un'auto elettrica è composta da un numero di componenti inferiore del 25% rispetto a una corrispondente vettura a motore termico. Sarebbe quindi problematico, per una banca, concedere prestiti per lo sviluppo del *diesel*. Cfr. sul punto M. BELLINI, *Framework normativo ESG: a che punto siamo*, intervista a Sergio Fumagalli, disponibile su [www.esg360.it](http://www.esg360.it).

<sup>28</sup> *Ibid.*

<sup>29</sup> Cfr. EBA – *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, §5.2.5 «gli enti dovrebbero valutare l'esposizione del cliente ai fattori ESG, in particolare ai fattori ambientali e all'impatto sul cambiamento climatico, e l'adeguatezza delle strategie di mitigazione, come specificate dal cliente».

<sup>30</sup> Di un certo interesse le iniziative ESG che si stanno moltiplicando nel nostro Paese, anche verso le piccole e medie imprese, che costituiscono la cifra morfologica del nostro tessuto industriale. Cfr. ALESSANDRO BENEDETTI, in *Milano Finanza*, 25 agosto 2021: «Intesa Sanpaolo rafforza la partnership con Sace per consentire alle imprese di accedere ai finanziamenti green e lancia S-Loan Climate Change, il primo finanziamento pensato per le Pmi e le Mid-Cap che intendono investire per contrastare gli effetti del cambiamento climatico e ridurre il proprio impatto ambientale. S-Loan Climate Change si inquadra nell'ambito del programma strategico Motore Italia che, lanciato quest'anno, include investimenti per la transizione sostenibile, in coerenza anche con le linee guida del Pnrr».

ganizzazioni possono trarre indicazioni preziose per orientare la direzione delle loro attività. Ancor di più: l'intera gamma dei canali di accesso alle risorse finanziarie, dai fondi di investimento alle banche, saranno progressivamente sempre più sensibili ai fattori ESG e le imprese potranno trarre uno stimolo aggiuntivo, nonché decisivo, per far evolvere il loro modello di *business* in tale direzione. Si noti che, in linea con quanto è già capitato, ad esempio, in tema di codici etici e Modelli organizzativi 231, non saranno solo le banche a muoversi e ad essere proattive in questa direzione: chi è all'interno di un ecosistema di fornitura progressivamente troverà nel committente un interlocutore che pretenderà comportamenti in linea con la riduzione dei rischi ESG, sia perché il committente stesso si sarà scontrato con i nuovi requisiti delle banche per la concessione di credito, sia perché i fondi di investimento e gli investitori istituzionali imporranno sempre di più comportamenti consapevoli in ambito ESG alle aziende partecipate, sia, infine, perché la sensibilità dei consumatori e dell'opinione pubblica in generale tenderà a privilegiare comportamenti, prodotti e servizi sostenibili. Si verrà dunque a creare una tendenza strutturale e non passeggera.

Per quanto riguarda il nostro Paese, le banche affiancheranno ai tradizionali criteri economico-finanziari una valutazione socio-ambientale delle domande di credito ai fini della valutazione del merito creditizio. Conseguentemente le imprese non virtuose sotto il profilo sociale, di *governance* e ambientale potrebbero avere difficoltà ad accedere al credito, mentre le imprese con impatti positivi (opportunamente misurati e rendicontati) potrebbero beneficiare di finanziamenti anche a condizioni privilegiate. La sfida, dunque, è quella di rendere compatibili le necessità finanziarie delle imprese con le esigenze di liquidità degli investitori, in modo da attrarre capitali non orientati al rendimento di breve periodo. Al fine di rispondere alle esigenze degli investitori e aumentare la propria attrattività, le imprese potrebbero concentrarsi sulle seguenti attività:

- introdurre modelli di *governance* aziendale più trasparenti e aperti al contributo attivo degli investitori;
- rendicontare gli impatti ambientali sociali e di *governance* e fornire informazioni più frequenti e dettagliate sull'attività dell'azienda;
- creare relazioni più efficaci con gli *stakeholder*;
- elaborare piani industriali trasparenti e di medio-lungo periodo che contemplino anche i fattori ESG<sup>31</sup>.

Un esempio lampante dell'importanza che la sostenibilità ha assunto sono i cc.dd. *green bond*. Tali strumenti finanziari hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario negli ultimi anni. La loro emissione sul mercato dei capitali è legata, in via esemplificativa, a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente<sup>32</sup>. La crescita del

---

<sup>31</sup> Cfr., *Finanza sostenibile (ESG): l'impatto della green economy sulla distribuzione del credito*, Cerved know, novembre 2019, disponibile su [www.know.cerved.com](http://www.know.cerved.com).

<sup>32</sup> Cfr. il documento del Parlamento europeo, *Economia circolare: definizione, importanza e vantaggi*, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu): «l'economia circolare è un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo. Una volta che il prodotto ha terminato la sua funzione, i materiali di cui è composto vengono infatti reintrodotti, laddove possibile, nel ciclo economico. Così si possono continuamente riutilizzare all'interno del ciclo produttivo generando ulteriore valore. I principi dell'economia circolare contrastano con il tradizionale modello economico lineare, fondato invece sul tipico schema "estrarre, produr-

mercato di questo comparto (come di altri prodotti finanziari) è dovuta principalmente a due fattori: (i) da una parte l'ingresso nel mercato delle obbligazioni *green* da parte delle grandi imprese dei Paesi emergenti (in particolare Cina ed India), (ii) dall'altra la crescente attenzione delle istituzioni sovranazionali e nazionali al tema della sostenibilità ambientale, ma anche ai temi *social* e *governance*. Naturalmente in questo contesto si è sviluppato e sta assumendo peso crescente il concetto di *rating* ESG assegnato da società indipendenti, di cui si è già trattato *supra*.

Non si deve tuttavia cadere nell'errore di pensare che il tema della sostenibilità rappresenti per il mercato dei capitali una moda o un mero elemento ancillare alla logica degli affari. Oggi la sostenibilità ha carattere prioritario per banche, compagnie assicurative, società di risparmio gestito, intermediari e consulenti finanziari ed imprese. Una strategia rivolta alla sostenibilità è in grado di garantire numerosi vantaggi, mentre sottovalutare tali aspetti può esporre a rischi di vario tipo, come il già citato rischio di credito, o quello reputazionale, sempre più incisivo nell'andamento del *business*. In sostanza la finanza sostenibile non si concentra solo sulla tradizionale analisi economico-finanziaria, ma necessita di una analisi degli *intangible asset*, che consenta di comprendere modelli di *business* ESG e di considerare la sostenibilità come un vantaggio competitivo.

Inoltre, pare utile osservare che in futuro gli *asset manager* saranno in grado di analizzare correttamente le informazioni non finanziarie e di sviluppare un maggiore *know-how* nella gestione e nell'analisi dei fattori ESG, generando allo stesso tempo profitti<sup>33</sup>.

Sul punto appare di notevole interesse il *Global Sustainability Investing Survey 2020*<sup>34</sup> di BlackRock da cui emerge, tra l'altro, che la maggioranza degli intervistati crede che gli investimenti sostenibili siano fondamentali per i processi e i risultati degli investimenti. Specificamente, nell'area EMEA (*Europe, Middle East, Africa*) si riscontra il maggiore tasso di adozione di queste soluzioni: in gran parte del mondo quindi la sostenibilità non può essere considerata una "moda passeggera".

D'altra parte, anche Banca d'Italia, con la propria *Carta degli investimenti sostenibili* si concentra sul proprio ruolo di investitore finanziario. La Carta «*definisce la visione che la Banca ha della sostenibilità*» e «*si applica a quelle attività finanziarie sulle quali la Banca ha piena autonomia decisionale, ossia gli investimenti del proprio portafoglio finanziario e delle riserve valutarie [...]. La Banca adotta una visione ampia di sostenibilità per i propri investimenti, che comprende gli aspetti ambientali, sociali e di governo societario (ESG), privilegiando le imprese: a) attente all'utilizzo responsabile delle risorse naturali e al loro impatto sugli ecosistemi; b) che mantengono adeguate condi-*

---

*re, utilizzare e gettare. Il modello economico tradizionale dipende dalla disponibilità di grandi quantità di materiali e energia facilmente reperibili e a basso prezzo».*

<sup>33</sup> LARRY FINK, *Letter to Ceos*, disponibile su [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com), afferma: «*Il virus ci ha ricordato come le crisi più gravi, siano esse sanitarie o ambientali, richiedano una risposta globale e ambiziosa. [...] Aumenta inoltre l'interesse per la grande opportunità economica che deriverà dalla transizione, alla ricerca di soluzioni per realizzarla in modo giusto ed equo. Tra le priorità dei nostri clienti, il rischio climatico occupa in assoluto il primo posto, ogni giorno riceviamo domande su questo tema».*

<sup>34</sup> Il *Global Sustainability Investing Survey 2020* rileva che «*A metà 2020, abbiamo chiesto ai nostri clienti di rispondere a un sondaggio per comprendere meglio gli obiettivi e le sfide di investire in strategie sostenibili e l'influenza della pandemia su questa nuova tendenza. Abbiamo intervistato 425 investitori in 27 Paesi che rappresentano all'incirca 25 trilioni di dollari di asset in gestione [...]*».

zioni di sicurezza, salute, giustizia, parità e inclusione; c) che generano reddito e lavoro nel rispetto di principi etici e con i migliori assetti di governo societario»<sup>35</sup>.

D'altronde, molte realtà dei settori *Merger&Acquisition*, *private equity* e *venture capital*, in particolare, applicano ancora un concetto di finanza fondato su valorizzazioni delle aziende *target* calcolate su multipli molto elevati che, sovente, non sono giustificati dalle *performance* e dai rendimenti attesi delle stesse imprese *target*, per lo più su un arco di tempo limitato e tramite indebitamenti unicamente finalizzati a realizzare il *leverage buy out* (anche *buy out* o LBO), sovente causando evidenti squilibri patrimoniali e finanziari.

Per questi settori è probabilmente venuto il tempo di costruire dei *format* per il futuro, rendendo equilibrati e compatibili i finanziamenti finalizzati (i) al *buy out* per l'acquisto della *target* con quelli (ii) – essenziali – finalizzati agli investimenti ed alla creazione di valore e sostenibilità nel medio-lungo termine, di cui ciascun impresa necessita. Nel primo caso si genera un'aggregazione di tipo industriale, spesso complessa ed articolata, con un beneficio per tutto il sistema, mentre nel caso del normale *buy out*, (attraverso le diverse possibili *technicality*) si realizza una mera operazione di tipo finanziario senza alcuna creazione di valore per l'impresa oggetto dell'operazione e per il sistema nel suo insieme.

Richiamando quanto esposto nel precedente paragrafo, anche per le banche e gli intermediari finanziari si pone il tema del passaggio dal principio della continuità aziendale a quello più ampio della sostenibilità; ciò comporterà un cambiamento culturale che investirà gli organi sociali e i *management* aziendali e vedrà un necessario rafforzamento ed implementazione degli assetti organizzativi delle banche, degli intermediari finanziari in genere, e delle società clienti. In questo processo avranno un ruolo particolare i cc.dd. *compliance program* (come, a titolo esemplificativo e non esaustivo, i Modelli di Organizzazione Gestione e Controllo ex D.Lgs. 231/2001, strumenti per la rilevazione preventiva dell'emersione dello stato di crisi ai sensi della L. 155/2017, la *cooperative compliance* in ambito fiscale ex D.Lgs. 128/2015).

Si è già detto di come gli investitori privilegino sempre di più i criteri della sostenibilità e dell'attenzione all'ambiente, al sociale ed alla *governance*. L'ampliamento di queste aree di investimento nell'ambito del mercato dei capitali favorisce naturalmente rischi di frode, malcostume e *greenwashing*, complice anche la già ricordata circostanza che il panorama degli investimenti ESG non è ancora dotato di definizioni e *rating*, comuni, definiti e condivisi. Di grande attualità il caso di Dws, importante società del gruppo Deutsche Bank, quotata alla borsa di Francoforte, finita sotto la lente delle *Authority* negli Stati Uniti e in Germania (SEC e Bafin). Il caso è stato riportato dal *Wall Street Journal*: secondo la testata, Dws “*overstated how much it used sustainable investing criteria to manage its assets*”<sup>36</sup>.

Probabilmente il caso Dws farà scuola. La vicenda interessa infatti da vicino tutta l'industria della gestione del risparmio perché porta bruscamente a galla il rischio di un ambientalismo (nonché di un'attenzione fittizia agli altri fattori caratteristici della sostenibilità) di facciata, vale a dire la promozione di un'immagine responsabile, nono-

<sup>35</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Carta degli investimenti sostenibili*, disponibile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>36</sup> P. KOWSMANN, C. RAMEY, D. MICHAELS, *U.S. Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims*, in *Wall Street Journal*, 25 agosto 2021.

stante alcune strategie aziendali e di investimento non siano del tutto coerenti con questo messaggio<sup>37</sup>.

Più in generale, i temi ESG sono intimamente connessi con diverse aree sensibili ai rischi di cui al “catalogo reati” ex D.Lgs. 231/2001. Sul punto risulta utile rilevare che il MOG è ormai ascritto sistematicamente nel novero degli adeguati assetti OAC ed è unanimemente considerato nel nostro Paese l’antesignano tra i *compliance program*. In tale ambito è rilevante il collegamento tra fattori ESG e i reati-presupposto ex D.Lgs. 231/2001, particolarmente sensibili per le banche e, più in generale per gli intermediari finanziari e il comparto assicurativo. Si pensi ad esempio:

- per la componente *Environmental*, ai reati ambientali e ai reati contro la P.A. legati all’erogazione di finanziamenti pubblici;
- per la componente *Social*, ai reati contro la salute e sicurezza dei lavoratori e ai reati contro la personalità individuale;
- per la componente *Governance*, al *market abuse*, ai reati tributari, ai reati societari, al riciclaggio e all’autoriciclaggio.

In tal senso si può rilevare come la normativizzazione delle *best practice* in materia di principi di corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi, veda il D.Lgs. 231/2001 quale precursore di un assetto fondato sul principio «dell’organizzazione funzionale alla prevenzione»<sup>38</sup>. In questo contesto si inserisce l’Organismo di Vigilanza (OdV) istituito ai sensi del D.lgs. 231/2001.

Inoltre la già richiamata *Circolare n. 285* di Bankit mette “a sistema” i controlli nelle banche tracciandone precise linee guida. In diretta connessione a questa impostazione impressa dal Regolatore va posta l’adozione e l’efficace attuazione del Modello 231 (MOG), nonché l’attività dell’OdV che ne rappresenta parte integrante, tenuto conto che dottrina e *best practice* li includono fra quelle norme del diritto societario e bancario che sanciscono il principio di adeguatezza organizzativa e di corretta amministrazione<sup>39,40</sup>.

Secondo le Linee Guida ABI<sup>41</sup> possono presentarsi rischi di reato 231 in ragione di specifiche attività della banca; in relazione ad essi si rende necessaria la verifica dei

<sup>37</sup> Si v. MARCO CAPPONI, *Faro Sec su Dws (Deutsche Bank): indagine sulle metriche Esg del gruppo*, in *Milano Finanza*, 26 agosto 2021, secondo cui «l’inchiesta sarebbe una conferma dell’attenzione sempre maggiore che le Authority di tutto il mondo stanno riservando a quelle società di gestione che offrono prodotti con impatti tangibili sul piano Esg. Già a inizio anno, infatti, la Sec aveva istituito una task force per sorvegliare eventuali affermazioni fuorvianti in tema di sostenibilità attribuibili a consulenti di investimento e società pubbliche».

<sup>38</sup> Cfr. ASSONIME, Note e Studi 5/2019, *Prevenzione e governo del rischio di reato: La disciplina 231/2001 e le politiche di contrasto dell’illegalità nell’attività d’impresa*; P. VERNERO, M.F. ARTUSI, B. PARENA, *Risk management e Modelli organizzativi*, in AA.VV., *Impresa e rischio – Profili giuridici del risk management*, a cura di S.A. CERRATO, Torino, 2019, 1 ss.

<sup>39</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., secondo cui «segmento, e fulcro, degli assetti organizzativi adeguati è il sistema di controllo interno, che costituisce lo snodo cruciale dell’articolazione del potere d’impresa e delle regole di responsabilità».

<sup>40</sup> L’art. 1 D.Lgs. 231/2001 prevede un regime derogatorio per gli enti creditizi ed assicurativi finalizzato proprio a tenere conto delle esigenze di coordinamento con la disciplina specifica: disposizioni peculiari sono state così inserite direttamente nel testo unico bancario (art. 97-bis TUB), nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (art. 60-bis TUF.), e nel codice delle assicurazioni private (art. 266 D.Lgs. 209/2005).

<sup>41</sup> *Linee guida dell’Associazione Bancaria Italiana per l’adozione di modelli organizzativi sulla responsabilità amministrativa delle banche*.

sistemi di controllo relativi alle singole aree di rischio al fine del loro adeguamento alle prescrizioni del D.Lgs. 231/2001.

Alla luce di ciò, si deve considerare che il sistema bancario si struttura spesso sotto forma di “gruppo”, composto alternativamente:

– dalla banca capogruppo e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate;

– dalla società finanziaria o dalla società di partecipazione finanziaria mista capogruppo italiana e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate (purché nell’insieme delle società partecipate vi sia almeno una banca italiana controllata)<sup>42</sup>.

Tuttavia, sotto il profilo della responsabilità amministrativo-penale, ad oggi, nell’ordinamento italiano non può assumere rilievo un “modello organizzativo di gestione dei rischi 231 di gruppo” e, dunque, ciascuna società adotta in autonomia, con delibera dei propri consigli di amministrazione, un proprio MOG ai sensi del D.Lgs. 231/2001, individuando le proprie attività a rischio di reato e le misure idonee a prevenirne il compimento, in considerazione della natura e del tipo di attività svolta, nonché delle dimensioni e della struttura della propria organizzazione<sup>43</sup>.

In ogni caso nell’ambito di alcuni dei grandi gruppi bancari italiani vengono formalizzate delle “*global rules*” o delle linee guida dedicate alla “*compliance 231*”, finalizzate alla diffusione di *best practice*, metodologie, procedure e allo sviluppo di sistemi IT al fine di (i) uniformare le modalità operative nel gruppo, (ii) migliorare il presidio dei rischi, inclusi quelli ESG e (iii) potenziare l’efficienza operativa.

Altrettanto centrale ai fini della prevenzione dei “reati 231” è l’attività dell’Organismo di Vigilanza che, nei gruppi bancari, è chiamato a verificare – oltre ai rischi più generali propri dell’attività di impresa – le attività peculiari della realtà creditizia<sup>44</sup>.

Come avviene per il Modello organizzativo, non è ipotizzabile, allo stato della normativa, la previsione di un unico OdV di gruppo poiché le funzioni e i poteri di tale organismo non possono esplicitarsi su società diverse da quella che lo ha nominato. Per tale ragione anche le Linee Guida di Confindustria<sup>45</sup> suggeriscono la nomina di OdV distinti per ciascuna società, sebbene non si escluda che tutti gli OdV delle controllate possano beneficiare delle indicazioni provenienti da strutture comuni (*Internal audit*, *Compliance*, ecc.). È tuttavia evidente la difficoltà di coordinamento e il maggiore aggravio economico che comporta tale soluzione conforme alla *littera legis*<sup>46, 47</sup>.

---

<sup>42</sup> Cfr. TUB, artt. 60-64.

<sup>43</sup> P. VERNERO, M.F. ARTUSI, L. VERNERO, *Gruppi bancari e responsabilità 231. L’insidia della risalita del reato da controllata a controllante*, in *Giurisprudenza penale*, 2021, 1, 98 ss.: «nella predisposizione del proprio Modello le società appartenenti ad un gruppo si ispireranno ai principi su cui si basa il Modello della holding, recependone i contenuti, salvo che l’analisi delle proprie attività a rischio evidenzia la necessità o l’opportunità di adottare diverse o ulteriori specifiche misure di prevenzione. Nel predisporre tale articolato sistema di Modelli, autonomi ma correlati, la preoccupazione principale è proprio quella di evitare i rischi di “allargamento” della responsabilità da reato da una società all’altra».

<sup>44</sup> Sul punto v. P. VERNERO, M.F. ARTUSI, B. PARENA, *Alcune note peculiari circa la disciplina dell’OdV nelle banche*, in *Rivista 231*, disponibile su [www.rivista231.it](http://www.rivista231.it).

<sup>45</sup> Le Linee Guida sono disponibili su [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com).

<sup>46</sup> Cfr. M. BOIDI, A. ROSSI, P. VERNERO, *L’applicazione del D.Lgs. 231/2001 nei gruppi di imprese*, in AA. VV., *Modello organizzativo D.Lgs. 231 e Organismo di Vigilanza*, a cura di P. VERNERO ET AL., Torino, 2019, 343.

Dunque, a fronte di un sistema di *corporate governance*, *risk approach* e sistemi di controllo di cui si è fatto brevemente cenno e che risulta relativamente assimilato e sperimentato dalle società quotate e dalle imprese di medio grandi dimensioni, e dalle banche in particolare, s'impone una nuova riflessione sui temi della responsabilità sociale e della sostenibilità aziendale a seguito del prepotente irrompere sulla scena dei mercati del principio di sostenibilità, ed in specie dei fattori ESG.

In conclusione, appare chiaro che i fattori ESG e, più in generale il nuovo paradigma della sostenibilità aziendale, avranno un impatto significativo negli anni a venire anche sulle vicende organizzative della società, le cui caratteristiche – come ho provato ad illustrare – spesso si intrecciano con i criteri stabiliti dagli enti creditizi per la concessione del credito.

---

<sup>47</sup> P. MONTALENTI, *Organismo di Vigilanza 231 e ordinamento societario: un rapporto complesso*, relazione al convegno *Molte regole, nessun sistema: proposte per una razionalizzazione del sistema dei controlli societari*, Assonime, Milano, 31 marzo 2009, pubblicato in *Giur. comm.*, 2009, I, 643 ss.



# NOTE BREVI SU FINE DI LUCRO E SOSTENIBILITÀ (TRA REGOLE DEI MERCATI E DIRITTO DELLE SOCIETÀ)\*

di *Federico Riganti*

SOMMARIO: 1. Introduzione: *mala tempora currunt*. – 2. Considerazioni preliminari: “lo spettro del profitto si aggira per l’Europa”? – 3. I termini del dibattito giuridico-economico: dal particolare (le società) al generale (le regole). – 4. La posizione degli amministratori: doveri fiduciari e *business judgment rule*. – 5. Il caso di studio: i settori vigilati. – 6. Le possibili soluzioni tra pubblico e privato.

1. *Introduzione*: *mala tempora currunt*. – È opinione diffusa – e condivisa – quella che legge nella transizione sostenibile del sistema economico l’obiettivo primario dell’attuale regolamentazione europea dei mercati finanziario, bancario e assicurativo<sup>1</sup>.

La proiezione verso un futuro attento a dinamiche ambientali, sociali e di *governance* assurge infatti a tratto caratterizzante di strutture che, dopo avere dimostrato un discreto grado di “*resilienza*” in periodo epidemico<sup>2</sup>, sono oggi chiamate a rispondere anche a fini “*altri*” e, a ben vedere, distinti dagli interessi storicamente connotanti l’impresa, i settori vigilati e gli attori sugli stessi operanti.

Se, per un verso, lo sforzo in tal senso profuso – e, cioè, le forze messe in campo in virtù di questa nuova *policy* – è poderoso, abbracciando e coinvolgendo, a monte, tutti i livelli delle autorità regolamentari europee e nazionali, per l’altro verso le criticità che connotano il nuovo *trend* sostenibile continuano, però, a moltiplicarsi.

Oltre alle più classiche<sup>3</sup> ed oggettive, quali ad esempio la difficoltà di addivenire a indici di valutazione condivisi<sup>4</sup> (e a meccanismi capaci di assicurare l’adeguato grado di trasparenza degli investimenti<sup>5</sup>) anche e soprattutto tra diverse categorie di

---

\* Lo scritto amplia ed approfondisce alcune delle tesi presentate nel mio *Se non per un profitto, perché mai?*, in *IBL Focus* n. 352 del 9 febbraio 2022.

<sup>1</sup> Per un inquadramento puntuale sull’attuale contesto di riferimento cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2021, 1, I, 241 ss.; nonché ID., *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 1, 171 ss.

<sup>2</sup> Offre un’analisi della questione F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2020, 1, I, 1 ss.; e ID., *L’industria finanziaria dopo la pandemia. Il caso Italia*, *ibid.*, 2021, 1, I, 1 ss.

<sup>3</sup> Si interroga criticamente sul tema S.A. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *An. Giur. Economia*, 2022, I, 63 ss.

<sup>4</sup> In merito, ad esempio ed *ex multis*, M. BILLIO *et al.*, *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28, 5, 1426 ss.

<sup>5</sup> Sul punto sia consentito il richiamo a M.L. PASSADOR e F. RIGANTI, *Less is More in the Age of Information Overload: The Paradigm Shift from a Shareholder- To a Stakeholder-Oriented Market*, in *New York Univ. Journal of Law and Bus.*, 2019, 567 ss.

“terzi”<sup>6</sup> (per non parlare, tra l’altro, del punto di incontro, ancora da trovare, tra digitalizzazione e sostenibilità), si consolidano oggi sui mercati le problematiche legate allo sconvolgimento geo-politico in corso e, cioè, al tentativo di restaurazione “sovietico” in Ucraina, con le conseguenti contromisure occidentali<sup>7</sup>.

Tale ultimo profilo, particolarmente attuale, richiede la massima attenzione, poiché capace di mettere in evidenza, da un lato, l’estrema debolezza di finalità ambientali, sociali e di *governance* (c.d. fattori ESG) progressivamente imposte ma, forse, non ancora del tutto “sentite” ed anzi viste, dai più, come un “*bene superfluo*” in questo dato periodo storico.

E perché idoneo, dall’altro lato, a sottolineare il “costo” (economico, sociale e giuridico) transattivo della transizione in un quadro di riferimento non del tutto ripristinato dalle crisi appena trascorse, né immune dai gravi eventi correnti.

2. *Considerazioni preliminari: “lo spettro del profitto si aggira per l’Europa”? –* Al di là di questioni geopolitiche che, in quanto troppo “fresche” – oltretutto troppo complesse per chi scrive –, si pongono fuori dal perimetro della ricerca, un’analisi attualizzata ma sintetica dei temi avanzati in premessa pare opportuna. E ciò con l’intento di comprendere come la “galassia” ESG si stia evolvendo in un *framework* – quello regolamentare europeo<sup>8</sup> – che parrebbe progressivamente preferire al più classico fine di lucro, e cioè al “bene” profitto, interessi terzi e con questo, almeno in apparenza, anche configgenti.

Tale ultimo tratto della regolamentazione troverebbe ragione, a ben vedere, in una sorta di cambio di registro circa il fine ultimo del “fare impresa” e, di conseguenza, nella supposta nuova posizione delle società, ancor più se vigilate, sullo scenario socio-economico complessivo. Ma andiamo con ordine.

---

<sup>6</sup> Si veda, in merito, M. PAINTER, *Pursuing Stakeholder Capitalism Is an Impossible Task When Stakeholders Have Different Beliefs*, in *Promarket*, 10 settembre 2020, reperibile al seguente link del centro Promarket: <https://www.promarket.org/2020/09/10/pursuing-stakeholder-capitalism-is-an-impossible-task-when-stakeholders-have-different-beliefs/>.

<sup>7</sup> In merito, e di recente, si veda P. HOLLINGER, *Ukraine war prompts investor rethink of ESG and the defence sector*, in *Financial Times*, 9 marzo 2022; A.O. EMMERICH, *War in Ukraine: Is ESG at a Crossroads?*, in *Harvard Business Law Forum*, 24 marzo 2022.

<sup>8</sup> Per un inquadramento puntuale cfr., *ex multis*, D. AVRAMOV *et al.*, *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2021; D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2021; E. CLEMENTINO e R. PERKINS, *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, in *Journal of Business Ethics*, 379 ss.; V. DIAZ, *Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG*, in *Finance Research Letters*, 2021; C. ECONOMIDOU *et al.*, *Does Sustainable Investing matter to the Market?*, reperibile al seguente link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3965134](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3965134); A. EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020; A. ENGER, L. ENRIQUES, G. RINGE, U. VAROTTIL e T. WETZER, *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, Monaco, 2022; D. FREIBERG, J. ROGERS e G. SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 20-056; G. FRIEDE, T. BUSCH e A. BASSEN, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 210 ss.; S.L. GILLAN *et al.*, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, in *Journal of Corporate Finance*, 66 (2021); C. MAYER, *Prosperity*, Oxford, 2018. Di recente si veda anche J.L. HANSEN, *Unsustainable Sustainability*, reperibile in *Oxford Business Law Blog* dell’8 marzo 2022.

Con un approccio per certi versi antitetico alle spinte caratterizzanti la finanziarizzazione globalizzata dei primi anni duemila, da più parti e a più riprese è oggi sostanzialmente posto in dubbio il profitto quale primario e unico obiettivo imprenditoriale; questo, di contro, andrebbe necessariamente accompagnato – se non addirittura superato, per alcune posizioni estremiste – da altri obiettivi, capaci di controbilanciare il mero interesse al dividendo dei soci e così di riequilibrare un rapporto altrimenti considerato “*per definizione*” eccessivamente sbilanciato a favore di alcuni soggetti e a danno di interessi di sistema.

Il tema è centrale e impone un’analisi dei suoi tratti tipizzanti e del relativo contesto storico di riferimento.

Come noto ai più, a fronte di ampi e approfonditi dibattiti internazionali<sup>9, 10</sup>, ad un approccio c.d. *shareholders’ friendly*, molto in voga nei decenni passati, è seguita, e si è oggi consolidata, tra studiosi e operatori, una certa lettura “*innovativa*” dell’impresa – poi trasfusa (neanche troppo timidamente) nella regolamentazione settoriale – quale strumento doverosamente indirizzato a realizzare finalità vicine alle posizioni degli *stakeholders* ritenuti, forse apoditticamente, i veri guardiani del “*bene collettivo*”.

In questo senso, e non senza alcune perplessità di cui *infra*, si è dapprima sviluppata quella corrente “*responsabilizzante*” (ma forse non troppo fortunata) che, classificata nell’espressione *corporate social responsibility* (CSR)<sup>11</sup>, ha inteso identificare (supposti e im)precisi doveri comportamentali – di natura fin quasi etica – in capo agli attori del mercato nello svolgimento della propria attività economica, a pena di obblighi risarcitori a favore di chi, da quest’ultima, veniva danneggiato<sup>12</sup>.

Nondimeno, si è rinvigorita una posizione che, oggi particolarmente di moda anche sulla scorta di precise indicazioni europee e di letture forse più politiche che strettamente giuridico-economiche, vuole focalizzare le ragioni imprenditoriali attorno al citato acronimo ESG e – più in particolare – ad un’impostazione intesa a fare gravitare gli assi cartesiani di queste ultime intorno ad alcuni principi guida, sinteticamente riassumibili nei seguenti punti principali: (i) un più ampio grado di *disclosure* di informazioni non finanziarie; nonché (ii) una precisa *accountability* e un dovere di *due diligence* in capo a determinate società<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> Per tutti cfr. L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 164 ss. Nonché, più datato, O. HART e L. ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *ECGI – Finance Working Paper* 521/2017, 1 ss.

<sup>10</sup> Quanto al contesto italiano si vedano, di recente, M. STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 16 ss. e U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. Soc.*, 2021, 3 ss.

<sup>11</sup> In argomento v. di interesse C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. Soc.*, 2018, 6 ss.

<sup>12</sup> Approccio, questo, a ben vedere sviluppatosi a prescindere dalla effettiva presenza negli ordinamenti di regole già poste a tutela dei terzi ed enfatizzando, su base globale, il carattere strumentale dell’impresa privata per il raggiungimento di interessi “*altri*”, quali appunto, a mero titolo esemplificativo, la tutela dell’ambiente, delle comunità locali, ecc.

<sup>13</sup> Oltre alla Tassonomia e al SFDR, si vedano, da ultimo, le proposte di Direttiva 2021/0104 (COD) del 21 aprile 2021 (*Sustainability Reporting Directive* o CSRD) e 2022/0051 (COD) del 23 febbraio 2022 (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*). Sul punto si cfr. di recente R. NATOLI, *La responsabilità civile d’impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell’Economia*, marzo 2022, 1.

3. *I termini del dibattito giuridico-economico: dal particolare (le società) al generale (le regole).* – Senza volersi addentrare, in questa sede, in una analisi delle molteplici norme europee che, con una certa “*ansia da prestazione*” quotidianamente affrontano il tema in esame (rendendolo particolarmente ostico), è bene riassumere i termini di un dibattito che, *inter alia*, (i) nel corretto posizionamento dei soci rispetto agli altri portatori di interessi verso il fenomeno imprenditoriale e (ii) nella predisposizione di adeguate ed efficienti regole dei mercati, anche in ottica di sostenibilità, trova dunque la propria più chiara e attuale traduzione.

Tali termini, oggetto d’attenzione da parte dell’*accademia* e della *pratica*, parrebbero in principio riassumibili in chiave sintetica, con tutti i *caveat* del caso e forse in via eccessivamente manichea (ma auspicabilmente chiara), nella seguente contrapposizione: profitto dell’imprenditore vs interessi dei terzi.

Gli stessi, nondimeno, pur se come detto particolarmente di “*moda*”, hanno un’origine storica e concettuale complessa. Un’origine che, nel recente passato, ha trovato un’importante ricorrenza nel cinquantesimo anniversario dell’articolo di Milton Friedman comparso nel 1970 sul *New York Times*, intitolato *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, i cui “*festeggiamenti*” – compendati nella pubblicazione di una serie di contributi intesi a rendere omaggio al pensiero dell’economista<sup>14</sup> – sono caduti in un periodo in cui la stessa *Business Roundtable* statunitense (e così i CEO delle più importanti società U.S.A.) ha tentato di ampliare oltre il mero profitto, e con una certa sorpresa, i confini del c.d. *corporate purpose*.

Al di là di una rassegna più particolareggiata del tema, e di una più approfondita disamina degli aspetti di dettaglio della questione<sup>15</sup>, è opportuno soffermarsi su alcuni concetti base della materia, che tornano utili per prendere posizione nella vicenda in esame, in particolare a favore della tesi indirizzata in ogni caso a supportare *in primis* le ragioni degli azionisti, da ritenersi ad avviso di chi scrive gerarchicamente sovraordinate a quelle di altri soggetti posti a contatto con l’impresa.

Quanto precede ricordando che, peraltro, le prime ragioni (dei soci) non per forza devono essere lette in chiave di contrapposizione alle seconde, posto che, a ben vedere, soprattutto attraverso una più efficiente interlocuzione con i soggetti terzi si possono assicurare marginalità positive – e così profitti – rilevanti in capo a chi, nell’impresa, ha rischiato (parte) del proprio patrimonio. E che, ponendo ad esempio attenzione alle società settoriali, è principio già acquisito quello dell’esercizio “*saggio*” dell’impresa sottoposta a vigilanza, la cui gestione per l’appunto sana e prudente, nonché sorvegliata da un regolatore prudenziale, dovrebbe essere elemento idoneo a confermare, a monte, sia la “*tenuta*” del sistema, sia l’interesse dei soci.

Orbene, in merito – e fermo restando il richiamo al più recente approfondimento dottrinale<sup>16</sup> – va infatti preliminarmente ricordato che, quantomeno nel contesto italia-

<sup>14</sup> I contributi sono raccolti nell’ebook AA.VV., *Friedman 50 Years Later*, reperibile al seguente link del centro Promarket: <https://www.promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>.

<sup>15</sup> Utile e sempre attuale, sul punto, il richiamo a F. DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell’impresa*, Venezia, 2021.

<sup>16</sup> In merito al quale si ricordano le considerazioni offerte in occasione del XXXIV Convegno di studio su *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, qui reperibile: [https://www.youtube.com/watch?v=xi8c0D\\_A1LE](https://www.youtube.com/watch?v=xi8c0D_A1LE).

no, per espressa previsione normativa, il contratto di società, e cioè la forma collettiva dell'impresa, si presenta innanzitutto quale strumento offerto dall'ordinamento a due o più persone per l'esercizio in comune di un'attività economica al fine di dividerne gli utili. Utili che, dunque, *ab origine* sono qualificati come finalità principale dell'impresa stessa, che questa sia operante o meno su di un mercato regolamentato e/o vigilato.

Tale inquadramento normativo, anche se in parte "smussato" da altri interventi di varia natura di seguito indicati, si adatta con particolare semplicità anche alla grande società a base azionaria, ancor meglio se quotata, laddove l'interesse al valore (i.e. tornaconto) economico dell'azione risulterebbe essere il "comune denominatore" che inizialmente spinge gli investimenti degli operatori. Comune denominatore che, per di più e con riferimento ad alcune categorie specifiche di investitori, quali sono quelli istituzionali, dialoga sia con strategie di lungo termine, sia con la ricerca di un profitto immediato.

In chiave di sintesi: gli azionisti sono dunque, per definizione normativa e "d.n.a.", orientati al perseguimento di un fine economico che è una forma di remunerazione dell'investimento effettuato e del rischio (anche se patrimonialmente limitato) corso nello svolgimento dell'impresa. E ciò non dovrebbe trovare ostacoli – semmai (auspicabilmente) limitati correttivi, utili al fine di evitare utilizzi impropri dell'iniziativa privata – nella recente modifica degli articoli 9 e 41 della Costituzione<sup>17</sup>.

4. *La posizione degli amministratori: doveri fiduciari e business judgment rule.* – Il profilo in esame ha precise conseguenze anche in tema di *corporate governance* e doveri fiduciari<sup>18</sup>.

Tra i tanti argomenti di interesse, va infatti ricordato che sotto un punto di vista di governo societario, secondo le regole di riferimento, i gestori, nominati dai soci (proprietari della società) nei cui confronti intrattengono un rapporto di *agency*, scontano verso questi ultimi precisi obblighi comportamentali, preordinati a garantire il perseguimento dell'interesse sociale al netto di possibili e probabili comportamenti opportunistici, *in primis* connotati da un conflitto di interessi reso più o meno plausibile dalla nota asimmetria informativa ricorrente tra i soggetti in questione<sup>19</sup>.

Tali obblighi comportamentali, giova sottolineare, allo stato attuale ricorrono tuttavia solo con riguardo ai predetti soci, e non già verso soggetti terzi, nei cui confronti gli

---

<sup>17</sup> In relazione a tale modifica, apportata dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1, cfr. il *Dossier* del 7 febbraio 2022, qui reperibile: [http://documenti.camera.it/leg18/dossier/pdf/AC0504c.pdf?\\_1649679794587](http://documenti.camera.it/leg18/dossier/pdf/AC0504c.pdf?_1649679794587). Nonché S.A. CERRATO, *op. cit.*

<sup>18</sup> Per un ottimo inquadramento del tema cfr. R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021. Ed anche G. RIOLFO, *La "visione" europea di impresa "sostenibile": mito o realtà?*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 3, 533 ss., ove ulteriori e puntuali riferimenti dottrinali.

<sup>19</sup> Sul punto, per tutti, il preciso e lucido inquadramento di G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contratto e Impresa*, 2021, 3, 721 ss. Nonché la rassegna di M.V. ZAMMITTI, *L'impresa socialmente irresponsabile: un primo itinerario di giurisprudenza, anche in prospettiva comparata*, in *Soc.*, 2021, 8-9, 1018 ss. Di stampo internazionale si vedano invece A. OROWITZ e R. KUMAR, *How Investors are Assessing Directors on ESG Matters*, in *Harvard Business Law Forum*, 11 aprile 2022 e S. BAINBRIDGE, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending it to ESG Oversight*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 21-10*.

amministratori in questione agiscono – così come la società, per il loro tramite – necessariamente (ma esclusivamente) nel rispetto delle norme di legge, senza ulteriori doveri di natura “*fiduciaria*”.

Questa circostanza, che nella regolamentazione dei mercati non può che rivestire innegabile importanza pratica, assume particolare centralità nell’esame che si svolge, posto che conduce a disegnare, con chiarezza, i rapporti di forza intercorrenti tra gli attori in gioco, le relative dipendenze e, dunque e in virtù di queste, la necessità che gli amministratori perseguano tramite la propria azione gestoria non interessi personali (per l’appunto in conflitto) né, all’estremo opposto, estranei alla società (quali sono quelli degli *stakeholders*), bensì solo, ed esclusivamente, quelli di un ente che, ancor più se sostenibile, non potrà che giovare di ulteriore “*guadagno*”, poi (re)indirizzato ai propri soci.

Le considerazioni offerte, si chiarisce per mero scrupolo, non mirano certo a esimere gli amministratori – sempre difesi dal principio della *business judgment rule* anche in relazione al tema della sostenibilità – da una gestione rispettosa dei terzi, ma si limitano a ricordare che l’interesse sociale (comunque lo si voglia posizionare tra contrattualismo e istituzionalismo) è l’interesse che gli amministratori devono perseguire e realizzare. E ciò, ovviamente, anche “*a scapito*” – fermo restando il rispetto delle leggi, come detto – di interessi sociali (cioè indirizzati al c.d. “*bene comune*”) che tuttavia “*sociali*” (nel senso di relativi al fenomeno imprenditoriale) non sono.

Di questo la regolamentazione economica deve tenere conto, anche al fine di evitare di appesantire il *framework* normativo di ulteriori previsioni che, nel complesso, già delineano un quadro eccessivamente costoso per gli operatori.

5. *Il caso di studio: i settori vigilati.* – Anche a fronte di una impostazione favorevole allo *shareholders’ value*, è tuttavia innegabile la rilevanza pratica dei fattori ESG. Fattori che, però, non devono essere letti in chiave di antitesi verso un profitto nei cui confronti paiono in realtà porsi in funzione strumentale.

Il tema che si vuole mettere in luce – qui necessariamente per punti – è il seguente, e attiene forse a un ambito più fattuale che teorico, oltreché consapevole dell’importanza che l’opinione pubblica ricopre, a prescindere, per la buona riuscita dell’attività d’impresa:

(i) la considerazione e il rispetto di fattori di natura ambientale, sociale e di *governance*, come variamente declinati, assumono con tutta evidenza specifica importanza quale termine di riferimento per la gestione della società, traducendone il carattere sostenibile e, conseguentemente, affermandone la *compliance* di “*sistema*”;

(ii) tale sostenibilità, a sua volta adeguatamente resa nota al mercato per il tramite di strumenti di comunicazione e *disclosure*, messi a disposizione dell’ordinamento europeo (ad es. l’SFDR), assume *inter alia* un determinato valore economico, in quanto attrattiva di investimenti che, proprio nella qualità sostenibile appena menzionata, debitamente resa nota, intravedono la direttrice dei propri flussi;

(iii) i flussi in questione, come noto, sono orientati dall’ “*umore*” di investitori che, oggi anche per motivi reputazionali e generazionali, affrontano con “*spirito nuovo*” (ma, forse, meno razionale) il tema in esame;

(iv) la sostenibilità dell’impresa diviene così innanzitutto “*fattore calamita*” per gli

investimenti e, dunque e *a fortiori*, elemento chiave nella “corsa” al profitto<sup>20</sup>.

Quello che precede parrebbe dunque essere, allo stato attuale e a modesto avviso di chi scrive, un corretto sebbene necessariamente sintetico inquadramento della questione, secondo un’impostazione che non svaluti impropriamente né il tema (certamente centrale) della sostenibilità, né la posizione di chi corre il rischio di impresa e che, quindi, deve trovare adeguata forma di remunerazione del proprio investimento<sup>21</sup>.

Il legame sopra brevemente descritto vale anche a fronte dei più recenti interventi di autodisciplina che, con riferimento alle società quotate, se da un lato richiedono al consiglio di amministrazione di guidare la società perseguendone il “*successo sostenibile*”, dall’altro lato definiscono quest’ultimo come “*obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”<sup>22</sup>.

Obiettivo, quest’ultimo, senza dubbio di difficile applicazione pratica e, al netto di illuminanti previsioni statutarie a venire, forse connotato da una almeno duplice criticità: quella di “*sminuire*” le ragioni dell’azionista di breve termine, sull’assunto che solo la creazione di valore nel lungo termine sia per forza di cose l’unica a beneficio di tutti i soci; e quella di imporre, di fatto, un bilanciamento tra gli interessi dei soci e quelli di alcuni *stakeholders* (così sottovalutando il carattere eterogeneo di questa categoria, composta da soggetti portatori di posizioni magari contrapposte), secondo un’impostazione di difficile soluzione operativa nel caso in cui questi interessi risultino con tutta evidenza confliggenti<sup>23</sup>.

Un discorso a parte meritano, poi, le regole che delincono il mercato bancario, in merito alle quali va rilevata una duplice linea d’azione. L’una, di natura “*macro*” (legasi l’interesse della BCE e della Banca d’Italia per il tema in esame<sup>24</sup>); l’altra, di natura “*micro*” e consistente nella regolamentazione esterna (ad es. in tema di concessione di credito<sup>25</sup>) e interna (leggasi *corporate governance*) delle s.p.a. bancarie<sup>26</sup>.

In merito all’ultimo profilo, infatti, la Banca d’Italia ha *inter alia* aggiornato la Circolare 285 in tema di *Disposizioni di Vigilanza* in materia di governo societario; nella nuova versione del documento viene richiesto all’organo con funzione di supervisione

---

<sup>20</sup> Profitto che, si ricordi, ha per definizione ricadute positive di sistema: si pensi solo ai consumi, ai successivi (re-investimenti) e a quella tassazione attraverso la quale gli “*introiti*” privati “*contribuiscono*”, in misura rilevante, alla realizzazione di interessi della comunità.

<sup>21</sup> Questo già affrontando i costi indirizzati a individuare – al fine di minimizzarne la ricorrenza ed aumentare i conseguenti profitti – i margini di rischio legati ad ognuno dei singoli fattori ambientale, sociale e di *governance*.

<sup>22</sup> Un’analisi del tema è offerta da M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 4, 439 ss.

<sup>23</sup> Ma su questo profilo è senza dubbio utile l’inciso inteso a evidenziare la centralità, tra i tanti, degli *stakeholders* rilevanti per la società, con evidente delimitazione del raggio d’azione.

<sup>24</sup> Si pensi solo alla “*Final guide on climate-related and environmental risks for banks*” della Banca Centrale Europea e alla “*Carta degli investimenti sostenibili*” della nostra autorità centrale, datata 5 luglio 2021.

<sup>25</sup> In argomento va annoverato il lavoro EBA “*Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*” del 23 giugno 2021, e qui reperibile: <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>.

<sup>26</sup> Sul punto si vedano già le riflessioni di F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019.

strategica di definire strategie aziendali capaci di tenere in considerazione, tra l'altro, gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ESG nei processi relativi alle decisioni aziendali.

Profilo, anche questo, di non facile trattazione e in ogni caso da porre in relazione al già citato principio cardine del settore bancario, relativo alla “*sana e prudente gestione*” di un ente privato, ma dotato di innegabili ricadute di sistema<sup>27</sup>.

Le banche, si ritiene, avranno un effetto “*leva*” per la tematica della sostenibilità e della salvaguardia dei fattori ESG: non è infatti astruso pensare che solo i progetti rispettosi di tali profili divengano, in futuro, meritevoli di finanziamento, con conseguente effetto “*incentivante*” per gli operatori a dotarsi di strutture idonee e ritenute meritevoli dagli enti creditizi, nuovi “*gatekeepers*” del sistema. Il tutto, si ripete, fermo un guadagno in capo a questi ultimi, altrimenti gravati da compiti e responsabilità non proporzionati al rischio loro in capo allocato.

6. *Le possibili soluzioni tra pubblico e privato.* – Ancora oggi, e ancor più a fronte del nuovo trend sostenibile poc'anzi delineato, va dunque rimarcata l'importanza centrale sui mercati del profitto, da intendersi quale fine ultimo di un'attività di impresa di sicuro progressivamente sempre più *compliant* altresì rispetto ai principi ESG.

Come sopra anticipato, l'impresa, in particolare, dovrà infatti necessariamente essere gestita, anche al fine di una maggiore utilità economica, nel rispetto di quei determinati presidi esterni – i fattori ambientali, sociali e di *governance* – che al termine dell'analisi parrebbero dunque essere posti a difesa sia degli interessi degli *stakeholders*, sia dei *desiderata* degli azionisti e dei loro obiettivi economici, altrimenti “*puniti*” da un mercato sempre più esigente, ma in nulla incentivante, in tema di sostenibilità.

Tale tutela, tuttavia, deve ad oggi (e in futuro) essere predisposta non già attraverso formule “*nebulose*” e principi di difficile attuazione, bensì attraverso un adeguato *framework* normativo e regolamentare, capace di precisare indici di riferimento dotati di quell'elevato grado di certezza e oggettività che serve ad assicurare un altrettanto elevato grado di fiducia – e, dunque, di investimento e stabilità – nei mercati.

Come precisato in chiave accademica di recente<sup>28</sup>, il compito della regolamentazione è tutt'altro che semplice posto che le formule utilizzate da parte delle istituzioni presentano spesso “*una vaghezza tale da renderle giuridicamente pericolose o poco utili*”, essendo peraltro “*discutibile*” – e, a modesto avviso di scrive, *tout court* non corretto – “*voler attribuire alle imprese un ruolo di supplenza di regole chiare, puntuali e prescrittive che distinguano ciò che è lecito da ciò che non lo è, imponendo (...) generali (e potenzialmente sterminati) obblighi di 'comportarsi bene'*”, con concreto “*rischio (...) di avvicinarsi a una discutibile 'legislazione dell'etica'*”.

Un'adeguata e seria ripartizione di competenze, capace di travalicare i confini del *politically correct* e delle “*misure di facciata*” è, quindi, più che mai utile se rapportata al nesso intercorrente tra interesse sociale ed ESG, oltretutto necessaria a comprendere

<sup>27</sup> In argomento v. F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, 131 ss.

<sup>28</sup> In argomento cfr. M. VENTORUZZO, *Troppo responsabilità per l'impresa*, su *Lavoce.info* del 2 aprile 2021, reperibile al seguente link: <https://www.lavoce.info/archives/73308/troppo-responsabilita-per-limpresa/>.



le reali finalità che orientano l'operato di due separate categorie di attori del mercato: quelli privati, intesi a perseguire *in primis* i propri interessi (leggasi profitto), e quelli pubblici, che invece dovrebbero essere necessariamente ed esclusivamente orientati, nella materia dei mercati, a realizzare adeguate misure di verifica *ex ante* (ad es. in sede di ingresso) ed *ex post* (ad es. con meccanismi di allontanamento), volte a evitare comportamenti patologici (tipo il “*greenwashing*”) delle società a danno di chi, con queste, entra a vario titolo in contatto. Una posizione, quest'ultima, legittimamente e fieramente prudentiale e non già “*contaminata*” da possibili *revirement* strutturali o interventismi di vario genere, invece sempre più frequenti all'orizzonte, ancor più a fronte della recente ondata bellica.

In conclusione: la predisposizione di efficienti architetture di vigilanza, nonché di ottimali meccanismi risarcitori e compensativi – così come la strutturazione di adeguati assetti di *governance* e di attente politiche di remunerazione, quale presidio nei confronti di misure eccessivamente di breve termine e (anche ambientalmente) rischiose – dovranno dunque contribuire a risolvere, a monte, la problematica relativa ad un tema, quello della sostenibilità dell'agire imprenditoriale, forse per ora indebitamente riversato, in via (di fatto) esclusiva e un po' confusionale, sugli operatori privati da parte di *policy makers* pubblici. Quanto precede, nella consapevolezza che le esigenze e le aspirazioni dell'oggi, anche se estremamente nobili e condivisibili, ben potrebbero cambiare nel domani, e che fino a quando non si raggiungeranno innanzitutto indici e metriche condivisi, la materia qui discussa rimarrà connotata da un grado di incertezza tale da renderla difficilmente “*accettabile*” dagli operatori del mercato.

# UNIONE BANCARIA E DIRITTI DELL'AZIONISTA

di *Marino Perassi*

1) L'Unione Bancaria rappresenta un significativo passo in avanti sulla strada, spesso tortuosa, dell'unificazione europea, avendo realizzato in larga misura un sistema unitario di sorveglianza delle imprese bancarie operanti nell'area dell'Euro e di gestione delle eventuali crisi.

Benché il progetto non sia ancora completo, mancando al momento il c.d. terzo pilastro, cioè il meccanismo di tutela dei depositi, i primi anni di funzionamento del Meccanismo Unico di Vigilanza (MUV, o *Single Supervisory Mechanism*, SSM) e del Meccanismo Unico di Risoluzione, (MUR, o *Single Resolution Mechanism*, SRM) hanno delineato alcune linee di tendenza dell'ordinamento europeo, che inevitabilmente influiscono già oggi su aree del diritto che rimangono tendenzialmente nazionali e lo faranno ancor più in futuro.

Fra queste assume un rilievo particolare la disciplina dei diritti degli azionisti e degli altri *stakeholders* della società bancaria.

Per comprendere i termini della questione occorre premettere che il sistema dell'Unione Bancaria presenta aspetti particolari di complessità, non solo per quanto riguarda la sua architettura, ma in particolare, per quanto di interesse in questo contributo, per il sistema delle fonti multi-livello.

Il quadro complessivo della normativa di vigilanza prudenziale si compone di varie previsioni, di differente rango. Le Direttive, i Regolamenti dell'Unione Europea, i Regolamenti delegati e di attuazione (artt. 290-291 TFUE) la c.d. *soft law* dell'EBA<sup>1</sup> e il corpo normativo nazionale, di rango primario e secondario, di recepimento delle regole europee.

Un quadro ancora in fase di assestamento, in cui le competenze normative delle varie autorità coinvolte non sono del tutto chiare<sup>2</sup> e che presenta aspetti specifici nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, basta pensare al fatto che la Banca Centrale Europea, istituzione dell'Unione Europea, può utilizzare direttamente il diritto nazionale di recepimento delle regole europee per i propri interventi di supervisione, seguendo le linee interpretative formatesi a livello di giurisprudenza nazionale su quelle stesse norme<sup>3</sup>.

L'incrocio fra norme sovranazionale e interne, con le relative competenze giurisdizionali, rappresenta un elemento da tenere nella massima considerazione nell'analisi

---

<sup>1</sup> S. CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 81, 2016, 35 e ss.

<sup>2</sup> M. LAMANDINI-D. RAMOS MUNOZ, *EU financial law*, 2016, 194; M. PERASSI, *The new pillars of the EU financial architecture and the Single Supervisory Mechanism*, in *The World Bank legal review*, Vol. 7, Washington D.C., 2016, 271.

<sup>3</sup> Regolamento (UE), n. 104/2013 del 15 ottobre 2013, istitutivo del Meccanismo Unico di Vigilanza – MUV; art. 4, par. 3, c.d. Regolamento SSM; R. D'AMBROSIO, *The application of national law by the ECB*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 88, aprile 2020, 129.

del quadro di riferimento da utilizzare per delineare correttamente la posizione dei soggetti portatori di posizioni giuridiche legate all'attività dell'impresa bancaria.

I primi orientamenti giurisprudenziali, sia europei che domestici, non forniscono ancora indicazioni certe, ma sicuramente offrono spunti importanti che portano talvolta a risultati sorprendenti dell'analisi.

2) A questo riguardo occorre ricordare che tali orientamenti possono essere il prodotto di diversi organi chiamati a rendere giustizia nel complesso delle funzioni dell'Unione Bancaria.

Le corti nazionali e quella europea intervengono sui provvedimenti rispettivamente nazionali o adottati da autorità europee, senza dimenticare il caso, sempre più frequente del rinvio pregiudiziale dalle prime alla Corte di Giustizia ex art. 267 TFUE.

A fianco del sistema giurisdizionale troviamo, per gli atti delle tre Autorità Europee (EBA; EIOPA; ESMA) della BCE e del *Single Resolution Board* – SRB un sistema di giustizia amministrativa che anche la dottrina più autorevole ha difficoltà ad inquadrare e che sfugge alla collocazione in una categoria tradizionale, ma che assicura una funzione importantissima nel sistema di controllo giurisdizionale nell'architettura finanziaria europea<sup>4</sup>.

Gli atti dell'EBA, dell'EIOPA e dell'ESMA possono essere sottoposti all'esame della Commissione di ricorso (*Board of Appeal*)<sup>5</sup>, che ha una funzione aggiudicatoria, può confermare la decisione dell'Autorità, ovvero può rinviarla all'organo che ha emesso la decisione medesima; quest'ultimo è tenuto ad uniformarsi al dettato del *Board*. Le decisioni dello stesso *Board* e gli atti delle Autorità che non possono essere sottoposte al suo vaglio sono appellabili avanti il sistema di giustizia europeo. È da notare che autorevoli opinioni considerano il previo esperimento della procedura avanti il *Board* come requisito di procedibilità per poter adire la giustizia europea<sup>6</sup>.

Meccanismo analogo è previsto per il riesame degli atti del Comitato nell'ambito del Meccanismo Unico di Risoluzione (MUR); in questo caso troviamo la Commissione per i ricorsi (*Appeal panel*), con funzioni analoghe al citato *Board*<sup>7</sup>.

Diverso il funzionamento della Commissione amministrativa del riesame (*Administrative board of review* – ABOR) istituita presso la BCE<sup>8</sup>. Questo organo non ha funzioni di giustizia vera e propria, in quanto si limita a fornire un parere al Consiglio di vigilanza, che è tenuto a tenerne conto per produrre una proposta di decisione da sotto-

---

<sup>4</sup> S. CASSESE, *A European administrative justice?*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 84, 2018, 11 e ss.

<sup>5</sup> Cfr. il Regolamento istitutivo dell'European Banking Authority, – EBA, Regolamento (UE), n. 1093/2010 del 24 novembre 2010, art. 58.

<sup>6</sup> W. BLAIR-G. CHENG, *The role of judicial review in the EU's financial architecture and the development of alternative remedies: The experience of the Board of Appeal of the European Supervisory Authorities*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 84, cit., 24.

<sup>7</sup> Cfr. Regolamento (UE) n. 806/2014 del 15 luglio 2014, art. 85; Regolamento MUR, detto anche Regolamento SRM. Sull'argomento: L. SILVA MORAIS-L. TOMÉ FETEIRA, *Judicial Review and the Banking Resolution regime. The evolving landscape and future prospects*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 84, cit., 53 e ss.

<sup>8</sup> Regolamento (UE), n. 104/2013 del 15 ottobre 2013, istitutivo del Meccanismo Unico di Vigilanza – MUV;(c.d. Regolamento SSM) art. 24.

porre al Consiglio direttivo della BCE, al fine della sua approvazione. Si tratta, secondo l'orientamento del Tribunale dell'Unione Europea, confermato dalla Corte di Giustizia<sup>9</sup>, non di una forma alternativa di giustizia, ma di un completamento del procedimento amministrativo che conduce ad una decisione basata anche sul suo parere, un parere che diviene parte del procedimento.

Il ricorso all'*ABOR* non riveste carattere pregiudiziale rispetto al ricorso avanti la giustizia europea. Una revisione amministrativa meno intensa di quella prevista per le altre Autorità, ma che è accomunata al sistema sopra citato dalla piena autonomia dell'organo e dalla scelta dei membri del collegio, individuati fra esperti autorevoli nella materia<sup>10</sup>.

Nell'affrontare il tema della posizione dell'azionista nel complesso quadro europeo, è indispensabile, come vedremo più avanti, tenere conto degli orientamenti complessivi di tutti gli organismi di giustizia.

3) Un punto fermo in tema di tutela giurisdizionale in un quadro di riferimento così articolato è comunque già individuabile proprio con riferimento alla posizione dell'azionista bancario.

Il meccanismo di vigilanza unico prevede, nell'ipotesi di acquisizione di partecipazioni rilevanti in società bancarie, un procedimento amministrativo complesso di valutazione dell'operazione, al fine del rilascio della necessaria autorizzazione (art. 15 del Regolamento SSM e art. 19 TUB). Un procedimento che coinvolge l'autorità nazionale e la BCE, cui spetta il potere di emanare l'atto finale.

In un *leading case* rimesso dal Consiglio di Stato ex art. 267 TFUE, la Corte di Giustizia Europea<sup>11</sup> ha stabilito che solo il giudice europeo è competente a decidere sulla validità degli atti emanati dalla BCE, anche se su proposta di una autorità nazionale, tanto che sarà lo stesso giudice europeo a giudicare, in via incidentale, eventuali vizi della fase nazionale, che abbiano colpito gli atti preparatori del provvedimento finale della BCE. È quindi precluso il ricorso autonomo al giudice nazionale per far valere tali vizi.

Il principio di concentrazione della tutela giurisdizionale presso il giudice europeo è stato condiviso dal Consiglio di Stato e dalla Corte di Cassazione a Sezioni Unite<sup>12</sup> e successivamente confermato dalla Corte Europea in un altro caso, relativo ad un proce-

<sup>9</sup> Tribunale dell'Unione Europea, sentenza del 16 maggio 2017, caso T-122/15. Per un commento alla sentenza del Tribunale: R. D'AMBROSIO M. LAMANDINI, *La «prima volta» del Tribunale dell'Unione Europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 594. Cfr. Sull'intera vicenda: S. MONTEMAGGI, *Judgments of the General Court and of the ECJ on the Landeskreditbank*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 88, cit., 217 e ss.

<sup>10</sup> Sul tema: S. CASSESE, *op. cit.* 12; R. SMITS, *Interplay of administrative review and judicial protection in European prudential supervision. Some issues and concerns*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 84, cit., 31 e ss.

<sup>11</sup> Corte di Giustizia Europea, 19 dicembre 2018, caso C-219/17, per un commento: E. MANCINI, in *The role of the CJEU in shaping the Banking Union: notes on Tercas (T-98/16) and Fininvest (C-219/17)*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 85, maggio 2019, 93 e ss.

<sup>12</sup> Cons. Stato, sez. VI, 3 maggio 2019, n. 2890; Cass. civ. Sez. Unite, 20 aprile 2021, n. 1355, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 4, 1 luglio 2021, 493, con nota di S. DEL GATTO.

dimento complesso nell'ambito del meccanismo unico di risoluzione<sup>13</sup>.

La Cassazione ha seguito in pieno l'orientamento dei giudici europei, ribadendo l'unicità del controllo giurisdizionale sui procedimenti della BCE adottati al termine di procedimenti composti, in cui la parte iniziale, istruttoria, è svolta da autorità nazionali, con atti endoprocedimentali, non in grado di incidere direttamente sulle posizioni giuridiche dei destinatari, interessati solo dalla misura finale della stessa BCE.

Non si tratta di un aspetto meramente processuale, ma è un passo in avanti verso l'effettività della tutela, garantita dallo stesso giudice, secondo principi uniformi; un valore aggiunto alla certezza dei rapporti giuridici regolati dall'Unione Bancaria in un settore così delicato come il trasferimento delle partecipazioni in società bancarie.

4) Fatte queste doverose precisazioni, il punto di partenza dell'analisi si colloca in uno dei principi fondamentali dell'Unione Bancaria, secondo cui a fronte della crisi irreversibile di un intermediario bancario l'intervento risanatore va effettuato utilizzando risorse proprie, evitando o comunque minimizzando l'intervento a carico delle finanze pubbliche.

Si tratta del meccanismo del c.d. *bail-in*, con la fine, in linea generale, del c.d. *bail-out*.

La piena responsabilità dei titolari di quote di capitale sociale per le passività della società non è certo una novità, anche nell'ambito dell'esercizio di attività sottoposta a controllo pubblico, quale è l'esercizio del credito<sup>14</sup>.

Ciò che rileva nell'ambito del quadro normativo dell'Unione Bancaria è l'assoggettamento dell'azionista alle decisioni delle autorità di supervisione, con la forte compressione dei diritti corporativi, in quanto i loro titolari si vedono esposti alle decisioni prese dalle autorità competenti per fini di stabilità del singolo intermediario e del sistema finanziario nel suo complesso, che vengono considerate del tutto prevalenti rispetto alle tradizionali prerogative dell'azionista.

Nella fase di formazione delle regole sull'Unione Bancaria alcune decisioni delle corti sovranazionali (sia la Corte dei Diritti dell'Uomo, sia la Corte di Giustizia Europea<sup>15</sup>) hanno sancito con chiarezza questa regola, poi codificata nella normativa ed applicata costantemente in questi ultimi anni, i primi di funzionamento concreto dell'Unione Bancaria.

Per verificare sul terreno concreto ed attuale come opera questo principio, può essere

---

<sup>13</sup> Corte di Giustizia Europea, 3 dicembre 2019, caso C-414/18; cfr. M. COSSA-E. MANCINI; in *Law and practice of the Banking Union and of its governing institutions (Cases and Materials)*, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 88, cit., 423 e ss.

<sup>14</sup> Su questo tema: F. GALLARATI, *La tutela dei diritti degli azionisti e creditori nell'Unione bancaria, tra corti europee e Corti costituzionali nazionali*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, n. 4/2018, 1159 e ss.; C. BRESCIA MORRA, *Gli azionisti delle banche hanno ancora diritti soggettivi nell'era del bail-in?*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria: studi in onore di G. Visentini*, Luiss University press., 2020, 59 e ss.; EAD., *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2016, 279 e ss.

<sup>15</sup> Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, sez. IV, 10 luglio 2012, caso n. 34940/10, *Dennis GRAINGER and others against the United Kingdom*; Corte di Giustizia Europea, Grande Sezione, 19 luglio 2016, caso C-526/14 e Corte di Giustizia Europea, Grande Sezione, 8 novembre 2016, caso C-41/15. Sulla relazione fra diritti di proprietà e principi del c.d. *bail-in* M. LAMANDINI-D. MUNOZ RAMOS, *Minimum Requirement for Own Capital and Eligible Liabilities*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 88, cit., 371 e ss.

utile verificare separatamente gli aspetti rilevanti di vigilanza e di gestione delle crisi bancaria, oggetto, rispettivamente, del primo e del secondo pilastro dell'Unione Bancaria.

Nell'area della vigilanza prudenziale l'esempio più recente è rappresentato dalle determinazioni assunte dalla Banca Centrale Europea in materia di dividendi pagabili dalle banche nella fase pandemica che ha colpito l'intera Europa.

Al fine di incrementare la capacità delle banche di assorbire eventuali perdite causate dall'emergenza sanitaria e di assicurare un flusso adeguato di credito all'economia reale, sia alle famiglie che alle imprese, la BCE ha adottato una serie di Raccomandazioni che hanno in un primo tempo sospeso la distribuzione di utili, per permetterte poi la loro corresponsione in forma parziale, sino al definitivo sblocco dei limiti, pur con l'auspicio di una politica di bilancio prudente, specie per quanto riguarda la valutazione del rischio di credito<sup>16</sup>. Una strategia prudenziale adottata in modo ampio, anche al di là del settore creditizio, nel più esteso ambito della finanza, in linea con la raccomandazione adottata in ambito macroprudenziale dal *European Systemic Risk Board* – ESRB<sup>17</sup>.

Tali Raccomandazioni hanno operato secondo il meccanismo tipico dell'Unione Bancaria, essendo dirette alle banche significative, sottoposte alla vigilanza BCE, ed alle Autorità di Vigilanza Nazionali, affinché queste provvedessero in modo analogo per le banche meno significative<sup>18</sup>.

Al di là della assoluta eccezionalità della situazione economica e sociale legata alla pandemia, è evidente che la contrazione dei diritti patrimoniali dell'azionista è considerata come strumentale al mantenimento della solidità patrimoniale della banca, assicurando al contempo una adeguata disponibilità di risorse per sostenere l'economia in momenti così difficili. Ci troviamo in presenza di una evidente postergazione degli interessi dei soci rispetto alle finalità di pubblico interesse sottese alla supervisione bancaria.

Il tutto, si noti, con provvedimenti di per sé formalmente non vincolanti, trattandosi di Raccomandazioni, cioè *soft law*; norme non coercitive che hanno trovato comunque piena adesione ed applicazione nel sistema<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Raccomandazioni della Banca Centrale Europea del 27 marzo 2020 (ECB/2020/19); del 27 luglio 2020 (ECB/2020/35 e del 15 dicembre 2020 (ECB/2020/62). Per la fine delle restrizioni a decorrere dal 30 settembre 2021 cfr. Banca Centrale Europea, press release del 23 luglio 2021 ([www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu)). Sul tema: G. SANDRELLI, *La raccomandazione della Banca Centrale Europea sulla distribuzione di utili da parte degli enti creditizi*, in *Rivista delle società*, fasc. 2, giugno 2020, 506; C. FRIGENI – A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Emergenza pandemica e restrizioni alle distribuzioni a favore degli azionisti: spunti in tema di corporate purpose*, in *Rivista delle Società*, fasc. 2, giugno 2020, 482.

<sup>17</sup> European Systemic Risk Board, Recommendation of 27 May 2020, on restriction of distributions during the COVID-19 pandemic (ESRB/2020/7).

<sup>18</sup> Per l'Italia cfr. da ultimo il comunicato stampa della Banca d'Italia del 23 luglio 2021 (<https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-02/cs-2021.07.27-politiche-dividendi-remunerazioni-variabili.pdf>).

<sup>19</sup> La *soft law*, nelle sue varie declinazioni, è ampiamente utilizzata nei settori regolati ed in particolare nella disciplina dell'Unione Bancaria. Anche in questo caso viene dalla giurisprudenza un contributo fondamentale alla definizione del quadro di tutele che l'ordinamento assicura nei confronti di atti basati su regole di *soft law*. La Corte di Giustizia ha recentemente ribadito la non ricorribilità in via diretta degli atti di orientamento dell'EBA, in quanto privi di effetti vincolanti diretti, poiché la loro concreta messa in atto passa attraverso provvedimenti attuativi delle autorità nazionali. Ciò non significa che i medesimi atti di *soft law* siano sottratti al controllo giurisdizionale, in quanto è sempre esperibile la rimessione alla Corte, ex art. 267 TFUE, da parte del giudice nazionale al fine di ottenere una pronuncia pregiudiziale sulla conformità di tali atti ai principi del diritto europeo che ne disciplinano l'adozione. Corte di Giustizia Europea, 15 luglio 2021, caso C-911/19, di particolare interesse anche il parere reso dall'Avvocato Generale Bobek nello stes-

5) Rientra nel più ampio contesto della prevalenza del principio della solidità patrimoniale la lunga vicenda della riforma della normativa sulle banche popolari.

La riforma del 2015 obbligava le popolari di maggiori dimensioni a trasformarsi in società azionarie<sup>20</sup>; per effetto di tale trasformazione i soci in dissenso dall'operazione avevano diritto di recesso, secondo la regola generale codicistica. Recesso significa conseguente rimborso del valore delle azioni detenute, con riduzione del capitale, un'operazione potenzialmente in grado di incidere sui requisiti patrimoniali della banca, mettendo a rischio il rispetto dei livelli minimi di patrimonializzazione.

Da qui la scelta della normativa europea<sup>21</sup> di prevedere la possibilità di differire nel tempo, anche senza limiti, e di limitare in tutto o in parte il rimborso; una scelta legislativa di evidente impatto su un diritto fondamentale dell'azionista<sup>22</sup>, tanto da indurre il Consiglio di Stato a sollevare dubbi di legittimità costituzionale e di conformità a principi fondamentali dei Trattati Europei.

Sia la Corte Costituzionale, sia la Corte di Giustizia europea hanno chiarito la legittimità delle scelte del legislatore, superando i dubbi dei giudici amministrativi, secondo cui la limitazione dei diritti del socio avrebbe generato una compressione dell'aspetto patrimoniale legato alla partecipazione azionaria, una sorta di ingiustificato esproprio<sup>23</sup>.

Le corti hanno sancito il principio della prevalenza della normativa prudenziale sulla *corporate law* e la Corte Costituzionale ha ribadito in modo chiaro che il legislatore nazionale è tenuto ad implementare le regole europee prevalenti rispetto alle regole nazionali<sup>24</sup>.

La cessione di sovranità realizzatasi con la creazione dell'Unione Bancaria non si è quindi limitata alla messa in atto di un sistema amministrativo di vigilanza, in cui autorità di regolazione e di supervisione esercitano le loro funzioni al fine di assicurare la vigilanza prudenziale uniforme nell'area dell'Euro, ma si genera un effetto ulteriore,

so procedimento, in data 15 aprile 2021. Sull'argomento N. DE ARRIBA-SELLIER, *Upholding Romano, eroding Meroni: the ruling of the Court of Justice in FBF*, in *EU LAW LIVE*, 20 luglio 2021; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, *EBI Working Paper Series*, n. 106, 19 novembre 2021; M. DE BELLIS, *Soft law, agenzie europee e controllo giurisdizionale: le contraddizioni del caso FBF*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 3, 2022.

<sup>20</sup> Testo Unico Bancario, art. 29, co. 2 *ter*, nel testo inserito dal d.l. 24 gennaio 2015, come convertito con legge 24 marzo 2015, n. 33.

<sup>21</sup> Regolamento (EU) n. 575/2013 del 26 giugno 2013, artt. 29, par. 2, lett. b) e 78; Regolamento Delegato (UE) n. 241/2014 del 7 gennaio 2014, art. 10.

<sup>22</sup> Sul tema M. SAGLIOCCA, *Il "nuovo" diritto di recesso nella trasformazione di banche popolari in società azionarie*, in *Rivista del Notariato*, n. 5/2015, 939 e ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio generale di stabilità del sistema finanziario (nazionale e) della zona euro. La prima volta della Corte costituzionale (a proposito di trasformazione e recesso dalle banche popolari)*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, n. 4, parte II, 857; M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà Azionaria*, in *Rivista delle Società*, fasc. 6, 2016, 991 e ss.

<sup>23</sup> Aderendo a quanto deciso dalla Corte Costituzionale e dalla Corte di Giustizia, il Consiglio di Stato (sez. VI, n. 4169/2021 del 31 maggio 2021), ha respinto tutti i ricorsi presentati contro gli atti normativi secondari, emanati dalla Banca d'Italia in attuazione della riforma.

<sup>24</sup> Corte di Giustizia Europea, 16 luglio 2020, caso C-686/18; Corte Costituzionale. Sentenza n. 99/2018 *cit.*, punto 5.2.4: *Per un verso si deve osservare che l'effetto vincolante delle previsioni regolamentari europee in tema di rimborso delle azioni si realizza nello stabilire che gli ordinamenti degli Stati membri devono attribuire alle banche la capacità sia di limitare che di rinviare il rimborso, come condizione perché gli strumenti di capitale delle banche possano essere computati nel capitale primario di classe 1 ai fini del rispetto dei requisiti del patrimonio di vigilanza. Sicché, per consentire agli enti creditizi di rispettare i requisiti prudenziali, il legislatore nazionale era tenuto ad adottare disposizioni attributive alle banche stesse del potere di limitare il rimborso previsto dalla normativa europea.*

che ripropone e ribadisce in modo evidente la supremazia del diritto europeo e la regola della stabilità degli intermediari creditizi.

Non è un processo senza garanzie.

La Corte Europea che si è espressa nel caso citato della riforma delle banche popolari ha ribadito che le compressioni del diritto di proprietà sono ammissibili *purché tali limitazioni siano previste dalla legge, rispettino il contenuto essenziale di tali diritti e libertà e, nel rispetto del principio di proporzionalità, siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui*, con riferimento all'art. 52, par. 1 della Carta dei Diritti fondamentali dell'Unione Europea<sup>25</sup>.

I diritti dell'azionista trovano per questa ragione una forma di tutela nelle regole e nei principi che guidano l'azione delle autorità europee e nazionali componenti il meccanismo unico di vigilanza (SSM).

6) Se gli orientamenti giurisprudenziali appena visti nel primo pilastro dell'Unione Bancaria, la vigilanza unica prudenziale, delineano con una certa chiarezza la posizione dell'azionista, altrettanto ancora non si può dire con riferimento al quadro di riferimento relativo, in generale, al secondo pilastro, il Meccanismo Unico di Risoluzione (il c.d. SRM), ideato per gestire le crisi.

Un pilastro costruito su un presupposto fondamentale: la separazione fra vigilanza prudenziale ed interventi sulle banche in crisi, con l'assegnazione delle relative funzioni a distinte autorità; di fronte ad una situazione di dissesto o di rischio di dissesto l'autorità di vigilanza si limita ad accertare tale stato; gli interventi successivi sono di competenza dell'autorità di risoluzione.

Si realizza in questo modo un pieno distacco della attività di gestione delle crisi di intermediari creditizi dalla vigilanza prudenziale.

Due autorità coinvolte nel procedimento, con due distinti provvedimenti, astrattamente sottoponibili entrambi al controllo giurisdizionale che spetta al giudice europeo qualora l'istituto di credito in crisi sia sottoposto alla vigilanza BCE ed alla supervisione diretta del Single Resolution Board (SRB<sup>26</sup>), ovvero a quello nazionale, se si tratta di banche di dimensioni minori, sottoposte alla vigilanza domestica<sup>27</sup>.

Il quadro è reso più complesso dalla lacuna ancora presente nel sistema, che ha armonizzato le due fasi sopra ricordate, disciplinando in dettaglio i casi di dichiarazione di dissesto o rischio di dissesto ed i meccanismi di risoluzione delle banche, ma nulla ha previsto per il caso in cui un istituto non venga sottoposto a risoluzione e si debba passare alla liquidazione dell'ente, secondo regole del tutto nazionali e non armonizzate<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> Corte di Giustizia Europea, 16 luglio 2020, caso C-686/18, cit.; parr. 86 e 96. Sul ruolo essenziale delle garanzie difensive nei procedimenti di salvataggio o risoluzione di banche in crisi: Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, sez. II, 14 settembre 2021, casi 49969/14, 20530/16 e 4713/17, *Pintar and Others v. Slovenia*.

<sup>26</sup> Il Comitato di Risoluzione Unico. Regolamento (UE) n. 806/2014 del 15 luglio 2014, cit., art. 42 e ss. Sul tema M. DI PIETROPAOLO, *Meccanismo di risoluzione unico*, in *Enc. del dir.*, Annali IX, 570.

<sup>27</sup> È il caso dei provvedimenti di risoluzione assunti dalla Banca d'Italia in qualità di Unità di Risoluzione per l'Italia; D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180, art. 3.

<sup>28</sup> Per il nostro ordinamento si tratta della liquidazione coatta amministrativa, art. 80 e ss. TUB. Sulla



Per comprendere i margini di incertezza che ancora sussistono in ordine alla posizione del titolare di partecipazioni bancarie nel caso di crisi occorre tenere in considerazione alcuni elementi fondamentali: la possibile sovrapposizione fra tutele giurisdizionali europee e nazionali nel caso di liquidazione della banca, la scarsa chiarezza sulla possibilità di accesso agli atti delle autorità europee e la regola per cui i provvedimenti di risoluzione, assunti dal SRB o dalle autorità nazionali sono tendenzialmente sottratti al vaglio di legittimità in sede cautelare, rimanendo pienamente esperibile l'azione per risarcimento danni<sup>29</sup>.

La logica di questa scelta legislativa deriva strettamente dalla necessità di assicurare speditezza e certezza ai rapporti giuridici derivanti dal procedimento di risoluzione delle banche in crisi, che richiede tempi di esecuzioni molto stretti, tendenzialmente nel corso di un fine settimana, con gli sportelli bancari chiusi, per assicurare continuità alle funzioni essenziali creditizie e monetarie dell'ente in dissesto. In questo contesto la posizione dell'azionista risulta fortemente compressa dal punto di vista dei diritti corporativi, in quanto la sorte della società bancaria è nelle mani dell'autorità di risoluzione, che può decidere di azzerare il valore della partecipazione per ripianare le perdite senza l'assenso assembleare<sup>30</sup>. Rimane invece la possibilità di esperire azioni di risarcimento del danno patrimoniale, da esercitarsi separatamente, nei confronti dell'autorità che ha assunto il provvedimento di risoluzione.

A rafforzare la protezione del processo di risoluzione è intervenuta una recente decisione della Corte di Giustizia Europea<sup>31</sup> che ha sancito la non impugnabilità del provvedimento della BCE che dichiara *failing or likely to fail* di una banca sottoposta alla sua vigilanza in quanto si tratterebbe di un atto di carattere preparatorio del successivo provvedimento con cui il SRB può disporre o negare la risoluzione della banca in discorso, basandosi sull'accertamento della BCE. Eventuali profili di illegittimità dell'accertamento verrebbero perciò valutati in sede di vaglio giurisdizionale del provvedimento del SRB.

Qualora l'SRB negasse la ricorrenza dei presupposti per la risoluzione, ad esempio per la carenza del pubblico interesse, scatterebbe il meccanismo nazionale di liquidazione, secondo regole non armonizzate, visto lo stato di dissesto dichiarato dalla vigilanza europea. In questa ipotesi, secondo il recente orientamento della Corte di Giustizia, gli azionisti dell'ente creditizio in crisi sono carenti di legittimazione attiva ad agire per ottenere l'annullamento del provvedimento negativo del SRB<sup>32</sup>, una limitazione all'iniziativa giurisdizionale del socio che la corte europea ha ribadito in altre occasioni (cfr. *infra*, par. 8).

---

grave lacuna relativa alla mancata armonizzazione europea in questo settore: Banca d'Italia, *The crisis management framework for banks in the EU. How can we deal with the crisis of small and medium-sized banks?*, maggio 2021. Il tema è oggetto di studio da parte dell'Unidroit: <https://www.unidroit.org/work-in-progress/bank-insolvency/>

<sup>29</sup> Direttiva n. 2014/59 (UE) del 15 maggio 2014 sul risanamento e risoluzione degli enti creditizi; art. 85.4. Nel nostro ordinamento D.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, art. 95, co. 2. Sul punto M. PERASSI, *SSM e SRM, due sistemi a confronto*, in V. TROIANO-G.M. UDA (a cura di), *La gestione delle crisi bancarie*, Milano, 2018, 128-137.

<sup>30</sup> Per la normativa italiana, in attuazione dei principi europei: cfr. art. 27 e ss. del D.lgs. n. 180/2015.

<sup>31</sup> Corte di Giustizia Europea, 6 maggio 2021, casi C-551/19 e C-552/19, con riferimento all'art. 18(1) Regolamento SRM; cfr. il primo commento di B. BUDINSKA, in *EU law live*, 10 maggio 2021.

<sup>32</sup> Corte di Giustizia Europea, 24 febbraio 2022, caso C-364/20 P.

Non è questa la sede per discutere della effettività della tutela assicurata da un simile sistema, ma emerge con chiarezza che la protezione dei diritti degli azionisti viene spostata nettamente sull'eventuale piano risarcitorio successivo all'adozione ed alla esecutività dei provvedimenti adottati dalle autorità europee.

Anche a livello nazionale l'orientamento della giurisprudenza amministrativa, formatosi sui ricorsi relativi agli atti di risoluzione adottati dalla Banca d'Italia per istituti di credito sottoposti alla sua vigilanza diretta<sup>33</sup>, riconosce all'autorità di risoluzione, in questo caso ovviamente nazionale, la discrezionalità tecnica nell'assumere le determinazioni a riguardo, definendo la logica del vaglio del giudice amministrativo e garantendo all'autorità lo spazio di intervento necessario per affrontare situazioni di crisi.

7) Per quanto riguarda il diritto di accesso agli atti delle autorità europee da parte di titolari di partecipazioni bancarie occorre al momento registrare un certo livello di incertezza. Come dimostra il caso del diniego opposto dalla BCE all'istanza di accesso da parte di un azionista alla documentazione relativa ad una amministrazione straordinaria gestita in Italia dall'istituzione europea secondo le regole del TUB (artt. 70 e ss.), il Tribunale dell'Unione Europea, dopo un primo provvedimento favorevole all'accesso, ancora non ha ancora deciso in modo definitivo la questione<sup>34</sup>. Analoga posizione restrittiva è stata seguita dal SRB nei confronti delle istanze di accesso relative a procedure di risoluzione, posizione poi rivista nel senso di una maggiore apertura per effetto delle decisioni del *Appeal Panel*, l'organo di giustizia speciale che, come accennato in apertura di questo lavoro, contribuisce in modo significativo a delineare il quadro normativo di riferimento<sup>35</sup>.

In prospettiva ci si può attendere un atteggiamento di progressivo favore all'accesso da parte delle autorità europee, in considerazione dell'orientamento generale assunto dalla Corte di Giustizia nell'interpretazione delle norme sul diritto di accesso ai procedimenti amministrativi condotti in materia di supervisione; un orientamento piuttosto favorevole alla trasparenza, con un'opportuna applicazione del principio di bilanciamento fra i diversi interessi in gioco, da un lato l'accesso agli atti, dall'altro le esigenze di segretezza e riservatezza necessarie per l'azione di vigilanza<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Carichi, Cassa di Risparmio di Ferrara, in <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/attivita-vigilanza/index.html>. Il Consiglio di Stato si è pronunciato più volte sulla legittimità dei provvedimenti di risoluzione adottati dalla Banca d'Italia quale autorità di risoluzione per l'Italia: Cons. Stato, sez. VI, n. 550/2019 del 22 gennaio 2019; Cons. Stato, sez. VI, n. 582/2019 del 24 gennaio 2019; Cons. Stato, sez. VI, n. 5991/2020 del 9 ottobre 2020. Su questo contenzioso: S. CICHINELLI, *Soci e creditori nella crisi dell'impresa bancaria, riflessioni dalla giurisprudenza amministrativa*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3/2020, 464 e ss.

<sup>34</sup> Tribunale dell'Unione Europea, 25 giugno 2020, causa T-552/19, in relazione alla amministrazione straordinaria della banca Carige; il caso è ancora pendente. Sull'argomento D. SARMIENTO, *Confidentiality and access to documents in the banking union*, in C. ZILIOLI-K.-P. WOJCIK (a cura di), *Judicial review in the European banking union*, UK-USA, 2021, 176 e F. GUARRACINO, *Accesso ai documenti di vigilanza e legittimazione democratica delle Istituzioni europee: il caso Malacalza investimenti*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 4/2020, 145 e ss.

<sup>35</sup> Cfr. *supra*, par. 2. Sulle decisioni dell'*Appeal Panel*, D. SARMIENTO, *op. cit.*, 179.

<sup>36</sup> Il caso più esemplificativo è: Corte di Giustizia Europea, 13 settembre 2018, caso C-594/16.

8) Nel contesto europeo ancora manca la serie consolidata di principi che si possono trovare negli ordinamenti nazionali, frutto dell'elaborazione giurisprudenziale. Per questa ragione è importante seguire l'evoluzione del contenzioso, cercando di comprendere gli effetti sostanziali dei primi orientamenti, al di là delle questioni meramente procedurali.

Ancora una volta l'area delle crisi bancarie offre spunti di grande interesse. Un caso recente<sup>37</sup> permette di testare nel concreto l'applicazione di alcune regole dell'ordinamento europeo e dell'Unione Bancaria, che abbiamo in gran parte già visto: la prevalenza delle regole prudenziali nell'ambito del diritto delle società, l'incrocio e la sovrapposizione delle tutele offerte dagli ordinamenti nazionali e da quello europeo nei casi di liquidazione di un ente creditizio, i limiti di legittimazione ad agire derivanti dall'interpretazione dell'art. 263 TFUE, relativo all'azione di annullamento di atti delle istituzioni europee.

Si tratta di una situazione esemplare, in cui la licenza bancaria è stata ritirata dalla BCE, competente in via esclusiva a farlo, su istanza della autorità di vigilanza del luogo di incorporazione della società, la Lettonia. A seguito dell'atto di ritiro l'autorità giudiziaria competente lettone ha dichiarato lo stato di liquidazione della società bancaria, ormai priva della necessaria autorizzazione ad esercitare tale attività riservata.

Al di là di alcune complesse vicende processuali concernenti la legittimazione attiva a portare avanti l'impugnazione in capo ai rappresentanti della società in liquidazione, rileva in questa sede la divergenza di opinioni del Tribunale di Lussemburgo e della Corte in sede di impugnazione sull'interesse ad agire degli azionisti, alla luce della regola discendente dal citato art. 263 TFUE, che richiede una diretta lesione delle posizioni giuridiche dei destinatari.

Il Tribunale si mostra favorevole a riconoscere la legittimazione attiva dei soci ricorrenti<sup>38</sup> e tiene in considerazione il fatto che la cessazione dell'attività bancaria ha effetto sul ritorno economico dell'investimento azionario, l'aspetto patrimoniale legato alla partecipazione societaria, e il ritiro della licenza con l'inevitabile liquidazione della società priva i soci stessi di ogni potere decisionale, colpendo i loro diritti corporativi.

La Corte, in sede di impugnazione, segue una linea diversa. Gli azionisti sarebbero privi di legittimazione ad agire in quanto l'effetto diretto sulle loro posizioni deriva dalla decisione finale della magistratura lettone, non dal provvedimento BCE, che ne è

---

<sup>37</sup> Tribunale dell'Unione Europea, ordinanza del 12 settembre 2017, caso T-247/16, in appello Corte di Giustizia Europea, Grande Sezione, 5 novembre 2019, cause riunite C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P. Sulla vicenda: G. MARAFIOTI, *The Trasta Komerbanka cases: withdrawals of banking licences and locus standi*, in C. ZILIOLI-K.-P. WOJCIK, *Judicial review in the European banking union*, cit., 525; E. MANCINI, *Case-study: challenging an ECB's bank's licence withdrawal by a bank and its shareholders. Who can act?*, in *Law and practice of the Banking Union and of its governing institutions (Cases and Materials), Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 88, cit., 483 e ss.

<sup>38</sup> Occorre notare che in una diversa vicenda processuale il Tribunale ha riconosciuto l'interesse e la legittimazione ad agire a titolari di obbligazioni emessa da una banca in sede di ricapitalizzazione precauzionale, il cui valore era stato sacrificato nel contesto dell'operazione: Tribunale dell'unione Europea, 24 febbraio 2021, nella causa T-161/18; il principio sottostante al nuovo quadro europeo sulle crisi bancarie, che si basa sulla sopportazione delle perdite non solo da parte degli azionisti, ma anche dei creditori, nella forma di portatori di obbligazioni dovrebbe indurre questi ultimi ad esercitare una attenta verifica delle condizioni finanziarie della banca, in aggiunta a quanto ci si attende venga fatto dagli azionisti, cfr. recentemente A. SMOLENSKA, *EU Bank Regulation after the great financial crisis*, in A. DRACH-Y. CASSIS, *Financial deregulation*, Oxford University Press, 2021, 169.

un mero presupposto; un ragionamento formalistico, ma fondato sulla sovrapposizione delle competenze giurisdizionali dell'Unione Bancaria.

Così vi sarebbero conseguenze economiche per effetto della decisione BCE di ritirare l'autorizzazione, ma non legali, in quanto queste ultime sono conseguenti al provvedimento "a valle" dell'autorità nazionale. Mancherebbe quindi l'effetto individuale e diretto richiesto dall'art. 263 TFUE per la legittimazione ad agire<sup>39</sup>.

La vertenza deve ancora trovare decisioni definitive di merito, ma mette in luce, al momento, una limitazione dei diritti dell'azionista nei confronti delle procedure amministrative delle autorità europee, ispirate alla logica ferrea della vigilanza prudenziale, che trova un eco in una recente decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo<sup>40</sup>. La Corte ha ritenuto che una legislazione nazionale che contempli l'inserimento obbligatorio di un istituto di credito in una organizzazione statale, volta a dare stabilità al sistema, abbia una influenza diretta, che giustifica un'azione in sede giudiziale, solo per la società bancaria e non per i suoi soci, che vengono interessati in via meramente mediata ed indiretta dal provvedimento legislativo.

---

<sup>39</sup> E. MANCINI, *Challenging an ECB's bank's license withdrawal by a bank and its shareholders. Who can act?*, cit.

<sup>40</sup> Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, *Grand Chamber*, 7 luglio 2020, caso n. 5294/14, *Albert and Others v. Hungary.*, sulla sentenza D. UTRILLA, *Banking restructuring and shareholders' property rights – on standing and substance*, in *EU law live*, 7 luglio 2020.

## DUE IMPORTANTI DECISIONI IN MATERIA DI BANCHE COOPERATIVE

di *Concetto Costa*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La riforma delle banche di credito cooperativo. – 3. Gli obblighi derivanti dal *way out* e la Corte Costituzionale. – 4. La decisione della Corte Costituzionale. – 5. La riforma delle banche popolari ed il Consiglio di Stato. – 6. Conclusioni.

1. *Premessa.* – La Corte Costituzionale, con sentenza 9 luglio 2021, n. 149, ed il Consiglio di Stato, con sentenza del 31 maggio 2021, hanno reso due importanti decisioni in materia di banche cooperative, la prima in tema di banche di credito cooperativo, la seconda in tema di banche popolari. Le due sentenze, che riguardano entrambe banche in forma di cooperativa, ma di natura molto diversa, le prime a mutualità prevalente, le seconde no, sembrano accentuare ancor di più, specie per quanto affermato in motivazione, il divario tra le due diverse figure di banche cooperative.

2. *La riforma delle banche di credito cooperativo.* – Nel marzo del 2019 con l'autorizzazione da parte della Banca Centrale Europea del secondo gruppo bancario cooperativo italiano, e con l'avvenuta iscrizione dei due gruppi bancari nell'albo ai sensi degli artt. 60 e ss. TUB, si è concluso il complesso *iter* della riforma del credito cooperativo italiano, iniziato con la L. 8 aprile 2016, n. 49, in riforma del Testo unico bancario (artt. 33-37-*ter*, e 150-*bis* e *ter*) ed in conversione del D.L. 14 febbraio 2016, e proseguito con il D.L. 25 luglio 2018 (Milleproroghe), la L. 21 settembre 2018, n. 108, nonché con numerosi altri successivi provvedimenti normativi resisi necessari su specifici aspetti, e con le modifiche intervenute nel 2016 e 2018 alle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, nella parte relativa alle banche di credito cooperativo (Parte terza, capitoli 5 e 6 della Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, succ. agg.). Un *iter* normativo che ha comportato quella che può definirsi una riforma epocale del credito cooperativo italiano. Per le sole banche di credito cooperativo altoatesine (Casse Raiffeisen) è stata consentita la strada, alternativa alla costituzione di un gruppo bancario cooperativo, della creazione di un sistema istituzionale di garanzia (IPS, *Institutional Protection Scheme*).

Quale sia la struttura del gruppo bancario cooperativo, come configurato dalla riforma, è abbastanza noto. Le banche di credito cooperativo italiano hanno l'obbligo di aderire ad un gruppo cooperativo, pena, se già esistenti, la messa in liquidazione (e per quelle di nuova costituzione, se mai ve ne saranno, l'impossibilità di ottenere la licenza bancaria). La riforma ha consentito una *way out*, cioè la possibilità di non aderire al gruppo trasformandosi in società per azioni, solo alle BCC di più rilevanti dimensioni

con oltre 200 milioni di patrimonio, ma tale strada è stata seguita da una sola banca, la Banca di Cambiano, avendo preferito le altre che ne avevano diritto rimanere nel mondo del credito cooperativo. Come è noto, le banche di credito cooperativo costituiscono da sempre un modello originale di banca, che contempera le caratteristiche dell'impresa bancaria con il modello cooperativo "puro", quello della mutualità prevalente. In particolare in tali banche assume particolare rilievo la figura del socio, ed in particolare del socio-cliente, vige in assemblea il voto capitario, l'operatività è fondata sul principio della territorialità, e soprattutto non è presente lo scopo di lucro, ma gli utili vengono utilizzati in prevalenza per l'autofinanziamento e per scopi di beneficenza e mutualità. Trattasi in sostanza di banche che operano con il principale scopo della crescita economica, sociale e culturale del territorio in cui si trovano e delle comunità locali, pur dovendo rispettare peraltro tutti i vincoli e le regole della normativa bancaria. Tali caratteristiche, grazie anche all'impegno di Federcasse, l'organizzazione di categoria, sono state preservate nel lungo e tormentato *iter* della riforma, che ha mantenuto l'autonomia delle singole banche, che conservano la loro licenza bancaria.

3. *Gli obblighi derivanti dal way out e la Corte Costituzionale.* – In questo contesto si colloca la controversia che ha condotto alla decisione della Corte Costituzionale, adottata con sentenza 9 luglio 2021, n. 149. Lo scorso 9 luglio, la Corte Costituzionale si è pronunciata sulla questione di legittimità costituzionale relativa all'art. 2, commi 3-ter e 3-quater, quest'ultimo limitatamente alle parole «al netto del versamento di cui al comma 3-ter», di cui al primo periodo, e alle parole «e 3-ter» di cui al terzo periodo, del D.L. n. 18/2016. Si ricorda che tale giudizio di costituzionalità è stato promosso dalla Corte di Cassazione nel procedimento vertente tra l'Ente Cambiano S.c.p.a. (già BCC di Cambiano) e l'Agenzia delle Entrate, con ordinanza del 2 luglio 2020. Ciò in quanto la *way out* prevista dalla legge di riforma e di cui si era avvalsa la BCC di Cambiano prevedeva in tal caso un versamento all'erario di una somma pari al venti per cento del patrimonio netto della banca.

La BCC di Cambiano, esercitando il *way out*, aveva dovuto versare all'erario la somma di 54.208.740,00 euro, pari al venti per cento del suo patrimonio netto al 31 dicembre 2015. Aveva conferito la propria azienda bancaria a una spa, ai sensi del comma 3-bis del predetto art. 2 e modificato lo statuto ai sensi del successivo comma 3-quater dello stesso art. 2, in modo da escludere l'attività bancaria e da mantenere le clausole mutualistiche di cui all'art. 2514 c.c. al fine di assicurare ai soci servizi funzionali al mantenimento del rapporto con la spa conferitaria, servizi di formazione e di informazione sui temi del risparmio, nonché servizi di promozione di programmi di assistenza. Di conseguenza, ritenendo erroneamente che il permanere di uno scopo mutualistico "non bancario" fosse sufficiente ad escludere l'obbligo erariale, aveva presentato all'Agenzia delle Entrate un'istanza di rimborso dell'importo versato, e successivamente aveva impugnato davanti alla Commissione tributaria provinciale di Firenze il silenzio-rifiuto formatosi sull'istanza di rimborso. Sia la Commissione tributaria provinciale che quella regionale respingevano il ricorso, mentre successivamente la Corte di Cassazione accoglieva dei dubbi di legittimità costituzionale sollevati dalla banca in relazione alle norme richiamate «*in quanto direttamente collidenti con alcuni parametri costituzionali*», considerato che «*il contrasto con il diritto dell'Unione europea*».

4. *La decisione della Corte Costituzionale.* – La Corte Costituzionale ha ritenuto non fondata la questione di incostituzionalità sollevata dalla Corte di Cassazione. Nell’ambito della predetta sentenza, la Corte si è soffermata sulla *ratio* sottesa alla disciplina censurata, nel quadro della riforma delle BCC e, in particolare, sull’assetto offerto agli interessi che venivano in gioco nella fase transitoria della riforma stessa. Ad avviso della Corte “*in questo contesto assume evidenza il ruolo fondamentale (...) del modello del gruppo bancario cooperativo, considerato la formula strutturale idonea, sia a ridurre il frazionamento del settore e, con esso, il deficit competitivo e patrimoniale delle BCC, sia a superare le criticità del governo societario cooperativo, in particolare attraverso la previsione di pervasivi poteri di nomina, di opposizione alla nomina e di revoca degli organi amministrativi e di controllo delle società aderenti, riconosciuti dal contratto di coesione con la capogruppo*”. Sempre ad avviso della Corte, “*il favore per il modello del gruppo, che il legislatore ha adottato per ridisegnare l’intero sistema delle BCC, è reso evidente dalle previsioni che, a regime, configurano come sostanzialmente obbligatoria l’adesione ad esso (obbligatorietà che vale a prescindere dalla consistenza patrimoniale, in ipotesi anche elevata, delle aderenti), subordinando a tale adesione l’autorizzazione della Banca d’Italia all’esercizio dell’attività bancaria in forma di BCC (...) e che circondano di particolari cautele l’esclusione o il recesso dal gruppo, imponendo alla BCC esclusa o receduta la devoluzione integrale del patrimonio ai fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione qualunque sia l’esito finale della sua fuoriuscita (...)*”. Evidenzia inoltre la Corte che: “*nell’esercizio della sua discrezionalità, il legislatore ha nondimeno ritenuto di escludere eccezionalmente da tale adempimento, in sede di prima applicazione della riforma, le BCC già operanti nel settore con patrimonio netto superiore a duecento milioni di euro al 31 dicembre 2015. A queste è offerta la scelta di uscire dal settore del credito cooperativo (diversa dalle ipotesi previste all’art. 2, comma 3, del d.l. n. 18 del 2016, come convertito, che comportano l’integrale devoluzione del patrimonio ai citati fondi mutualistici), esercitabile nel termine di sessanta giorni dall’entrata in vigore della legge di conversione. L’obbligo, che testualmente accompagna la possibilità di scelta, di versare al bilancio dello Stato un importo pari al venti per cento del patrimonio netto della banca – versamento la cui omissione fa scattare la devoluzione (...) – si giustifica con la preoccupazione del legislatore di preservare comunque la centralità strategica dell’adesione al gruppo bancario cooperativo (soprattutto nella fase transitoria) e di circoscrivere il rischio di depotenziamento della riforma*”. Sul punto, la Corte Costituzionale ribadisce, in particolare, che “*qualora, in assenza di disincentivi, le BCC di maggiore consistenza patrimoniale avessero in larga parte aderito alla soluzione alternativa, la loro fuoriuscita avrebbe negativamente inciso sulla funzione sociale del credito cooperativo nel suo complesso. Funzione sociale che, invece, non risulta di per sé compromessa dall’adesione delle BCC al gruppo, giacché la pur rilevante riduzione della sfera d’autonomia delle singole BCC a favore della spa capogruppo è compensata dal vincolo di quest’ultima al rispetto delle finalità mutualistiche e del carattere localistico nell’esercizio dei suoi poteri, come indicato nel contratto di coesione (...)*”. In altre parole, per quel che qui ci interessa, la Corte ha ribadito la funzione sociale delle banche di credito cooperativo, la loro natura di cooperative “a mutualità prevalente”, l’importanza della loro presenza, pur nell’ambito di una struttura di gruppo, nel sistema economico, la precisa scelta del legislatore di penalizzare chi abbia voluto abbandonare tale veste sociale.

5. *La riforma delle banche popolari ed il Consiglio di Stato.* – In senso totalmente contrario si è mosso il Consiglio di Stato in materia di banche popolari, chiamato a pronunciarsi sulla nota norma (contenuta nel D.L. n. 3/2015 convertito con L. n. 33/2015 a modifica degli artt. 28 e 29 TUB), che ha imposto alle banche popolari con attivo superiore agli 8 miliardi di euro di trasformarsi in società per azioni entro un termine predeterminato (successivamente prorogato), abbandonando la forma di società cooperativa, nonché sul conseguente 9° aggiornamento della Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia. Il Consiglio di Stato, pronunciandosi in ordine a tale problematica ed alle altre sollevate dalla riforma (limiti al rimborso di azioni, deleghe), ha ritenuto perfettamente legittime le previsioni della riforma, affermando in particolare che il suo lo scopo è stato proprio quello di “assicurare un adeguamento della forma societaria alle dinamiche del mercato, in maniera da garantire alle banche una maggiore competitività, un rafforzamento patrimoniale e di capitalizzazione, nonché una maggiore trasparenza nell'organizzazione, nell'operatività e nella loro funzionalità”, e di eliminare una serie di regole tipiche delle cooperative “che finiscono col tradursi in un privilegio per una dirigenza protetta”. Va ricordato peraltro che la questione era stata già sottoposta alla Corte di giustizia UE (causa C-41/15, 8 novembre 2016) che aveva ritenuto compatibile la riforma con la normativa unionale e di interesse generale gli obiettivi perseguiti dalla riforma medesima, che la Banca centrale europea (Parere BCE del 25 marzo 2015) aveva accolto favorevolmente la proposta di riforma delle popolari, e che anche la nostra Corte Costituzionale era stata chiamata a pronunciarsi sulla legittimità costituzionale della riforma, e si era pronunciata in senso favorevole (Corte Cost., 21 dicembre 2016, n. 287).

6. *Conclusioni.* – In conclusione può affermarsi che le recenti evoluzioni, sia normative che giurisprudenziali, mostrano un sempre maggiore allontanamento tra loro dei due modelli di banche cooperative, le banche di credito cooperativo da un canto, le banche popolari dall'altro. Mentre per le prime si conferma la loro natura mutualistica ed il loro valore sociale, per le banche popolari si conferma la loro natura preminentemente imprenditoriale, e si consente l'uso della “veste” cooperativa solo entro certi limiti di patrimonio. Nell'ambito di tale evoluzione può anche segnalarsi la recente L. 23 luglio 2021, n. 106, in conversione del D.L. 25 maggio 2021, n. 73 (c.d. Sostegni bis), che introducendo alcune modifiche al TUB sembra allontanare ancor più il modello delle banche popolari (ovviamente di quelle rimaste tali) dal classico modello cooperativo bancario, basti qui ricordare la possibilità di derogare la principio del voto capitaro per le azioni di finanziamento prevista dal nuovo art. 150-*quater* TUB. Naturalmente tutto ciò ha anche un risvolto negativo: la contendibilità del controllo delle *ex* popolari trasformatesi in s.p.a. ha ulteriormente aperto la strada alla acquisizione delle banche italiane da parte di soggetti stranieri, acquisizione avverso la quale, come mostra oggi la cronaca, qualche banca popolare sta cercando di porre in essere meccanismi “di protezione”, magari tramite lo scorporo della azienda bancaria e la creazione di una *holding* cooperativa, soluzione questa che la riforma non sembra precludere.



*Nota bibliografica:* AA.VV., *Le metamorfosi del credito cooperativo*, a cura di Abbadessa e Cesarini, Torino, 2019; AGSNER, *Il gruppo cooperativo gerarchico*, Torino, 2017; AMOROSINO, *Riforma delle banche popolari e problemi di costituzionalità*, in *Dir. Banca e mercato fin.*, 2017, 385; BASSI, *Banche e sistemi cooperativistici*, in BUCCICO e COGLIANDRO (a cura di), *Il futuro del sistema bancario tra riforma del credito cooperativo, concentrazioni bancarie e fiducia dei consumatori*, Napoli, 2016, 50; BODELLINI, *Localismo e mutualità nel nuovo gruppo bancario cooperativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 11 ss.; BUTZBACH, DESIATO e ROTONDO, *Elementi per una valutazione economico-giuridica della riforma delle banche di credito cooperativo in Italia*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di CARDARELLI, Torino, 2017; CAPRIGLIONE, *La riforma delle "banche popolari"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 1 ss.; CARLIZZI, *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 65 ss.; CIOCCA, *Riforma delle banche cooperative: riassetti organizzativi e possibili equilibri di potere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 21 ss.; COSSU, *Riforma delle banche cooperative: riassetti organizzativi e possibili equilibri di potere*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 21 ss.; COSSU, *L'obiettivo della ripatrimonializzazione nella riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. soc.*, 2017, 694 ss.; COSTA, *Gruppi bancari cooperativi e prevenzione delle crisi*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 846 ss.; COSTI, *Verso un'evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 575 ss.; CUSA, *Il diritto delle banche di credito cooperativo tra legge e contratto*, Torino, 2013; FIENGO, *Mutualità e patrimonializzazione delle banche di credito cooperativo (riflessioni a margine del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, conv. in L. 8 aprile 2016, n. 49)*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 409 ss.; FIENCO, *Il riassetto della disciplina delle banche popolari*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 234 ss.; FIMMANÒ, *Inefficienze e vulnerabilità del sistema bancario italiano: il rapporto banca-impresa*, in BUCCICO e COGLIANDRO (a cura di), *Il futuro del sistema bancario tra riforma del credito cooperativo, concentrazioni bancarie e fiducia dei consumatori*, Napoli, 2016; FORMISANI, *Il contratto di coesione: possibili inquadramenti sistematici*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di CARDARELLI, Torino, 2017; GATTI, *La riforma del credito cooperativo nel quadro delle nuove regole europee e dell'Unione Bancaria*, in BUCCICO e COGLIANDRO (a cura di), *Il futuro del sistema bancario tra riforma del credito cooperativo, concentrazioni bancarie e fiducia dei consumatori*, Napoli, 2016; GENNARI, *Luci ed ombre nella riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2017, 527 ss.; GIANNELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo e la governance del gruppo*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017; LAMANDINI, *Nuove riflessioni sul gruppo cooperativo bancario regionale*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 56 ss.; LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 686 ss.; MACRI, *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo e delle sue recenti modifiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I; LAMANDINI, *La riforma delle banche popolari al vaglio della Corte Costituzionale*, in *Società*, 2017, 140; MAIMERI, *Trasformazione obbligatoria in banche popolari*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2017, 11, ss.; MARTINA, *Le azioni di finanziamento delle banche di credito cooperativo tra profili di governance e risvolti patrimoniali*, Milano, 2017; MICHIELI, *La nuova direzione e coordinamento del gruppo bancario di credito cooperativo alla luce della L. 49/2016*, in *Giur. comm.*, 2018, 453 ss.; MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 211 ss.; PAGANI, *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, in *Banca impresa società*, 2016, n. 2, 205 ss.; PINTO, *Il sistema della "garanzia in solido" nel gruppo bancario cooperativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 461 ss.; ROMANO, *La riforma della cooperazione di credito in Italia*, in *Nuove op-*

*portunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017; ROMANO, *Stabilità del sistema, prevenzione delle crisi bancarie e riforma delle banche popolari. Osservazioni a margine del d.l. n. 3/2015*, in *Dir. fall.*, 2016, I, 664 ss.; ROMANO, *La mutualità nelle banche popolari*, Milano, 2020; RUGOLO, *La direzione unitaria nel gruppo bancario cooperativo*, Torino, 2021; SABBATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, Bari, 2017; SACCO GINEVRI, *I rapporti fra holding e controllate nel gruppo cooperativo bancario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 4, 383 ss.; SALAMONE, *Il recesso dalle banche popolari ovvero: "rapina a mano armata"*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2016, 239 ss.; SALERNO, *Il governo delle banche cooperative*, Milano, 2012; SANTAGATA, *"Coesione" ed autonomia del Gruppo Bancario Cooperativo*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017, 113 ss. ed in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 431 ss.; SANTORO, *Conclusioni*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di CARDARELLI, Torino, 2017; SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 4 suppl., 87 ss.; TOLA, *La trasformazione "obbligatoria" delle banche popolari al vaglio di costituzionalità*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, 1578 ss.; TONELLI, *La riforma delle BCC del 2016: nuove (?) forme di integrazione tra imprese cooperative bancarie e vecchi sistemi*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di CARDARELLI, Torino, 2017; TROISI, *Economicità ed operatività del gruppo bancario cooperativo nei mercati nazionali ed europei*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 364 ss.; VITERBO, *Il gruppo bancario cooperativo ed il contratto di coesione: flessibilità del modello e margini di esercizio dell'autonomia*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 432 ss.

# GOVERNANCE ED OPERATIVITÀ DEI CONFIDI

di Giuseppe Antonio Policaro

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La forma giuridica dei confidi. – 3. La *governance*. – 3.1. Amministrazione e gestione dei fidi. – 4. I confidi e la *Corporate Social Responsibility*. – 4.1. (*Segue*): il *rating* di legalità. – 4.2. (*Segue*): il microcredito. – 5. L'operatività dei confidi. – 5.1. Le specifiche convenzioni con gli istituti bancari. – 5.2. (*Segue*): il rapporto convenzionale tra banche e confidi. – 5.3. Le strutture *tranchéd cover*. – 5.4. Uno sguardo alle operazioni in *minibond* da parte dei confidi. – 5.5. NPL e ruolo dei confidi.

1. *Premessa*. – Come è noto, i consorzi di garanzia collettiva dei fidi (confidi) sono intermediari finanziari di fondamentale importanza per la facilitazione dell'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese: trattasi infatti di cooperative o di consorzi di imprese che rilasciano garanzie (prevalentemente fideiussioni) al sistema creditizio e finanziario al fine di favorire la concessione del credito alle imprese socie.

Posta la rilevanza e la complessità del tema, si cercherà nel prosieguo di esaminare il fenomeno dei confidi con particolare attenzione alla struttura ed alla forma per loro richieste dalla legge, nonché agli assetti di *governance*, determinanti in ordine alla loro operatività.

2. *La forma giuridica dei confidi*. – Uno degli aspetti che forse più caratterizzano i confidi è la forma giuridica, certamente atta ad influenzare non solo gli assetti, ma pure la loro operatività. Tuttavia, prima di meglio esaminare e giustificare tali affermazioni, occorre inquadrare il tema con ordine.

Intanto, giova ricordare come il termine confidi derivi dalla composizione di “consorzio di garanzia collettiva dei fidi”: sono organismi collettivi di garanzia che, nei modi che meglio si vedranno, operano al servizio delle PMI consorziate al fine di consentire loro di ottenere finanza dagli istituti di credito. Tuttavia, il confido può anche assumere la forma di società cooperativa<sup>1</sup>, caratterizzata dallo scopo mutualistico (sebbene la stessa non comporti la variazione dell'obiettivo sociale e dei metodi economici per il suo conseguimento)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Tra cui rientrano anche le banche cooperative confidi. Al riguardo, si veda l'art. 13, comma 29, d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito in legge 24 novembre 2003, n. 326, che aveva appunto introdotto tali intermediari definendoli come «banche che, in base al proprio statuto, esercitano prevalentemente l'attività di garanzia collettiva dei fidi a favore dei soci. La denominazione di tali banche contiene le espressioni “confidi”, “garanzia collettiva dei fidi” o entrambe». Sul punto, si rinvia inoltre a quanto richiamato nelle «Disposizioni di vigilanza per le banche» di cui alla Circ. Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, n. 285.

<sup>2</sup> Quando il confido assume la forma di cooperativa, il principio delle “mutualità pura” presenta tuttavia due rilevanti eccezioni: la prima è rappresentata dalle banche cooperative confidi a suo tempo disciplinate

A prescindere dalla classificazione giuridica, i confidi sono da considerarsi – al pari delle banche – quali imprese: svolgono infatti un'attività economica volta alla produzione di servizi (le garanzie prestate)<sup>3</sup>. Al riguardo, si evidenzia come la garanzia concessa, definita come collettiva, è da considerarsi tale alla luce «sia dell'apporto patrimoniale delle stesse imprese beneficiarie alla dotazione del fondo, sia per l'instaurarsi di tutta una serie di rapporti obbligatori unitariamente regolati»<sup>4</sup>.

Si può quindi ritenere che a fronte di una certa libertà nella scelta del modello societario del confido corrisponda anche la neutralità dello stesso, quantomeno rispetto all'obiettivo perseguito<sup>5</sup>. Ciò che rileva è la prevalenza del contenuto sulla forma: esiste pertanto una perfetta coincidenza sotto il profilo causale, a prescindere dallo schema adottato<sup>6</sup>.

Tale principio è peraltro corroborato anche da talune disposizioni normative, quali, ad esempio, il comma 1 dell'art. 13, d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito nella legge 24 novembre 2003, n. 326 (come modificato dall'art. 11, comma 7, d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito in legge 14 maggio 2005, n. 80)<sup>7</sup>: lo stesso, infatti, definisce l'attività di garanzia collettiva dei fidi come «l'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese consorziate o socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario», ma mai viene fatto alcun riferimento alla forma giuridica prescelta<sup>8</sup>.

D'altro canto, oggi i legali rappresentanti dei consorzi (tra cui le società consortili) e delle cooperative possono usufruire allo stesso modo del beneficio della responsabilità limitata: l'art. 2615, comma 1°, c.c., dispone che i terzi possano far valere i loro di-

---

dall'art. 13, comma 29, legge 24 novembre 2003, n. 326; la seconda è costituita dai c.d. confidi maggiori, ovverosia quelli iscritti nell'elenco speciale la cui autorizzazione è disciplinata all'art. 107 TUB. Infatti, sia le banche cooperative confidi, sia i confidi c.d. maggiori (cfr. art. 13, comma 32, d.l. 30 settembre 2003, n. 269, che ha riformulato l'art. 155 TUB) possono svolgere prevalentemente nei confronti delle imprese socie determinate attività (e non, quindi, esclusivamente). Sui confidi con forma di cooperativa v. G. PETRELLI, *I confidi costituiti in forma di società cooperativa*, in *Studi e materiali. Quaderni semestrali del Consiglio Nazionale del Notariato*, Milano, 2006, 1663 ss.

<sup>3</sup> Cfr. R. COSTI, *Consorzi-fidi e cooperative di garanzia*, in BIONE-CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Consorzi fidi e cooperative di garanzia*, Milano, 1982, 43. Al riguardo, l'autore specifica che «la cooperativa di garanzia svolge professionalmente un'attività economica diretta alla produzione di servizi (le garanzie prestate agli istituti di credito) e che, pertanto, deve essere considerata titolare d'impresa, anche a prescindere dalle attività di assistenza, consulenza e di accertamento istruttorio svolte nell'interesse dei soci e quale organo ausiliare dell'operatore pubblico».

<sup>4</sup> Così G. CABRAS, *Le garanzie collettive per i finanziamenti alle imprese*, Milano, 1986, 157; ID., *Il problema della forma giuridica per le garanzie mutualistiche*, in BIONE-CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Consorzi fidi e cooperative di garanzia*, Milano, 1982, 131 ss.

<sup>5</sup> Cfr. D. VITTORIA, *I problemi giuridici dei consorzi fidi*, Napoli, 1981, 63 ss.; R. COSTI, *op. cit.*, 39. Secondo quest'ultimo autore, «sotto il profilo causale esiste una perfetta coincidenza tra una società, un consorzio ed una cooperativa costituiti per creare un servizio di garanzia nei confronti degli imprenditori associati».

<sup>6</sup> Sul punto v. G.B. BARILLÀ, *I consorzi fidi tra diritto dell'impresa e regole di vigilanza*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, 92 ss.

<sup>7</sup> L'art. 13, d.l. 30 settembre 2003, n. 269, tuttora vigente, è composto da oltre 60 commi più volte modificati ed è altresì noto, per gli addetti ai lavori, come «legge quadro confidi».

<sup>8</sup> Le modalità operative dei confidi sono uguali, a prescindere dalla veste giuridica scelta: la garanzia è sempre prestata a seguito di una delibera del consiglio di amministrazione (o degli organi da esso delegati) approvata alla luce di un'istruttoria condotta dal comitato crediti sulla bontà dell'operazione.

ritti esclusivamente sul fondo consortile relativamente alle obbligazioni assunte in nome dei consorzi dalle persone che ne hanno la rappresentanza.

L'enunciato della precedente versione della norma – che invece prevedeva la responsabilità illimitata e solidale delle persone che agivano in nome del consorzio – è stato appunto modificato dall'art. 3, legge 10 maggio 1976, n. 377<sup>9</sup>: quantomeno fino a detta modifica, la scelta della forma di consorzio del confidi poteva quindi apparire come maggiormente rischiosa per gli amministratori.

Non vi è inoltre alcun dubbio che, quando l'attività risulti svolta da un consorzio, questi si debba considerare quale consorzio con attività esterna<sup>10</sup>. D'altronde, l'intervento dei confidi assume un significato che trascende la semplice prestazione di un servizio: in mancanza delle loro attività le imprese aderenti dovrebbero autonomamente provvedere alle singole richieste di finanziamento, senza probabilmente riuscire ad ottenere quelle condizioni di particolare favore che sono, appunto, il portato dell'attività svolta.

Si sottolinea, a corollario di tali riflessioni, come sempre l'art. 13 della «legge quadro confidi» preveda altresì la figura dei confidi c.d. di secondo grado, «costituiti dai confidi ed eventualmente da imprese consorziate o socie di questi ultimi o da altre imprese»; essi concedono garanzie (e servizi connessi o strumentali) ai confidi ed alle imprese ad essi aderenti (a quelli di secondo grado) ed alle imprese consorziate o socie di questi ultimi (quelli di primo grado). Trattasi pertanto di una forma «ibrida» di confidi che vede la possibilità di adesione anche di imprese «esterne» e che, al momento, non sembra aver riscosso particolare interesse nel contesto economico-finanziario italiano.

3. *La governance*. – Come è noto, dopo la riforma del 2010 la supervisione dei confidi da parte della Banca d'Italia ha come primario obiettivo quello di assicurarne la gestione prudenziale, evitando – in particolare – che sia compromessa l'integrità del loro patrimonio.

Poste tali finalità, l'Autorità di vigilanza individua nel consiglio di amministrazione – quantomeno nel sistema di *governance* tradizionale e monistico – l'organo con funzione di supervisione strategica, presso il quale si concentrano le funzioni di indirizzo e/o di supervisione della gestione sociale<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. D. VITTORIA, *op. cit.*, 66; G.B. BARILLÀ, *op. cit.*, 93.

<sup>10</sup> Ci si chiede, peraltro, se ai confidi con forma di consorzio debba applicarsi l'art. 2615, comma 2°, c.c., secondo cui, per le obbligazioni assunte dagli organi del consorzio per conto dei singoli consorziati, rispondono questi ultimi solidalmente col fondo consortile, dovendosi ripartire – in ipotesi di insolvenza nei rapporti tra i consorziati – il debito dell'insolvente tra tutti gli altri in proporzione delle quote. La risposta, a parere di chi scrive, è positiva; l'obbligazione del confidi è infatti assunta per conto della singola impresa consorziata, con ovvia conoscenza di ogni circostanza da parte della banca che eroga il finanziamento. Quest'ultima, quindi, in caso di inadempimento del consorzio ben potrebbe agire nei confronti del singolo consorziato, anche in ipotesi di garanzia fideiussoria consortile a prima richiesta: ciò non solo per il rapporto sottostante al finanziamento, ma anche ai sensi della norma richiamata. Ovviamente, in siffatta circostanza, l'imprenditore potrà rivalersi nei confronti del consorzio inadempiente ai sensi dell'art. 1949 c.c.

<sup>11</sup> Nel sistema dualistico esso invece coincide con il consiglio di sorveglianza ovvero con il consiglio di gestione, anche alla luce delle regole statutarie. Si evidenzia come – proprio per il delicato compito assegnato all'organo di *governance* – sia affidato al presidente un ruolo di «garante» dei rapporti tra i consiglieri, nonché per la correttezza (dell'*iter*) delle decisioni prese: già in passato, prima dell'adozione del d.m. Economia e Finanze n. 169/2020, il presidente era un componente non esecutivo e non avente funzioni ge-

Al riguardo, sono richiesti agli amministratori peculiari requisiti, soprattutto in ipotesi di confidi maggiori: ai sensi dell'art. 109 TUB, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso gli intermediari finanziari vigilati devono infatti possedere i requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza previsti in un primo momento con d.m. Tesoro del 30 dicembre 1998, n. 516 e oggi sostituito dal d.m. Economia e Finanze del 20 novembre 2020, n. 169, che ha previsto maggiori e più stringenti prerogative anche per gli esponenti dei confidi (in particolare in ordine all'indipendenza ed alla competenza)<sup>12</sup>. Ai sensi dell'art. 7 di tale ultimo decreto ministeriale i consiglieri di amministrazione dei confidi maggiori (ma tali condizioni valgono per tutti gli intermediari finanziari) devono essere scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che abbiano maturato importanti esperienze professionali, in particolare: 1) gli esponenti con incarichi esecutivi sono scelti fra persone che abbiano esercitato, per almeno tre anni, anche alternativamente: a) attività di amministrazione o di controllo o compiti direttivi nel settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo; b) attività di amministrazione o di controllo o compiti direttivi presso società quotate o aventi una dimensione e complessità maggiore o assimilabile (in termini di fatturato, natura e complessità dell'organizzazione o dell'attività svolta) a quella della banca (*rectius*, dell'intermediario) presso la quale l'incarico deve essere ricoperto; 2) gli esponenti con incarichi non esecutivi sono scelti tra persone che soddisfano i requisiti di cui al punto 1) o che abbiano esercitato, per almeno tre anni, anche alternativamente: a) attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo o comunque funzionali all'attività della banca; l'attività professionale deve connotarsi per adeguati livelli di complessità anche con riferimento ai destinatari dei servizi prestati e deve essere svolta in via continuativa e rilevante nei settori sopra richiamati; b) attività d'insegnamento universitario, quali docente di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all'attività del settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo; c) funzioni direttive, dirigenziali o di vertice, comunque denominate, presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo e a condizione che l'ente presso cui l'esponente svolgeva tali funzioni abbia una dimensione e complessità comparabile con quella della banca presso la quale l'incarico deve essere ricoperto<sup>13</sup>.

---

stonali, così come peraltro previsto anche dalla direttiva CRD IV. Sul tema v. P. SCHWIZER, *Le nuove regole di corporate governance e dei controlli interni: quale impatto sulla gestione delle banche?*, in *Banca impr. soc.*, 2015, 1, 7 ss. Si vedano, inoltre, gli artt. 21 e 22 del d.m. citato in ordine alle regole previste per i sistemi monistico e dualistico.

<sup>12</sup> I succitati decreti sono stati emanati ai sensi dell'art. 26 TUB. Il d.m. Economia e Finanze del 20 novembre 2020, n. 169 è in vigore dal 30 dicembre 2020 e le imprese vigilate (banche, intermediari finanziari, IMEL, istituti di pagamento e, ovviamente, confidi) dovranno attuarlo a partire dalla prima nomina successiva a tale data.

<sup>13</sup> Il presidente del consiglio di amministrazione è un esponente non esecutivo che ha maturato un'esperienza complessiva di almeno due anni in più rispetto ai requisiti ai punti 1) o 2), mentre l'amministratore delegato e il direttore generale sono scelti tra persone in possesso di una specifica esperienza in materia creditizia, finanziaria, mobiliare o assicurativa, maturata attraverso attività di amministrazione o di controllo o compiti direttivi per un periodo non inferiore a cinque anni nel settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo, oppure in società quotate o aventi una dimensione e complessità maggiore o assimilabile (in termini di fatturato, natura e complessità dell'organizzazione o dell'attività svolta) a quella della banca (o, meglio, dell'intermediario) presso la quale l'incarico deve essere ricoperto.

In aggiunta, oltre ai requisiti di professionalità gli esponenti debbono soddisfare specifiche competenze in ordine al loro incarico, considerando i compiti inerenti al ruolo ricoperto e le caratteristiche, dimensionali ed operative, dell'ente. A questo proposito, sono prese in considerazione la conoscenza teorica – acquisita attraverso gli studi e la formazione – e l'esperienza pratica, conseguita in esperienze professionali antecedenti<sup>14</sup>. Gli stessi esponenti devono, inoltre, dimostrare di avere sufficiente tempo per l'espletamento dei loro compiti, ai sensi dell'art. 16 del decreto ministeriale richiamato.

Per quanto invece concerne i requisiti di onorabilità, si evidenzia come le cariche di amministratore, sindaco e direttore generale negli intermediari finanziari non possano essere ricoperte da coloro che: i) si trovano in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'art. 2382 c.c.; ii) sono stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, e successive modificazioni ed integrazioni; iii) sono stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: 1) a pena detentiva per un reato previsto dalle disposizioni in materia societaria e fallimentare, bancaria, finanziaria, assicurativa, di servizi di pagamento, antiriciclaggio, di intermediari abilitati all'esercizio dei servizi di investimento e delle gestioni collettive del risparmio, di mercati e gestione concentrata di strumenti finanziari, di appello al pubblico risparmio, di emittenti nonché per uno dei delitti previsti dagli artt. 270-*bis*, 270-*ter*, 270-*quater*, 270-*quater*.1, 270-*quinquies*, 270-*quinquies*.1, 270-*quinquies*.2, 270-*sexies*, 416, 416-*bis*, 416-*ter*, 418, 640 del codice penale; 2) alla reclusione, per un tempo non inferiore a un anno, per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, in materia tributaria; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; 4) all'atto dell'assunzione dell'incarico, si trovano in stato di interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese ovvero di interdizione temporanea o permanente dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo ai sensi dell'art. 144-*ter*, comma 3, TUB e dell'art. 190-*bis*, commi 3 e 3-*bis*, TUF, o in una delle situazioni di cui all'art. 187-*quater* TUF<sup>15</sup>.

Gli amministratori dei confidi vigilati devono infine rispettare il requisito dell'indipendenza: come è noto, tale requisito, inizialmente predisposto per i sindaci, sottende la mancanza di interessi personali o professionali intrattenuti con la società o alcuni componenti di suoi organi, nonché con società controllate o comunque sottoposte ad

---

<sup>14</sup> Ai sensi dell'art. 10 del d.m. Economia e Finanze del 20 novembre 2020, n. 169 detto criterio «è valutato dall'organo competente, che: a) prende in considerazione la conoscenza teorica e l'esperienza pratica posseduta in più di uno dei seguenti ambiti: 1) mercati finanziari; 2) regolamentazione nel settore bancario e finanziario; 3) indirizzi e programmazione strategica; 4) assetti organizzativi e di governo societari; 5) gestione dei rischi (individuazione, valutazione, monitoraggio, controllo e mitigazione delle principali tipologie di rischio di una banca, incluse le responsabilità dell'esponente in tali processi); 6) sistemi di controllo interno e altri meccanismi operativi; 7) attività e prodotti bancari e finanziari; 8) informativa contabile e finanziaria; 9) tecnologia informatica; b) analizza se la conoscenza teorica e l'esperienza pratica *sub a*) è idonea rispetto a: 1) i compiti inerenti al ruolo ricoperto dall'esponente e alle eventuali deleghe o attribuzioni specifiche, ivi inclusa la partecipazione a comitati; 2) le caratteristiche della banca e del gruppo bancario a cui essa eventualmente appartiene, in termini, tra l'altro, di dimensioni, complessità, tipologia delle attività svolte e dei rischi connessi, mercati di riferimento, paesi in cui opera».

<sup>15</sup> Si rinvia comunque anche a quanto disposto dai commi 2, 3 e 4 dell'art. 3 del d.m. Economia e Finanze del 20 novembre 2020, n. 169 per ulteriori circostanze ostative.

influenza notevole<sup>16</sup>. In particolare, ai sensi dell'art. 36, d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 è vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti<sup>17</sup>.

Tanto puntualizzato, anche i requisiti richiesti per la *governance* dei confidi certificano un certo approccio volto ad “appesantirne” l'operatività; inoltre, la circostanza che solo chi ha maturato esperienze analoghe nel settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo o in società quotate possa ricoprire dette cariche comporta un'ulteriore “chiusura” in ordine al loro accesso.

A ciò si aggiunga che, a prescindere dalle caratteristiche e dalle qualità dei componenti degli organi gestionali dei confidi, la presenza di un numero molto elevato di soci – spesso senza alcun interesse ad incidere sulle decisioni assembleari – generalmente comporta il rischio di aumentare l'autoreferenzialità degli amministratori: ciò potrà implicare, nella sostanza, una minore libertà dell'ente, soggetto al rischio che le politiche volte alla rielezione degli organi sociali siano gestite in modo opaco<sup>18</sup>.

Deve peraltro richiamarsi come gli amministratori di confidi ex art. 112 TUB debbano rispettare i soli requisiti di onorabilità, senza che siano abbinati con quelli di professionalità: una lacuna che rischia di lasciare detti enti con un governo meno efficiente e potenzialmente in grado di minare la reputazione del settore.

<sup>16</sup> L'indipendenza non deve intendersi in modo formale, bensì sostanziale (c.d. prevalenza della sostanza sulla forma). Cfr. F. VELLA-G. BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2020, 382. Sul tema, v. anche P. MARCHETTI (et al.), *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. soc.*, 2018, 1, 254 ss. Si veda in ogni caso anche quanto disposto dal d.m. Economia e Finanze n. 169/2020, artt. 13 e 15.

<sup>17</sup> Il d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (c.d. decreto “Salva-Italia”), convertito con modificazioni nella legge 22 dicembre 2011, n. 214 e recante «disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici», ha introdotto, per la prima volta nel nostro ordinamento, un divieto per i «titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e [per] i funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti». Ai fini di detto divieto, si intendono concorrenti le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo ai sensi dell'art. 7 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici. In tale ipotesi, i titolari di cariche incompatibili possono optare nel termine di 90 giorni dalla nomina, decorso il quale, decadono da entrambe le cariche. In caso di inerzia, la decadenza è dichiarata dall'Autorità di vigilanza di settore competente. In ogni caso, sono esclusi dall'applicazione delle regole richiamate, per quel che in questa sede interessa, i confidi minori ex art. 112 TUB. Sul tema, cfr. R. SANTAGATA, *I criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates nei mercati bancari, finanziari ed assicurativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 3, 241 ss.; V. FALCE, *La nuova disciplina in tema di cumulo di cariche. Profili di regolazione pro-concorrenziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 2, 196 ss.

<sup>18</sup> Ad esempio, gestendo le liste di amministratori presentate alle assemblee (sempre che gli statuti non prevedano particolari nomine destinate ai soci principali o fondatori, generalmente le associazioni di categoria). Tali possibili distorsioni rappresentano uno dei motivi per cui le banche cooperative di maggiore dimensione sono state *ex lege* trasformate in S.p.a. ai sensi dell'art. 31 TUB. Sul tema, v. N. CIOCCA, *Riforme delle banche cooperative: riassetti organizzativi e possibili equilibri di potere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 1, 21 ss.; G. FAUCEGLIA, *Il futuro della società cooperativa: la fine dell'umanizzazione e la scelta dell'efficienza*, in *Giur. comm.*, 2019, 4, I, 567 ss.; inoltre, più in generale sulle cooperative v. U. BELVISO, *Scopo mutualistico e capitale variabile nelle società cooperative*, Milano, 2012, 65 ss., secondo il quale le cooperative non si caratterizzerebbero più per l'attribuzione ai soci del c.d. vantaggio mutualistico, ma si distinguerebbero invece per essere degli enti – ovviamente in ipotesi estreme – nei quali è presente un potere “travalicante” da parte degli organi gestori.



3.1. *Amministrazione e gestione dei fidi*. – La vigilanza prudenziale sui confidi – analogamente a quella prevista per le banche – rileva anche in ordine alle discipline da rispettare: come è noto, infatti, gli intermediari finanziari sottoposti a un regime di vigilanza equivalente a quello delle banche sono equiparate a queste ultime<sup>19</sup>.

Alla luce di tale aspetto, spetta al consiglio di amministrazione l'approvazione e la valutazione delle linee strategiche per la gestione del rischio di credito e, soprattutto, la decisione in ordine alla concessione delle garanzie. Deve tuttavia evidenziarsi come il consiglio abbia facoltà di delegare ad altri soggetti o organi la valutazione e concessione delle garanzie: generalmente ciò avviene demandando tali responsabilità – per le operazioni di minor rilievo – ad un comitato esecutivo o al direttore generale del confidi<sup>20</sup>. Tali deleghe devono in aggiunta risultare da un'apposita delibera consiliare (e da un eventuale regolamento) e, per quanto revocabili in ogni momento, dovranno essere seguite da adeguata informazione<sup>21</sup>.

Inoltre, analogamente a quanto previsto per gli amministratori delle banche, si ritiene che anche l'organo gestorio del confidi debba individuare – all'interno delle valutazioni strategiche – un grado accettabile del rischio "imprenditoriale": dovrà così essere indicato dall'organo gestorio il c.d. "appetito per il rischio", dal quale dipendono obiettivi e, sperabilmente, la redditività dell'ente (ovviamente tanto più alta quanto maggiori sono i rischi accettati)<sup>22</sup>.

Tale approccio non può prescindere dall'impostazione ed adozione – sempre da parte dell'organo gestorio – di un sistema dei controlli interni coerente con la propensione al rischio stabilita, nonché dall'individuazione di funzioni aziendali in grado di gestire i flussi informativi rilevanti.

Ovviamente, ripercorrendo quanto disposto dall'art. 2381, comma 5, c.c., spetterà soprattutto agli amministratori delegati curare il processo di gestione dei rischi individuati dal consiglio, ai quali compete, di solito e così come si è richiamato, la concessione delle garanzie. I delegati, nello svolgimento di quest'ultima attività dovranno quindi attenersi al rispetto delle soglie di rischio stabilite dai piani, potendo tuttavia – in ipotesi specifiche – superare per talune operazioni dette soglie, sempre in presenza di un'adeguata istruttoria e a seguito di informative dettagliate al consiglio<sup>23</sup>. In particolare, essi dovranno da un lato assicurare che l'organizzazione dell'ente rispecchi e rispet-

---

<sup>19</sup> Si veda, al riguardo, la circolare della Banca d'Italia del 27 dicembre 2006, n. 263 (Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche), titolo II, cap. 2, Parte Prima.

<sup>20</sup> All'interno del consiglio di amministrazione potrà ad esempio essere istituito il "comitato fidi" al fine di deliberare e concedere garanzie (entro i limiti stabiliti dal consiglio di amministrazione) o, ancora, il "comitato rating", con funzione di deliberare l'affidamento alle imprese con rating non completamente adeguato.

<sup>21</sup> Ossia in modo che il soggetto delegante risulti messo in condizione di conoscere come le deleghe sono esercitate, al fine di poter eventualmente intervenire.

<sup>22</sup> Dovrà così essere adottato il progetto di *Risk Appetite Framework* (RAF), che al suo interno definisce generalmente le politiche di governo e di gestione dei rischi e individua gli obiettivi ed i limiti degli stessi. Sul tema v. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 6, 720 ss.; A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, 4, I, 557 ss.; più in generale, in ordine agli assetti previsti nelle società di capitali, v. M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 75 ss.; ID., *Profili di corporate governance delle società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 14 ss.

<sup>23</sup> Cfr. A. VICARI, *op. cit.*, 560 ss.

ti le valutazioni strategiche effettuate dal consiglio (precipuamente prestando attenzione al sistema dei controlli interni), dall'altro dovranno monitorare le strutture interne al fine di meglio implementare il processo di gestione dei rischi, nonché di efficientare – a tal fine – i flussi informativi all'interno dell'ente.

Tanto osservato, si precisa come anche le “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche” (circolare della Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, n. 285, applicabile ai confidi) assegnino al consiglio di amministrazione il compito di dover valutare continuamente l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, in relazione a tutte le attività esercitate. Peraltro, anche «le motivazioni alla base della scelta del modello di amministrazione e controllo» — pur di competenza dell'assemblea dei soci — «devono essere rappresentate nell'ambito di un più generale progetto di governo societario» (cfr. par. 1, sez. II, cap. 1, titolo IV, Parte Prima delle Disposizioni di vigilanza), progetto che, a sua volta, deve disegnare assetti statutari e di organizzazione interna adeguati, previa approvazione appunto dall'organo di supervisione strategica (con il parere favorevole dell'organo di controllo)<sup>24</sup>.

4. *I confidi e la Corporate Social Responsibility*. – Ad una analisi più attenta, la gestione del confidi può prestarsi anche a differenti obiettivi rispetto alla concessione di garanzie alle imprese socie: ci si soffermerà pertanto sulla possibilità di sviluppo da parte dei confidi (i quali, si ricorda, hanno scopo mutualistico) di pratiche di responsabilità sociale<sup>25</sup>. In tale prospettiva, infatti, detti enti possono avere un importante ruolo nello sviluppo dei processi di *Corporate Social Responsibility* (CSR), con ottica sia interna, sia esterna<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Si sottolinea, al riguardo, come sempre secondo le “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche” [lett. a), par. 2, sez. II, cap. 1, titolo IV, Parte Prima] il progetto di governo societario debba altresì «illustrare le ragioni che rendono il modello prescelto più idoneo ad assicurare l'efficienza della gestione e l'efficacia dei controlli». D'altro canto, le medesime Disposizioni di vigilanza alla lett. b) del par. 2.2, sez. III, cap. 1, titolo IV, Parte Prima, dispongono che «l'organo con funzione di supervisione strategica definisce l'assetto complessivo di governo e approva l'assetto organizzativo della banca, ne verifica la corretta attuazione e promuove tempestivamente le misure correttive a fronte di eventuali lacune o inadeguatezze [...]». Sul tema, per quanto declinato anche in ordine alle società quotate, v., M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, 3, I, 416 ss.

<sup>25</sup> Cfr. A.P. IANNUZZI, *I confidi a sostegno delle imprese e dei processi innovativi. Opportunità, vincoli e strategie di sviluppo*, Milano, 2020, 91 ss.; B. BARAVELLI-P. LEONE, *Il futuro dei confidi*, Roma, 2010, 34 ss.

<sup>26</sup> La CSR tende a proporre una visione dell'impresa da una prospettiva più elevata, considerando la ragione morale alla base delle scelte di chi ne esercita la sua *governance* quale elemento indefettibile volto al giovamento degli *stakeholders*, nella cui categoria rientrano i clienti, i fornitori, i dipendenti, il *management*, nonché i portatori di istanze ambientali specifiche e diffuse. In questa ottica molte delle “vicissitudini d'impresa”, normate dal codice civile, possono essere analizzate e studiate con un'angolazione diversa, che, partendo dal dato letterale delle disposizioni, consideri le ricadute delle medesime in termini di benessere sociale. Per meglio comprendere la nascita del dibattito sulla CSR si rinvia alle teorie proposte sugli *stakeholders* (M. FRIEDMAN, “*The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits*”, in *New York Times Magazine*, 13 settembre 1970, ristampato in T. BEAUCHAMP-N. BOWIE N. (editors), *Ethical Theory and Business*, NJ, 1993, IV ed., 55 ss.) e sugli *stakeholders* (W. EVAN-E. FREEMAN, *A Stakeholder Theory of The Modern Corporation: Kantian Capitalism*, in T. BEAUCHAMP-N. BOWIE N. (editors), *Ethical Theory and Business*, NJ, 1993, IV ed., 75 ss.).

In particolare, i confidi ben potrebbero non solo garantire il credito concesso alle PMI, ma anche stimolare le imprese affidate a dotarsi di sistemi di *governance* attenti alla responsabilità sociale, nonché all'adozione di codici etici. In aggiunta, gli stessi intermediari potrebbero prediligere di "sostenere" prioritariamente (eventualmente anche in termini di minori tassi di interesse richiesti) le imprese maggiormente attente ai temi caratteristici delle CSR o che comunque presentano progetti compatibili con la *green economy* e, in generale, con migliore sostenibilità ambientale ed economica. Uno strumento per il raggiungimento di detti obiettivi, peraltro già utilizzato da alcuni confidi, è dato dal c.d. *rating* di legalità.

4.1. (Segue): *il rating di legalità*. – Il *rating* di legalità, inteso a valutare la moralità degli operatori economici, è stato previsto per la prima volta nel nostro ordinamento nel 2012, a seguito dell'approvazione del c.d. Decreto "Cresci Italia"<sup>27</sup>. In definitiva, trattasi di una certificazione di carattere volontario che ha come obiettivo quello di acclearare il rispetto di principi etici da parte dell'impresa; quest'ultima potrà, per tale motivo, essere "premiata", in particolar modo nei rapporti con la Pubblica Amministrazione e con gli istituti di credito<sup>28</sup>.

Il *rating* di legalità, concesso dall'AGCM, consiste in un giudizio espresso tra un valore minimo di uno ed uno massimo di tre "stellette": quanto migliore è il rispetto di principi etici da parte dell'impresa, maggiore sarà, ovviamente, il punteggio<sup>29</sup>. Una

---

<sup>27</sup> Si veda, al riguardo, l'art. 5-ter, d.l. 24 gennaio 2012, n. 1. Tale decreto è stato successivamente modificato dal d.l. 24 marzo 2012, n. 29 e convertito, con modificazioni, nella legge 18 maggio 2012, n. 62. Dal 2013 l'AGCM ha meglio delineato quanto indicato nella norma citata attraverso un regolamento attuativo modificato più volte negli anni (delibera AGCM del 12 novembre 2012 – Regolamento attuativo in materia di *rating* di legalità) e il cui ultimo intervento è la delibera n. 28361 del 28 luglio 2020. Sul tema cfr. R. LOMBARDI, *Compliance 231 e misure di risk management: la nouvelle vague della "regolazione responsiva" degli attori pubblici economici*, in *Dir. amm.*, 2019, 1, 125 ss.

<sup>28</sup> L'impresa con *rating* di legalità potrà avere benefici nei rapporti con la Pubblica Amministrazione ai sensi dell'art. 95, comma 13, codice dei contratti pubblici (ad esempio, la preferenza in graduatoria a parità di punteggio accordata in relazione ad alcuni strumenti di finanza agevolata, bandi di gara per opere pubbliche o per la fornitura di beni e servizi).

Inoltre, ai sensi dell'art. 5-ter, d.l. 24 gennaio 2012, n. 1 il *rating* sarà da considerarsi anche nei rapporti con gli enti creditizi. Al riguardo, si evidenzia come il Regolamento interministeriale (decreto MiSE-MEF del 20 febbraio 2014, n. 57) abbia disposto alle banche di tener conto della certificazione di legalità durante la fase di valutazione dell'impresa affidataria e, in particolar modo, ai fini dell'assegnazione del merito creditizio e di ogni altra condizione del prestito. Gli stessi istituti dovranno verificare pure la permanenza del *rating* di legalità, dovendo eventualmente revisionare le condizioni economiche precedentemente proposte. Peraltro, lo stesso Regolamento interministeriale stabilisce che anche nella concessione di finanziamenti pubblici il *rating* debba essere considerato quale indicatore ai fini della concessione di finanziamenti pubblici. La Pubblica Amministrazione dovrà infatti prevedere almeno un sistema di premialità a favore delle imprese con "attestazione" etica tra i seguenti: a) preferenza in graduatoria; b) attribuzione di punteggio aggiuntivo; c) riserva di quota delle risorse finanziarie allocate. Cfr. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 115.

<sup>29</sup> Il *rating* può essere richiesto dalle imprese (sia in forma individuale che societaria) che soddisfano cumulativamente i seguenti requisiti: a) sede operativa in Italia; b) fatturato minimo di due milioni di euro nell'esercizio chiuso nell'anno precedente a quello della domanda; c) iscrizione nel registro delle imprese da almeno due anni alla data della domanda; d) rispetto degli altri requisiti sostanziali richiesti dal Regolamento AGCM. Per maggiori informazioni si veda il sito dedicato, <https://www.agcm.it/competenze/rating-di-legalita/domanda-di-attribuzione-del-rating-di-legalita/>. Sul tema v. inoltre F. GHEZZI, *Le linee guida sull'antitrust compliance, tra finalità educative e dissuasive ed incentivi ad una condotta "eticamente corretta" dell'impresa*, in *Riv. Soc.*, 2019, 1, 91 ss.

volta effettuata la richiesta da parte dell'impresa (obbligatoriamente tramite la piattaforma *Webrating*), l'AGCM delibera entro 60 giorni (prorogabili eventualmente di altri 60) il giudizio da assegnare<sup>30</sup>. L'AGCM è peraltro tenuta a trasmettere copia della richiesta al Ministero dell'Interno, al Ministero della Giustizia e all'ANAC, i quali possono presentare – ai sensi dell'art. 5, delibera AGCM del 15 maggio 2018, n. 27165 – eventuali osservazioni<sup>31</sup>. Il punteggio, inoltre, sarà influenzato dagli elementi citati dall'art. 3 del Regolamento attuativo in materia di *rating* di legalità, ovvero: *a*) adesione ai protocolli o alle intese di legalità finalizzati a prevenire e contrastare le infiltrazioni della criminalità organizzata nell'economia legale, sottoscritti dal Ministero dell'Interno o dalle Prefetture-UTG con associazioni imprenditoriali e di categoria; *b*) utilizzo di sistemi di tracciabilità dei pagamenti anche per somme di importi inferiori rispetto a quelli fissati dalla legge; *c*) adozione di una funzione o struttura organizzativa, anche in *outsourcing*, che espleti il controllo di conformità delle attività aziendali alle disposizioni normative applicabili all'impresa o di un modello organizzativo ai sensi del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231; *d*) adozione di processi organizzativi volti a garantire forme di *Corporate Social Responsibility*, anche attraverso l'adesione a programmi promossi da organizzazioni nazionali o internazionali e l'acquisizione di indici di sostenibilità; *e*) iscrizione in uno degli elenchi di fornitori, prestatori di servizi ed esecutori di lavori non soggetti a tentativi di infiltrazione mafiosa istituiti ai sensi delle vigenti disposizioni di legge (*white list*); *f*) adesione a codici etici di autoregolamentazione adottati dalle associazioni di categoria o di aver previsto, nei contratti con i propri clienti, clausole di mediazione, quando non obbligatorie per legge, per la risoluzione di controversie o di aver adottato protocolli tra associazioni di consumatori e associazioni di imprese per l'attuazione delle conciliazioni paritetiche; *g*) adozione di modelli organizzativi di prevenzione e di contrasto della corruzione.

Il *rating* di legalità, ottenibile senza alcun costo, ha durata di due anni dal rilascio ed è rinnovabile su richiesta<sup>32</sup>.

Appare quindi chiara la direzione in cui si muove il legislatore, ovvero quella di coniugare fra loro aspetti di eticità aziendale, di diritto penale preventivo e, conseguentemente, di *compliance* aziendale.

In tale ottica, anche alla luce di quanto disposto dall'art. 3 del Regolamento attuativo in materia di *rating* di legalità, è determinante che l'impresa abbia adottato il modello di organizzazione gestione e controllo *ex* d.lgs. 231/2001<sup>33</sup>. D'altro canto, la corretta implementazione di un modello 231 – condiviso per il tramite di fasi formative e informative in favore degli interessati e che prevede la nomina di un organismo deputato alla vigilanza sul suo corretto funzionamento – di per sé è in grado (anzi, lo ha pure

---

<sup>30</sup> Cfr. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 111.

<sup>31</sup> Sul tema v. G. SORICELLI, *Il sistema della governance nel nuovo codice dei contratti pubblici. Profili disciplinari ed organizzativi tra potenzialità e limiti*, in *Resp. civ. prev.*, 2018, 4, 1370 ss.

<sup>32</sup> Al dicembre 2020 sono 8032 i soggetti in possesso del *rating*, di cui il 59,4% vantano una stelletta, il 33,6% due e il 7% tre (dati AGCM).

<sup>33</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020, 4, 1197 ss.; FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Rating di legalità e modello organizzativo ex D. Lgs. 231/2001: novità e spunti per la valorizzazione degli strumenti di corretta gestione aziendale*, 2021, 11.

come scopo) di facilitare società ed enti durante le fasi interlocutorie con i terzi, tra cui la Pubblica Amministrazione e gli enti creditizi.

Giova inoltre evidenziare come sia stato creato un apposito elenco da parte dell'AGCM riportante tutte le imprese dotatesi di tale certificazione, nonché come da ottobre 2017 sia previsto l'obbligo di indicare anche nelle visure rilasciate dalle Camere di Commercio, nella sezione "attività, albi, ruoli, licenze", le informazioni relative all'eventuale possesso del *rating* di legalità<sup>34</sup>.

Tanto specificato, i confidi potrebbero certamente utilizzare, analogamente a quanto previsto per le banche, i *rating* etici per l'assegnazione del merito creditizio alle imprese garantite, favorendo quelle dotate di tale attestazione<sup>35</sup>. In questo modo assumerebbero un ruolo sistemico ancora più determinante e virtuoso, di fatto affiancando le imprese socie e sensibilizzandole all'utilizzo di metodologie gestionali ispirate (anche) ad elementi di carattere etico e, più ancora, alla questione della finanza sostenibile (ESG)<sup>36</sup>. Si osserva, peraltro, come anche la già citata circolare della Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, n. 285 preveda che le strategie aziendali definite dall'organo con funzione di supervisione strategica debbano tenere in considerazione, fra l'altro, «gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali»<sup>37</sup>.

4.2. (Segue): *il microcredito*. – Il comma 4, lett. e), dell'art. 10 del d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141 consente ai confidi, anche a quelli che non hanno le autorizzazioni di cui all'art. 106 TUB, l'iscrizione all'elenco degli operatori di microcredito di cui all'art. 111 TUB<sup>38</sup>. Infatti, ai sensi del 1° comma della norma citata, «in deroga all'articolo 106, comma 1, i soggetti iscritti in un apposito elenco, possono concedere finanziamenti a persone fisiche o società di persone o società a responsabilità limitata semplificata di cui all'articolo 2463 *bis* codice civile o associazioni o società cooperative, per

---

<sup>34</sup> Cfr. G. PEZZANO, *Modelli 231 e rating di legalità. Regolamento attuativo AGCM n. 28361 del 28.7.2020*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2021, 3.

<sup>35</sup> Confapifidi, un confidi vigilato con sede legale a Brescia, è uno dei primi confidi ad aver agito in questo senso; tale confidi ha stabilito che per le imprese in possesso del *rating* di legalità possa essere innalzato di 500 euro il contributo massimo di euro 8.000 già previsto per investimenti e per carenze di liquidità, da calcolarsi in percentuale sul (restante) finanziamento principale garantito. Cfr. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 117.

<sup>36</sup> Su quest'ultimo aspetto cfr. S.K. PARK, *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 2018, 54, 1, 1 ss.

<sup>37</sup> In argomento v. F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 195 ss. Tale approccio è peraltro pure presente nelle società quotate, ove i richiami alla sostenibilità sono contenuti nel Codice di *Corporate Governance* applicabile dal 1° gennaio 2021. Sul tema v. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 2, 272 s.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 4, 441 ss.

<sup>38</sup> A parere di chi scrive le parole di Muhammad Yunus, premio Nobel per la pace 2006 e presidente di Grameen Bank, con sede in Bangladesh e tra i più grandi istituti di microcredito al mondo (da lui fondato nel 1977), meglio di qualunque altro intervento ci aiutano a capire l'importanza del microcredito: «Il sistema che abbiamo creato non riconosce le persone. Solo le carte di credito sono accettate. Solo le patenti sono accettate. Le persone no. Sembra che per le persone sia inutile avere una faccia. Ormai si guarda sempre la patente, la carta di credito, il codice sanitario o fiscale. Ma se un documento vale più di una faccia, mi chiedo, quest'ultima perché ce l'abbiamo».

l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa, a condizione che i finanziamenti concessi abbiano le seguenti caratteristiche: a) siano di ammontare non superiore a euro 40.000,00 e non siano assistiti da garanzie reali; b) siano finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro; c) siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati»<sup>39</sup>.

Più nello specifico, è il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 17 ottobre 2014, n. 176 a definire le due forme tipiche dell'attività di microcredito, ovvero: a) il microcredito alle imprese, finalizzato all'avvio ed allo sviluppo di iniziative imprenditoriali ed all'inserimento nel mercato del lavoro (art. 1, comma 1); b) il microcredito sociale, destinato alla promozione di progetti di inclusione sociale e finanziaria a favore di persone fisiche in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale (art. 5, comma 1)<sup>40</sup>.

Evidentemente, il coinvolgimento dei confidi nelle operazioni di microfinanza può comportare benefici importanti, tra cui, *in primis*, la capacità di meglio "interpretare" le esigenze delle PMI bisognose di sostegno (ai confidi, come è noto, è tuttavia preclusa l'attività di rilascio di garanzie a favore di persone fisiche e, pertanto, del c.d. microcredito sociale) e dei territori nei quali queste insistono. In tale ottica, i confidi potrebbero non solo garantire dette operazioni, ma anche direttamente erogare tali finanziamenti, all'interno della c.d. "attività residuale"<sup>41</sup>. In aggiunta, gli enti di garanzia hanno pure la possibilità di proporsi quali soggetti erogatori di servizi di tutoraggio in ordine alle operazioni di microfinanza; conseguentemente, i confidi non solo potrebbero vedere migliorare i propri margini operativi, ma soprattutto aiutare il sistema finanziario a diminuire i tassi di *default* di detti (micro) finanziamenti<sup>42</sup>.

Un ulteriore aspetto merita sottolinearsi: le imprese bisognose di microfinanza ben potrebbero, in prospettiva, aumentare la propria operatività e, quindi, necessitare dei più tradizionali finanziamenti garantiti. Il microcredito potrebbe quindi certamente contribuire ad aumentare l'operatività prospettica dei confidi, a prescindere da ogni altra considerazione di carattere etico.

Deve tuttavia evidenziarsi anche la circostanza secondo cui, generalmente e soprattutto negli ultimi anni, i confidi tendono a sviluppare operazioni di un certo rilievo economico, posti a cospicui costi operativi che li caratterizzano (è la medesima motivazione per cui l'Autorità di vigilanza è propensa a favorire operazioni di aggregazioni tra consorzi di garanzia): tale aspetto potrebbe evidentemente frenare lo sviluppo di operatività con pratiche di microcredito.

5. *L'operatività dei confidi.* – Come è noto, l'attività dei confidi si svolge in un mercato caratterizzato da un'importante collaborazione con il sistema bancario – che in

<sup>39</sup> Cfr. G.B. BARILLÀ, *op. cit.*, 100 ss.

<sup>40</sup> Sul tema cfr. L. NONNE, *Il microcredito solidale: profili tipologici e proposte disciplinari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 1, 49 ss.

<sup>41</sup> Che può arrivare per i confidi vigilati, previa autorizzazione della Banca d'Italia, entro un limite pari al 49% dell'attivo.

<sup>42</sup> Tassi spesso alti alla luce della circostanza che, solitamente, i percettori del microcredito sono soggetti con poche competenze in materia economica-finanziaria. Cfr. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 98.

talune situazioni può trasformarsi in concorrenza – in un contesto ove interferiscono le scelte pubbliche sia di carattere regolamentare, sia di sostegno (diretto o indiretto) ai medesimi. Non di meno, l'attività dei confidi – pur di tipo imprenditoriale e quindi focalizzata anche alla ricerca dell'equilibrio economico e patrimoniale – è contraddistinta dal fine mutualistico.

Il modello di *business* del confidi dovrà in particolare contemplare due aree strategiche: l'area commerciale e quella relativa ai crediti. In aggiunta, non potrà mancare un ufficio destinato al contenzioso.

L'area commerciale ha come obiettivo quello di proporre ai soci (presenti e futuri) operazioni finanziarie garantite<sup>43</sup>, nonché l'erogazione degli altri servizi concessi ai confidi vigilati dalle norme<sup>44</sup>. Ad essa sono correlati la quasi totalità dei ricavi del confidi (le commissioni sulle garanzie concesse e gli introiti per le consulenze prestate), nonché i maggiori costi operativi di tutta la struttura.

L'area crediti, invece, ha come *goal* precipuo quello di definire e proporre i *rating* alle imprese affidate, di valutare le controgaranzie necessarie per il perfezionamento delle operazioni<sup>45</sup>, di gestire gli investimenti delle disponibilità dei fondi rischi e patrimoniali, nonché di monitorare nel tempo i rischi legati alle garanzie prestate.

In ipotesi di crediti deteriorati, o comunque considerati particolarmente rischiosi, la gestione delle posizioni spetterà infine all'area contenzioso, alla quale è affidata il compito di recuperare quante più risorse possibili<sup>46</sup>.

Il modello del confidi dovrebbe inoltre prevedere una terza area deputata alla gestione del rischio, area che talvolta viene "assorbita" dall'area crediti: l'obiettivo è quello di assicurare i rischi presenti, imputando al fondo rischi gli accantonamenti necessari per la copertura delle perdite attese<sup>47</sup>.

Ad essa spetta inoltre gestire la variazione delle commissioni correlate alla mutazione del *rating* delle imprese affidate, nonché gli eventuali investimenti finanziari delle risorse accantonate nei fondi rischi e provenienti dal patrimonio disponibile. Ad

---

<sup>43</sup> I confidi possono inoltre costituire depositi monetari a copertura totale o parziale delle perdite eventualmente derivanti dai finanziamenti concessi. La singola garanzia è utilizzata, di solito, a vantaggio di singole imprese consorziate, mentre la costituzione di depositi è più frequente in ipotesi di finanziamenti a *pool* di imprese; in argomento C. D'AURIA, *Il ruolo dei confidi nel finanziamento delle piccole e medie imprese alla luce delle modifiche del regolamento internazionale di vigilanza*, in «Newsletter Aifirm», 2005, 1 ss.; I. BORRELLO-P.A. LAURETTA, *Sub art. 112, Altri soggetti operanti nell'attività di concessione di finanziamenti*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, II, Milano, 2018, 1656.

<sup>44</sup> In particolare, la consulenza finanziaria alle PMI, ma anche altre attività quali, ad esempio, la gestione dei fondi antiusura di cui alla legge 7 marzo 1996, n. 108 (nell'osservanza del D.P.R. 11 giugno 1997, n. 315, "Regolamento di attuazione dell'articolo 15 della legge del 7 marzo 1996, n. 108, concernente il Fondo per la prevenzione del fenomeno dell'usura"), quella dei fondi pubblici di agevolazione ai sensi delle disposizioni contenute nel TUB e, infine, quella dei portali *on-line* per la raccolta di capitale di rischio (*equity crowdfunding*).

<sup>45</sup> Per la gestione dei rapporti con il Fondo di Garanzia e in generale per le riassicurazioni potrebbe essere tuttavia prevista un'area *ad hoc*, la c.d. area portafoglio.

<sup>46</sup> Laddove il recupero da parte dell'area contenzioso sia superiore alla perdita attesa sommata alle spese amministrative relative al credito, la gestione sarà da considerarsi positiva e quindi con benefici sulla redditività del confidi.

<sup>47</sup> In argomento v. L. ERZEGOVESI, *Verso un nuovo modello di equilibrio gestionale dei consorzi fidi*, in COMANA (a cura di), *Banca, Credito e Rischi. Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Roma, 2009, 115 ss.

esempio, potranno essere effettuati investimenti in fondi monetari o in altri strumenti finanziari, tra cui i *minibond*<sup>48</sup>.

La redditività del confidi verrà quindi alimentata dalla gestione scaturente dalle aree richiamate, al netto delle perdite inattese per le quali non sono stati predisposti accantonamenti. Tuttavia, anche alla luce delle caratteristiche mutualistiche dell'ente, la redditività non potrà considerarsi quale (unico) elemento su cui impostare l'intera gestione del confidi: altri saranno gli obiettivi strategici ricercati dai soci, tra cui, *in primis*, la crescita del numero delle imprese garantite, nonché, auspicabilmente, l'aumento del patrimonio del medesimo intermediario finanziario (il che significa una sua maggiore solvibilità)<sup>49</sup>.

5.1. *Le specifiche convenzioni con gli istituti bancari.* – Per quanto non vi siano particolari obblighi normativi, l'operatività dei confidi risulta per lo più caratterizzata dal rispetto di particolari convenzioni stipulate con gli istituti di credito, al fine di definire aspetti procedurali ed economici in ordine ai crediti garantiti. Così, in esse sono ad esempio specificate le modalità di concessione del credito alle PMI e i costi ad esso connesso (interessi per le banche e commissioni di garanzia per i confidi), che possono variare all'interno di scaglioni predefiniti in base allo *scoring* dell'affidato. Detti accordi prevedono inoltre, di solito, alcuni *plafond* annuali di risorse destinate dalla banca per l'operatività col confidi sottoscrittore, terminati i quali dovrà essere effettuato un aggiornamento alla convenzione o, se di durata pluriennale (come usualmente accade), si dovrà aspettare il successivo anno.

Inoltre, le convenzioni prevedono comunque che almeno una parte del rischio connesso all'operazione del finanziamento rimanga in capo alla banca, ragion per cui non è per loro ipotizzabile alcun obbligo convenzionale di credito in ipotesi di accettazione della garanzia da parte del confidi.

Generalmente, le convenzioni con gli istituti bancari hanno come effetto quello di far ottenere ai consorziati una riduzione dei tassi di interesse, posto che i confidi possono trarre vantaggio dalle economie di scala che da esse derivano: ogni richiesta di finanziamento viene infatti "centralizzata", consentendo al consorzio fidi di aumentare – quantomeno teoricamente – il potere contrattuale nei confronti della banca.

Tuttavia, il tasso di interesse del finanziamento può essere negoziato anche a seguito di altri fattori, tra cui, *in primis*, la preselezione effettuata dal comitato tecnico del consorzio di garanzia, che assicura alla banca convenzionata, specie se di dimensioni non grandi, un non trascurabile risparmio di tempo e risorse per le (prime) valutazioni del potenziale affidatario. Appare peraltro evidente che tanto più il comitato rischi e i comitati tecnici del confidi saranno in grado di esprimere valutazioni affidabili (e quindi un miglior apprezzamento del rischio) sulle operazioni proposte, tanto più la banca potrà ragionevolmente cercare di venire incontro alle esigenze del soggetto finanziato.

<sup>48</sup> Sulle forme di finanziamento alternativo alle società sia altresì concesso rinviare a G.A. POLICARO, *I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 2, 381 ss.

<sup>49</sup> Tuttalpiù al *management* del confidi potrà essere dato come obiettivo un certo tasso di remunerazione del capitale netto, inteso come livello minimo necessario al fine di ottenere una data crescita del patrimonio.



Come è noto, infatti, i confidi prevedono solitamente la presenza di due comitati: il comitato tecnico, in genere formato da componenti del sistema associativo di provenienza o da soggetti che conoscono le realtà imprenditoriali dei consorziati (anche potenziali), che proporrà una prima valutazione sulla moralità e la competenza tecnica del richiedente il credito, ed il comitato rischi, che presenterà una valutazione del rischio dell'operazione, una proposta di *rating* con la quale viene espresso un giudizio tecnico sulla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa sufficienti ad assicurare il rimborso dell'eventuale finanziamento<sup>50</sup>. D'altro canto, va altresì nuovamente rimarcato come, a prescindere dal meccanismo di doppia valutazione da parte del confidi e dell'istituto di credito, spetti solo a quest'ultimo la decisione ultima sul finanziamento all'impresa, senza cioè che possa configurarsi alcun diritto di credito a seguito della sola istruttoria positiva da parte del consorzio di garanzia<sup>51</sup>.

Sempre riguardo al tasso di interesse applicato alle PMI ad alle influenze positive in ordine al suo contenimento in presenza di un confidi, reputo che l'elemento di forse maggior rilievo sia da rinvenirsi nella capillare azione di informazione riguardo alle condizioni applicate dalle banche convenzionate: spesso le imprese consorziate non sono poste nelle condizioni di conoscere in modo preciso le diverse condizioni applicate dalle banche, o, per mancanza di tempo, non riescono comunque a scegliere (anche perché a volte mal consigliate) l'operazione migliore per le proprie necessità<sup>52</sup>. Il confidi ha quindi anche la funzione di ovviare alla mancanza di trasparenza nei rapporti tra banca e cliente, di sovente denunciate dall'opinione pubblica e responsabile di un aumento degli oneri finanziari per le imprese.

In ogni caso, la presenza della singola convenzione tra confidi ed istituto di credito ed il successivo specifico contratto che la PMI stipulerà autonomamente con i due soggetti convenzionati, sembrerebbe caratterizzare l'operazione di affidamento garantito per la presenza di (ben) tre distinti rapporti giuridici bilaterali: i) il contratto di credito tra istituto finanziatore e PMI debitrice, di cui il confidi non ne è parte; ii) la convenzione di garanzia tra istituto e confidi; iii) il rapporto sociale e l'eventuale contratto di prestazione del servizio tra PMI e confidi, rapporto cui è estraneo l'istituto che concede il credito<sup>53</sup>.

Il rapporto "trilaterale" cliente-banca-confidi non dovrebbe quindi comportare un aumento di costi finanziari, ma anzi, come si è visto, contenerli. Le convenzioni stipulate tra banca e confidi hanno pertanto anche tale obiettivo: posto che le banche detengono minor rischio di credito in ordine alle operazioni garantite, la somma degli oneri richiesti da istituti bancari e confidi devono comunque essere contenute, non eccedendo – quantomeno in modo rimarchevole – gli oneri che la singola operazione (non garantita) comporterebbe.

<sup>50</sup> Cfr. F. CESARINI, *Consozi-fidi e finanziamenti dell'impresa*, in BIONE-CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Consozi-fidi e cooperative di garanzia*, Milano, 1982, 17.

<sup>51</sup> Le verifiche effettuate dal confidi devono peraltro essere svolte – quantomeno da parte del comitato rischi – in modo oggettivo e rigoroso; se così non fosse (magari perché il confidi volesse favorire talune imprese consorziate, nonostante la quota di rischio di competenza), si verrebbe a creare un effetto *reverse* con perdita di fiducia da parte della banca, con conseguente marginalizzazione del confidi stesso.

<sup>52</sup> Cfr. F. CESARINI, *op. cit.*, 21.

<sup>53</sup> Cfr. E. OLIVIERI, *L'ambulatorietà della garanzia del confidi nelle cessioni di rapporti giuridici e nelle cessioni di crediti: spunti interpretativi e riflessioni*, in *Resp. civ. prev.*, 2015, 4, 1369 ss.

Sempre nel solco di tali ragionamenti, ci si chiede se il credito garantito ottenuto dall'impresa possa considerarsi aggiuntivo a quello che la banca avrebbe concesso in via ordinaria: la risposta, in questo caso, non pare possa considerarsi positiva.

Infatti, la capacità di assorbimento di prestiti che la banca è disposta a riconoscere al singolo cliente è generalmente correlata alla capacità di restituzione dei finanziamenti concessi: l'ulteriore garanzia del confidi influenza infatti il grado di rischio (e quindi il costo) dell'operazione, non la capacità di generazione di flussi al servizio del debito<sup>54</sup>.

Ad ogni modo, si sottolinea come la disciplina di riforma della vigilanza dei confidi di cui al d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141 consenta la facoltà ad associazioni di categoria e confidi di stipulare convenzioni "complesse" con banche ed intermediari finanziari al fine di favorire l'ottenimento di finanza da parte delle imprese associate; peraltro, in questo modo le associazioni di categoria di cui spesso i confidi sono emanazione non potranno essere sanzionate per lo svolgimento di attività riservata (di mediazione creditizia), ben potendosi servire di agenti in attività finanziaria e di mediatori creditizi in possesso dei requisiti di cui all'art. 128-*novies*, comma 1, TUB<sup>55</sup>.

5.2. (Segue): *il rapporto convenzionale tra banche e confidi*. – Negli ultimi anni la struttura giuridica delle convenzioni stipulate dai consorzi fidi con il sistema bancario ha subito notevoli variazioni: la fideiussione rilasciata dai confidi, infatti, non è più considerata come un mero strumento di garanzia aggiuntivo sul credito concesso alla PMI, bensì quale strumento in grado di consentire alla banca una migliore e sicura operatività. Ne consegue che il consorzio di garanzia è considerato, sempre di più, alla stregua di un *partner* istituzionale dell'istituto di credito, istituto con il quale viene condiviso il rischio a fronte di una valutazione preventiva del merito creditizio del prenditore<sup>56</sup>.

Per tale motivazione si è nel tempo modificato anche il mercato delle garanzie, che ha visto un notevole cambiamento in ordine ai principali prodotti offerti: si pensi, ad esempio, alle garanzie fideiussorie a valere sui c.d. fondi rischi monetari<sup>57</sup>, alle garan-

---

<sup>54</sup> Un'eccezione a tale ragionamento può forse essere individuata nell'ipotesi in cui la garanzia del confidi consenta all'imprenditore di "liberare" garanzie reali, le quali possono essere utilizzate per l'ottenimento di altri finanziamenti (cfr. M. PREDA, *I consorzi di garanzia collettiva fidi*, in AA.VV., *Il mercato finanziario e lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, Mediocredito Regionale Lombardo, Milano, 1980, 356). Tuttavia, le garanzie reali dovrebbero riguardare beni "facilmente" liquidabili, quantomeno per non incorrere nel problema testé richiamato di mancanza di flussi sufficienti per il ripagamento del debito (che sarebbe invece superato laddove, a seguito della garanzia, non venisse richiesto all'impresa di "congelare" fondi come collaterale).

<sup>55</sup> Tale facoltà è peraltro estesa anche agli enti da loro controllati, quali le società di servizi. Appare evidente, quindi, come i confidi emanazione di associazioni datoriali abbiano la possibilità di "sfruttare" le sedi territoriali delle stesse, accrescendo la loro penetrazione su aree diverse e, in definitiva, potendo proporre i loro servizi alle imprese confederate. Cfr. R. TURTURRO-E. PIANI, *Agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi: un'analisi empirica*, in *Bancaria*, 2010, 10, 60 ss.

<sup>56</sup> Cfr. B. RUSSO, *I confidi nel rilancio del sistema delle garanzie. Evoluzioni e prospettive*, Milano, 2020, 190.

<sup>57</sup> Il fondo rischi monetari è utilizzato per eventualmente onorare le fideiussioni consortili a favore delle imprese garantite ed il saldo è vincolato a favore delle banche convenzionate; è alimentato da versamenti effettuati dalle imprese socie, nonché da contributi a fondo perduto provenienti da Enti locali, associazioni di categoria, Camere di Commercio, etc. Può inoltre essere anche incrementato da una parte degli interessi

zie autonome “a prima richiesta” (per le quali è presente un fondo cauzionale)<sup>58</sup> o, ancora alle convenzioni tipo *tranché cover*<sup>59</sup>.

Oggi le banche prediligono richiedere ai confidi garanzie autonome “a prima richiesta”, più sicure (e più costose) rispetto alle garanzie fideiussorie: generalmente tali preferenze sono previste in distinte clausole specifiche della convenzione, posta la loro diversa funzione ed efficacia<sup>60</sup>.

Tale scelta si giustifica anche alla luce delle nuove disposizioni di Basilea 3, che hanno come obiettivo (anche) quello di minimizzare “l’effetto rischio” degli istituti di credito in ordine alle garanzie di portafoglio<sup>61</sup>. La conseguenza di dette soluzioni ha peraltro comportato la rivisitazione di molte convenzioni tra confidi (soprattutto i maggiori) e banche, in modo da dotarle dei requisiti di esecutività diretta. Ovviamente tali forme di garanzie comportano maggiori problemi per i confidi, per i quali tale scelta è sostenibile economicamente e patrimonialmente solo nell’ipotesi in cui vi sia una controgaranzia statale<sup>62</sup>. Deve peraltro anche considerarsi che, in ipotesi di garanzie su fondi rischi monetari, le banche corrono implicitamente un rischio maggiore, posto che il fondo deve coprire più operazioni; lo stesso fondo – in presenza di un importante numero di *default* di imprese finanziate – può essere assorbito completamente lasciando l’istituto di credito senza ulteriori protezioni e, soprattutto, senza la possibilità di valutare l’efficacia della garanzia *ex ante* (alla luce della mancata conoscenza del portafoglio complessivo e dei comportamenti delle altre banche convenzionate).

Tali aspetti sono peraltro stati tenuti in debita considerazione nella stesura delle “Linee guida ABI-Federconfidi” del 2009, le quali hanno proposto soluzioni volte a

che l’impresa affidata paga alla banca (e quest’ultima riverserà al fondo), in base a quanto stabilito dalle convenzioni. In ipotesi l’impresa socia abbia posizioni incagliate o girate a sofferenza, l’istituto di credito, dopo aver agito con le convenzionali procedure di escussione, potrà accreditare – previa comunicazione al confidi – l’importo da questi garantito. Cfr. B. RUSSO, *op. cit.*, 191.

<sup>58</sup> Il fondo cauzionale è generalmente costituito e composto da cauzioni versate su un conto corrente vincolato dalle medesime imprese richiedenti il finanziamento, a garanzia dell’istituto di credito (e, indirettamente, del confidi). Sul tema, cfr. L. GAI (a cura di), *La nuova attività dei Confidi. Profili contabili e regolamentari*, Milano, 2011, 60 ss.

<sup>59</sup> Il *tranché cover* è uno strumento di ingegneria finanziaria, ai sensi dell’art. 44 Regolamento (CE) n. 1083/2006 e degli artt. 43 e ss. del Regolamento (CE) n. 1828/2006, che permettono alle imprese ammesse di poter beneficiare di migliori condizioni di accesso al credito, ottenendo tassi di interesse migliorativi rispetto all’andamento del mercato. I benefici dell’operazione sono in sintesi: i) per le PMI, aumento delle disponibilità di credito e riduzione del costo del finanziamento; ii) per la banca *originator*, abbattimento dell’assorbimento patrimoniale ed efficientamento dei rischi assunti attraverso forme innovative di protezione del credito.

<sup>60</sup> Come è noto, con il contratto autonomo di garanzia una parte si obbliga ad eseguire immediatamente (“a prima richiesta”) la prestazione del debitore, senza potere sollevare eccezioni. La fideiussione è invece sempre accessoria rispetto all’obbligazione principale, tanto che spesso è proprio il fideiussore a portare contestazioni relative allo stesso credito garantito. In relazione alla possibilità di qualificare un impegno quale contratto autonomo di garanzia piuttosto che fideiussione, la Cassazione ha osservato che il mero inserimento in un contratto di fideiussione di una clausola di pagamento “a prima richiesta” e soprattutto “senza eccezioni” vale di per sé a qualificare il negozio come contratto autonomo di garanzia. Cfr. Cass., sez. unite, n. 3947/2010; Cass. n. 19736/2011; Cass. n. 10998/2011.

<sup>61</sup> Tale propensione verso le garanzie “a prima richiesta” ha il vantaggio, solo per le banche, di consentire loro di ottenere una riduzione del patrimonio di vigilanza da accantonare.

<sup>62</sup> D’altro canto, il passaggio a questa forma di garanzia diretta controgarantita ha quantomeno consentito ai confidi di appostare i fondi rischi monetari non più necessari a patrimonio. Cfr. B. RUSSO, *op. cit.*, 195.

meglio consentire la corretta continuità del rapporto di garanzia tra confidi ed istituti di credito<sup>63</sup>.

5.3. *Le strutture tranché cover*. – Le strutture *tranché cover* (o strutture segmentate) consentono di suddividere il portafoglio di garanzie tra più soggetti (di solito confidi, Regioni, Enti pubblici, Fondo Centrale di Garanzia). Trattasi, in genere, di fondi costituiti per specifiche attività e con i quali è possibile garantire il sostegno al finanziamento di imprese con particolari caratteristiche (di solito individuate da un bando accompagnatorio): tali operazioni, se ben strutturate, possono pertanto rappresentare un'importante opportunità di sviluppo dell'operatività dei confidi, quantomeno di quelli maggiormente organizzati e patrimonializzati.

In termini operativi le banche possono attraverso tali strumenti trasferire il loro rischio previa individuazione, su un portafoglio di prestiti, di almeno due profili di rischio: una *tranche* con rischio di "prima perdita" c.d. *first loss* (trasferita a taluni intermediari, tra cui il confidi) e una quota che supporta le perdite successive alle prime, c.d. *second loss*, trasferita solitamente ad un altro istituto di credito (spesso attraverso un contratto di *Credit Default Swap*)<sup>64</sup>.

Il risultato è quindi di attenuare il rischio in capo al soggetto erogatore del finanziamento, posto che si andranno ad avere livelli diversi di copertura dello stesso: l'operazione *tranché* può quindi rappresentare una leva finanziaria più efficiente per veicolare (anche) risorse pubbliche verso le PMI, consentendo alle banche di ridurre i noti assorbimenti di capitale<sup>65</sup>.

Ad ogni modo, appare indispensabile, al fine di determinare l'avvio delle operazioni segmentate, che preventivamente sia stipulato un testo di convenzione tra i soggetti che partecipano all'operazione; accordo che ben potrebbe integrare anche le altre convenzioni concordate tra i singoli confidi e le banche per l'ordinaria operatività. Le banche, inoltre, avrebbero il vantaggio di finanziare le PMI abbattendo i propri requisiti patrimoniali (non dovendo accantonare patrimonio per le operazioni garantite), evitando peraltro – prospetticamente – complesse e costose operazioni di cartolarizzazione.

Chiaramente, attività di tal tipo non possono prescindere da una certa fiducia tra banche e confidi, fiducia "alimentata" precipuamente dal riconoscimento da parte del mercato dell'attività caratteristica (di garanzia) svolta nel tempo da parte di questi ultimi<sup>66</sup>.

---

<sup>63</sup> Cfr. ABI-FEDERCONFIDI, *Linee guida per il rinnovo delle convenzioni tra banche e Confidi*, dicembre 2009.

<sup>64</sup> Cfr. C. D'AURIA, *Le strutture tranché cover e le loro potenzialità nel finanziamento delle PMI*, in *Bancaria*, 2014, 3, 62 ss.

<sup>65</sup> Cfr. B. RUSSO, *op. cit.*, 204.

<sup>66</sup> Al riguardo, deve per esempio considerarsi quanto attuato dal gruppo Unicredit, che ha implementato un modello interno per valutare l'affidabilità e l'organizzazione dei singoli confidi per mezzo di un *rating* interno; obiettivo di tale intervento è quello di comprendere fino a che punto la garanzia rilasciata dai confidi possa continuare ad essere – a prescindere dalle ponderazioni patrimoniali poste dalla normativa – un reale strumento di abbattimento dei requisiti "strutturali" per le banche. Cfr. L. GAI-E. GIOVANNINI, *Il rating Confidi per una migliore valorizzazione della garanzia*, in *Bancaria*, 2013, 10, 34 ss.

5.4. *Uno sguardo alle operazioni in minibond da parte dei confidi*. – Si è accennato di come i confidi possano diversificare le loro attività, eventualmente anche sottoscrivendo operazioni di *minibond*<sup>67</sup>: obiettivo può essere quello di diversificare il portafoglio e di ottimizzarne il rendimento<sup>68</sup>. Nulla esclude, inoltre, che siano gli stessi consorzi di garanzia ad emettere detti strumenti, usando la medesima strategia utilizzata da talune banche (che si fanno finanziare da altri istituti di credito)<sup>69</sup>.

Tuttavia, i confidi possono soprattutto operare in qualità di garanti, contenendo il rischio degli investitori intenzionati a sottoscrivere i *minibond*<sup>70</sup>. In aggiunta, sempre in tale prospettiva, i confidi potranno certamente agire in *pool* con altri soggetti istituzionali, ad esempio delle *tranches junior*<sup>71</sup>. La collaborazione tra più confidi potrebbe consentire di garantire fino al 100% del valore di un'emissione di *minibond*, ovvero in modo da creare una *asset class* nella quale possano investire soggetti alla ricerca di rendimenti poco rischiosi (sebbene più bassi rispetto ad altre operazioni analoghe non garantite).

Tra l'altro, in molte operazioni di garanzia i confidi non avrebbero la concorrenza da parte del Fondo Centrale di Garanzia (invece attivabile direttamente dalle banche relativamente ai finanziamenti concessi alle imprese): sono infatti i soli enti a poter garantire le singole emissioni di *minibond* con scadenza inferiore ai 36 mesi e, ovviamente, destinati a sottoscrittori rientranti tra gli intermediari vigilati<sup>72</sup>. Pertanto, quantome-

---

<sup>67</sup> Il primo fondo di *minibond* in cui hanno investito i confidi è stato costituito nel 2014 da *Zenit sgr*. Il veicolo era denominato “fondo progetto minibond Italia”, un fondo chiuso di diritto italiano dedicato ad investitori istituzionali ed era stato garantito sia dal Fondo Centrale di Garanzia sia da Eurofidi.

<sup>68</sup> Come è noto, il legislatore è intervenuto in più occasioni con l'intento di facilitare la possibilità per le PMI di usufruire di canali di finanziamento alternativo tramite l'emissione di *minibond*: tale “percorso” si è sviluppato nel tempo con il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 «decreto sviluppo», il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 «sviluppo bis», il d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 «destinazione Italia», il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 «decreto competitività»). Come conseguenza è stato concesso l'accesso all'emissione di detti titoli a tutte le società di capitali non finanziarie (ed anche alle cooperative) per importi fino a 500 milioni per emissione, limitandone i costi e creando agevolazioni fiscali (deducibilità degli interessi passivi e del costo di emissione a determinate condizioni). I tassi di interesse sono riconosciuti sotto forma di cedola periodica e la scadenza, solitamente, è nel medio-lungo periodo; tale ultima circostanza consente (auspicabilmente) agli emittenti di finanziare investimenti in sviluppo a costi minori rispetto a quanto emergerebbe per il tramite del tradizionale credito bancario. Deve peraltro evidenziarsi, rispetto a tale ultimo punto, come i *minibond* possano consentire di ottimizzare i flussi in uscita: mentre il prestito bancario (“ordinario”, non *bullet*) richiede il pagamento rateale sia di quote di capitale che di interessi, le emissioni di *minibond* generalmente prevedono la restituzione del capitale alla scadenza, incidendo quindi *medio tempore* solo per la quota di interessi. In ogni caso, i *minibond* sono quotati su listini (ExtraMot Pro) aperti solo ad investitori istituzionali.

<sup>69</sup> Cfr. B. RUSSO, *op. cit.*, 214.

<sup>70</sup> Un investimento garantito in *minibond* può ad esempio dare maggiore fiducia ad investitori stranieri, nonostante conoscano meno il mercato (e le imprese emittenti) del nostro Paese, rendendo nei fatti l'operazione meno rischiosa e più “attraente”.

<sup>71</sup> Ovvero la *tranche* maggiormente subordinata e non garantita dei titoli emessi e che, pertanto, sopporta per prima le perdite che si potranno verificare nel corso del recupero delle attività sottostanti.

<sup>72</sup> Il Fondo Centrale di Garanzia può concedere garanzie dirette su operazioni di durata compresa tra 36 e 120 mesi, senza che sia prevista altra garanzia reale o assicurativa per la quota coperta dal medesimo Fondo e per percentuali fino al 50% in ipotesi il capitale del *minibond* sia rimborsato a rate, fino al 30% se l'operazione è *bullet*, ovvero se il rimborso del capitale avviene per intero alla data di scadenza. Il Fondo Centrale di Garanzia potrà altresì garantire portafogli di *minibond*, su richiesta di banche, intermediari finanziari, vigilati e gestori; in questo caso lo stesso deve avere ammontare compreso tra i 50.000.000 di euro ed i 300.000.000 di euro e ogni singola operazione del portafoglio non può avere importo maggiore del 3% del valore nominale di tutti i titoli che lo costituiscono. La copertura di dette ultime operazioni non può superare

no in tale segmento, potrebbero prospettarsi interessanti opportunità di allargamento dell'operatività dei consorzi di garanzia, alternative al *core business* delle fideiussioni rilasciate al sistema bancario<sup>73</sup>.

In ogni caso, l'importo garantibile dal Fondo Centrale di Garanzia per le singole operazioni con durata superiore ai tre anni è pari a 1.500.000 euro e, comunque, per percentuali che non superano il 50% dell'emissione<sup>74</sup>: anche per tali interventi è possibile richiedere una co-garanzia per la parte non coperta dal Fondo.

Tanto puntualizzato, si evidenzia come il confidi possa anche svolgere attività di *scouting*, connessa alla selezione delle PMI che hanno le caratteristiche e le potenzialità per poter emettere i *minibond*, nonché di mera consulenza, assistendo le stesse imprese nella prevalutazione finanziaria delle operazioni e, successivamente, nella presentazione al mercato<sup>75</sup>.

In ultimo, se il mercato dei *minibond* si svilupperà anche in Italia come è avvenuto in altri Paesi europei, non è da escludersi che i confidi possano divenire importanti *players* in ordine alle operazioni di cartolarizzazione delle medesime emissioni, ovvero sottoscrivendo le *notes* emesse dalle c.d. SPV (*Special Purpose Vehicle*)<sup>76</sup>. Come è noto, con tali operazioni il rischio di credito (in questo caso dei portafogli di *minibond*) viene sottoposto al c.d. *pooling and tranching* ed i titoli derivanti vengono collocati sul mercato<sup>77</sup>, con conseguente aumento del c.d. effetto leva. I confidi potrebbero ad esempio non solo sottoscrivere i titoli *asset-backed*, ma anche garantire parte dell'operazione (ad esempio, la parte non "coperta" dell'emissione originaria – *tranche junior*).

---

l'8% dell'ammontare (e l'eventuale garanzia della *tranche junior* non può oltrepassare l'80%). In ogni caso, i requisiti e le operazioni ammissibili alla garanzia del Fondo Centrale di Garanzia sono indicati e regolati dal Decreto Interministeriale MiSE-MEF del 5 giugno 2014, c.d. Decreto *minibond*). Per ulteriori approfondimenti v. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 162 s.; B. RUSSO, *op. cit.*, 215; C. D'AURIA, *Mini-bond e cambiali finanziarie: il ruolo delle garanzie*, Newsletter del Consorzio Camerale per il Credito e la finanza, 2014, marzo, 2 ss.

<sup>73</sup> Deve peraltro sottolinearsi come generalmente le PMI che si "affacciano" al mercato dei *minibond* prediligano inizialmente operazioni di importo contenuto e di durata limitata (di solito entro i 12 mesi, c.d. operazioni *short term*); la motivazione è quella di farsi prima conoscere ed apprezzare dal mercato, emettendo successivamente altri *minibond*, di solito con scadenze temporalmente maggiormente dilatate (e tassi minori).

<sup>74</sup> Il costo della garanzia ammonta all'1% dell'importo garantito.

<sup>75</sup> Cfr. A.P. IANNUZZI, *op. cit.*, 154.

<sup>76</sup> In argomento v. G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio*, in *Bancaria*, 2014, 6, 3 ss.

<sup>77</sup> Con *pooling* si intende l'identificazione di un portafoglio di crediti (statico o dinamico, in questo ultimo caso è possibile aggiungere o sostituire esposizioni) segregato giuridicamente rispetto al patrimonio del soggetto che ne è detentore. Il *tranching*, invece e come *supra* richiamato, comporta l'emissione a fronte degli attivi di almeno due classi di esposizioni con diversa priorità (*seniority*) rispetto alla partecipazione ai flussi del portafoglio, remunerate con un tasso di interesse prefissato correlato al rischio. È inoltre prevista una *tranche* residuale (*junior*) remunerata solo in presenza di rimanenti flussi di cassa, ovvero dopo che siano state remunerate le altre *tranches*. In argomento sia concesso rinviare a L. ERZEGOVESI, *Le cartolarizzazioni Sts e le garanzie di portafoglio sul credito alle Pmi*, in *Bancaria*, 7-8, 62 ss.; ID., *Confidi e tranching cover: un'alternativa alla trasformazione in intermediari vigilati?*, 2007, 4 ss., in [leasrv.cs.unitn.it/masterfidi/Wiki.nsf/Pages/Materiali/\\$file/Erzegovesi07\\_TranchingCover.pdf](http://leasrv.cs.unitn.it/masterfidi/Wiki.nsf/Pages/Materiali/$file/Erzegovesi07_TranchingCover.pdf).

5.5. *NPL e ruolo dei confidi*. – Prendendo spunto dai ragionamenti suesposti – ed in considerazione della crisi finanziaria derivante dal Covid – ci si chiede ora quali strumenti abbiano i confidi per la gestione dei loro crediti deteriorati, potenzialmente destinati ad “esplodere” quantomeno nel medio periodo<sup>78</sup>. D’altro canto, non solo le crisi finanziarie tendono ad avere effetti temporalmente “sfasati” rispetto alle cause che le hanno determinate, ma pure la strutturazione di alcuni provvedimenti governativi emananti dal 2020 avranno fisiologicamente termine, con effetti non facilmente ponderabili (per quanto certamente negativi) sul sistema economico<sup>79</sup>. Oltre a tali aspetti dovrà altresì considerarsi sia quanto indicato dal Regolamento UE 171/2018, in vigore dal 1° gennaio 2021 e che, come è noto, prevede più rigorose definizioni per quanto concerne i *default* (la prevedibile conseguenza è l’aumento delle posizioni deteriorate)<sup>80</sup>, sia quanto determinato dal Regolamento UE 630/2019, che impone agli intermediari di stanziare accantonamenti maggiori (con consecutivi maggiori costi di gestione) sugli NPL non garantiti<sup>81</sup>.

A fronte di tali problematiche, i confidi si troveranno a dover garantire cospicui importi di NPL, non semplici da gestire da parte delle banche<sup>82</sup>. Un’alternativa disponibili-

---

<sup>78</sup> Sulla base di taluni scenari, l’aggregato a livello di eurozona potrebbe raggiungere 1,4 trilioni di euro già alla fine del 2022. In termini comparativi, si tenga conto che durante la crisi del 2008-2011 gli NPL avevano raggiunto un picco, a livello di UE, dell’ordine di 1 trilione di euro. Per quanto riguarda l’Italia, stime e previsioni sia di Banca d’Italia sia, soprattutto, di operatori specializzati (ad esempio DBRS e Banca Ifis) confermano le prospettive di deterioramento. I livelli di capitalizzazione attuali sono in media adeguati, ma lo *stock* complessivo di NPL potrebbe raggiungere nel 2022 un livello di 440 miliardi di euro, ovvero 100 miliardi in più del livello stimato a fine 2020. La creazione di nuovi NPL a livello europeo potrebbe quindi portare a picchi ben superiori a quelli precedentemente raggiunti. Ciò implica un irrigidimento delle condizioni creditizie da parte delle banche ed il rischio del ripetersi del circolo vizioso fra razionamento creditizio e difficoltà delle imprese. Come soluzione, di carattere europeo, è stata addirittura presentata anche la proposta che la Commissione costituisca una *bad bank* per lo smaltimento dei crediti deteriorati. Al riguardo v. A. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional ‘bad bank’*, *Financial Times*, 26 ottobre 2020, in <https://www.ft.com/content/cc3a9a51-4d9a-4c73-9ff0-9f623ecf4065>. In ogni caso, si veda anche quanto indicato da EBA, *Risk Assessment of the European Banking System*, December 2020, 10 ss. e, per un commento, R. MASERA, “Per una *bad bank* europea”, in *Bancaria*, 2020, dicembre; M. SEPE, *CoViD: un significativo acronimo. “Come Ovvviare Virtuosiamente (all’) Innalzamento (del) Debito?”*, in AA.VV., *CoViD-19 e diritto dell’economia*, 2020, suppl.to al n. 5, *Nuova giur. civ. comm.*, 18 ss. Si veda, inoltre, F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell’economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, II, 550 ss.

<sup>79</sup> Si pensi, ad esempio, alla fine delle moratorie disposte dal d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. “Cura Italia”) prorogate dal d.l. 14 agosto 2020, n. 104 (c.d. “Agosto”) e dalla legge di bilancio 2021, moratorie che perderanno efficacia nel 2021. Cfr. C. D’AURIA, *I non performing loans (NPL) in risk-share tra banche e confidi*, in BOLOGNESE-VESCINA (a cura di), *I confidi in Italia 2021*, Torino, 2021, 455 ss., disponibile su [https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/I\\_Confidi\\_in\\_Italia\\_Edizione\\_2021.pdf](https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/I_Confidi_in_Italia_Edizione_2021.pdf).

<sup>80</sup> Il regolamento prevede due soglie di rilevanza massime molto basse, di cui una è fissa e l’altra variabile: la prima è indicata in 100 euro per le esposizioni al dettaglio ed in 500 euro per le altre, mentre il limite variabile è compreso tra lo 0% e il 2,5%, sebbene quest’ultimo, ai sensi dell’art. 1, par. 2, «è fissata all’1% quando corrisponde ad un livello di rischio che l’autorità competente considera ragionevole». Inoltre, l’obbligazione è da considerarsi rilevante quando le soglie sono superate per 90 giorni o, in ipotesi siano garantite da immobili residenziali o di proprietà di piccole e medie imprese, per 180.

<sup>81</sup> Riguardo a quest’ultima direttiva sia concesso rinviare per approfondimenti a G. VIOTTI, *Verso una disciplina europea dei crediti deteriorati: riflessioni a margine del regolamento (UE) 2019/630*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, 116 ss.

<sup>82</sup> In ordine ai crediti deteriorati v. anche P. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato regole e rafforzamento del sistema*, Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia al convegno “NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori”, Roma, 9 ottobre 2018, 14 ss.

le per queste ultime è certamente quella di cartolarizzare tali crediti, sebbene siano note le difficoltà operative ed i costi; in tali ipotesi, i confidi dovranno prestare molta attenzione agli aspetti organizzativi interni, relazionandosi con il *servicer* individuato per la cartolarizzazione al fine di meglio gestire le garanzie prestate<sup>83</sup>.

Ciò precisato, non è da escludersi che i confidi possano essi stessi trovarsi di fronte all'esigenza di cedere crediti deteriorati, ad esempio in qualità di garanti già escussi. Anche in questo caso sembrerebbe maggiormente efficiente che detti crediti deteriorati siano gestiti da un *pool* di consorzi di garanzia, sia per efficientare i costi di gestione (le operazioni di cartolarizzazione non convengono se di importo contenuto), sia per "spuntare" condizioni migliori sul mercato.

Infine, si sottolinea altresì come gli NPL detenuti dai confidi possano anche essere semplicemente gestiti internamente o ceduti.

Nella prima ipotesi valgono le considerazioni già formulate sull'importanza dell'organizzazione interna del singolo confidi, posta la rilevanza del monitoraggio e dell'intervento tempestivo presso il cliente in difficoltà, individuando ad esempio con lui soluzioni transattive o escutendo eventuali altre garanzie da questi rilasciate<sup>84</sup>.

La seconda alternativa è invece data dalla cessione *pro-soluto* degli NPL da parte delle banche che vantano il credito e che sono garantite dai confidi: in tal caso, i confidi garanti potranno essere escussi dalle società cessionarie dei crediti. Non sfugge, anche in detta circostanza, l'importanza degli assetti organizzativi, i quali dovranno dimostrarsi adeguati anche al fine di individuare le migliori opzioni per gestire tali operazioni (solitamente transare) con le società addette al recupero del credito ed alla riscossione delle garanzie prestate.

Da quanto evidenziato appare comunque chiaro come, qualsivoglia sia la modalità di gestione del credito (deteriorato), i confidi dovrebbero adottare un approccio operativo diverso: se infatti risulta necessario vigilare i clienti e gestire le garanzie concesse, forse, ancora di più è determinante cercare di concedere fiducia alle imprese solo a fronte di attente valutazioni sul merito creditizio nel momento genetico dell'operazione. Molte sono le inefficienze che nel tempo hanno spesso caratterizzato la concessione di garanzie da parte di taluni confidi: le ripercussioni non potranno che emergere nel medio periodo, a maggior ragione se si considera che le prospettive economiche future appaiono piene di insidie.

---

<sup>83</sup> Cfr. C. D'AURIA, *I Non Performing Loans (NPL)*, cit., 460. Sulle cartolarizzazioni dei crediti deteriorati v. inoltre E.R. RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 6, 926 ss.; L. DE ANGELIS, *Le regole contabili degli NPL*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2019, 1, 15 ss.; R. MAGLIANO, *Npl e cartolarizzazioni dei crediti tra attualità e criticità: riflessioni su un fenomeno nuovamente in ascesa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, 2, 325 ss.

<sup>84</sup> Sul tema si rinvia a quanto indicato dalla nota circolare della Banca d'Italia del 5 agosto 1996, n. 217 che, in particolare al par. 7 delle «Avvertenze generali», ben specifica come debbano essere monitorate le posizioni del credito (deteriorato). In ogni caso, al fine di sorvegliare i crediti sarà fondamentale verificare le segnalazioni alla Centrale dei Rischi; deve tuttavia segnalarsi come spesso i confidi deleghino eccessivamente tali attività a *providers* esterni, sovente senza adeguate e puntuali verifiche sul loro operato. In aggiunta, molti di questi "consulenti" tendono ad utilizzare, nonostante la chiarezza della circolare della Banca d'Italia del 5 agosto 1996, n. 217, programmi gestionali e, a volte, terminologie differenti; forse anche l'Autorità di vigilanza dovrebbe prestare maggiore attenzione al loro operato. Infine, giova ricordare come le stesse banche abbiano spesso l'obbligo, previsto dalle convenzioni operative, di segnalare ai medesimi confidi l'evoluzione (il c.d. "cambio di stato") dei rapporti di finanziamento assistiti da garanzie. In argomento v. B. RUSSO, *op. cit.*, 157.



# IL GOVERNO SOCIETARIO DELLE SICAF

di Luigi Ardizzone

SOMMARIO: 1. Il campo di osservazione. – 2. I presidi funzionali alla sana e prudente gestione, al contenimento del rischio e alla stabilità patrimoniale. – 3. Le implicazioni del requisito di autonomia del gestore rispetto agli investitori. – 3.1. L'esercizio del diritto di voto da parte dei soci investitori. – 3.2. La presenza dei soci investitori nell'organo con funzione di gestione. – 4. Conclusioni.

1. *Il campo di osservazione.* – Due sono i piani di osservazione del governo societario delle Sicaf: da un lato, in via generale, quello della tendenziale integrazione della disciplina dei soggetti attivi nel settore bancario e finanziario; dall'altro lato, quello della convivenza tra disciplina di settore e disciplina delle società azionarie.

Il primo piano di osservazione attiene alla espressa volontà di far convergere le regole europee di governo societario delle società vigilate in un corpo normativo più omogeneo rispetto al passato, ferme restando le peculiarità dei singoli ambiti<sup>1</sup>.

L'obiettivo di organicità dell'intera disciplina di *governance* dei soggetti vigilati è poi ancor più accentuato nell'ordinamento interno a fronte della recente scelta nazionale di attuare un allineamento delle regole previste per i gestori con le previsioni applicabili agli intermediari che prestano servizi e attività di investimento, a loro volta predisposte tenendo conto delle regole per le società bancarie.

In merito, si guardi, in particolare, al Regolamento della Banca d'Italia del 5 dicembre 2019 di attuazione degli artt. 4-*undecies* e 6, comma 1, lett. b) e c-bis), t.u.f. (d'ora innanzi anche il "Regolamento 5 dicembre 2019"), riguardante il governo societario e i requisiti generali di organizzazione sia dei soggetti che prestano servizi e attività di investimento sia di quelli che esercitano l'attività di gestione collettiva del risparmio (Sgr, Sicav e, appunto, Sicaf)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> In merito a tale processo di convergenza regolamentare, cfr., recentemente, V. COLAERT-D. BUSCH-T. INCALZA (a cura di), *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019; J.H. BINDER, *Corporate Governance of Financial Institution: In Need of Cross-Sectoral Regulation*, in *Governance of Financial Institutions*, diretto da D. Busch-G. Ferrarini-G. Van Solinge, Oxford, 2019, 18 ss.; F. ANNUNZIATA, *MiFID II as a template. Towards a general charter for the protection of investors and consumers of financial products and services in EU financial law*, in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, a cura di R. D'Ambrosio-S. Montemaggi, Banca d'Italia, in *Quaderno di Ricerca Giuridica* n. 90, Roma, 2020, 23 ss.

<sup>2</sup> Tale regolamento ha rappresentato il completamento dell'«adeguamento del quadro normativo italiano al pacchetto MiFID2/MiFIR nelle materie assegnate alla competenza esclusiva della Banca d'Italia» (in questi termini, il relativo documento di consultazione, agosto 2018, 1). Comunque, il quadro normativo di riferimento dei gestori è stato rivisto malgrado essi non siano destinatari delle norme in materia di governo societario contenute nella MiFID2, in ragione della «rilevanza dell'attività svolta dai gestori, nonché [della]

Un chiaro indizio di tale convergenza è la previsione, anche in capo ai gestori, di presidi di governo societario adottati già da tempo per altri soggetti vigilati (in particolare, le banche), quali la presenza di amministratori indipendenti nell'organo con funzione di supervisione strategica, la puntualizzazione del ruolo del presidente ovvero l'enfasi sui flussi informativi, fermo il rispetto del principio di proporzionalità (anch'esso caratterizzante la regolamentazione bancaria e finanziaria).

Ciò a fronte di una disciplina europea dei gestori meno incisiva sul governo societario rispetto agli altri soggetti regolati (banche, compagnie di assicurazione e imprese di investimento), fatta eccezione per alcuni specifici ambiti – quali, in particolare, il trattamento dei conflitti di interesse e la gestione dei rischi, oltre alla generale attenzione per la organizzazione amministrativa e contabile e per le procedure di controllo interno – comunque finalizzati più al rapporto contrattuale con gli investitori che all'efficiente gestione imprenditoriale nell'interesse dei soci<sup>3</sup>. Il secondo piano di osservazione, invece, non ha a che fare con una precisa scelta legislativa, trattandosi piuttosto di una sorta di punto di tensione – che potrebbe quasi definirsi *casuale* – nella intersezione tra la disciplina della società azionaria e la disciplina speciale della gestione collettiva del risparmio, specificamente in merito al rapporto tra soci *gestori* e soci *investitori*<sup>4</sup>.

Tale peculiarità è dovuta alla strutturale alterità nella gestione collettiva del risparmio tra investitori (da un lato) e gestori (dall'altro lato), ossia tra chi affida il proprio denaro e chi riceve detto denaro per investirlo<sup>5</sup>.

Si tratta di una alterità che, se declinata rispetto a un gestore collettivo in veste di società di capitali, tocca principi di vertice quale quello maggioritario – con una intensità tale da arrivare a determinarne un vero e proprio ribaltamento –, al contempo valorizzando istituti del diritto societario (come le categorie di azioni) che dal contesto generale trovano una funzione particolare nel rispondere a esigenze caratterizzanti lo specifico ambito della gestione collettiva del risparmio.

Il perno normativo è dato dall'art. 1, comma 1, lett. k), t.u.f. ove si definisce “Oicr” un «organismo [...] gestito in monte nell'interesse degli investitori e *in autonomia* dai medesimi» (enfasi aggiunta)<sup>6</sup>.

---

esigenza di evitare un dislivello normativo con gli altri intermediari che prestano servizi e attività di investimento, [...] nell'interesse dell'impresa e di tutti gli *stakeholders*» (documento di consultazione, cit., 5). La disciplina del sistema organizzativo e del governo societario dei gestori è contenuta nel Titolo II del Regolamento 5 dicembre 2019, applicabile in relazione alla prestazione dei servizi, ossia «i servizi e le attività di investimento, i servizi accessori e il servizio di gestione collettiva del risparmio» (secondo la definizione di cui all'art. 31 del medesimo regolamento).

<sup>3</sup> Peraltro, i profili di governo societario attingono essenzialmente ai gestori di fondi di investimento alternativi, dunque, alla Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (d'ora innanzi anche la “Aifmd”), recepita nell'ordinamento interno mediante il d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. Sui temi di *corporate governance* relativi a tale direttiva, cfr. P. CÂMARA, *AIFM's Governance and Remuneration Committees*, in D. Zetsche (edited by), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>3</sup>, Alphen aan den Rijn, 2020, 283 ss.

<sup>4</sup> Sull'argomento, mi sia consentito rinviare a L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, 1094 ss.

<sup>5</sup> Sulla dialettica tra socio investitore e *manager* professionale, cfr. già P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, in *Riv. soc.*, 1992, 733.

<sup>6</sup> Sul requisito di *autonomia* del gestore rispetto agli investitori, cfr. F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti-M. Maugeri-M. Notari, vol. II, Bologna, 2012, 249.

Il predetto principio di autonomia è poi ribadito nella regolamentazione secondaria, ove si ri-afferma che: «[l]’attività di gestione collettiva è svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti agli OICR», con la conseguenza che «i partecipanti [...] non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell’OICR e delle attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento»<sup>7</sup>. Il grado di dettaglio aumenta quando, nella stessa norma, da un lato, è affermata la compatibilità con detto principio dell’esercizio «dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societaria», dall’altro lato, quando è precisato che: «la circostanza per cui negli OICR riservati siano attribuiti poteri consultivi ai partecipanti non fa venire meno la natura di OICR dell’organismo, [costituendo, tuttavia,] indici della sussistenza di un controllo da parte dei partecipanti sulla gestione degli OICR: i) la possibilità di esercitare un’influenza determinante sulle decisioni. Tale circostanza ricorre ad esempio ove i partecipanti abbiano il potere di impedire l’adozione di decisioni attraverso l’esercizio di un diritto di veto o per effetto dell’ammontare dei *quorum* stabiliti per l’assunzione delle decisioni degli organi societari; ii) la possibilità di condizionare la gestione in base alle partecipazioni detenute, a patti in qualsiasi forma stipulati, a clausole statutarie. Vengono in considerazione, ad esempio, i patti parasociali che riservano ai soci il diritto di indirizzare le scelte di investimento con meccanismi di sostituzione degli amministratori che non si conformano alle indicazioni ricevute»<sup>8</sup>.

Per apprezzare il rilievo del principio di autonomia dei gestori rispetto agli investitori nel contesto della *corporate governance* delle Sicaf, si tenga altresì presente che detto principio, pur essendo espressione del diritto interno (cfr. già l’art. 1, comma 1, lett. j), t.u.f. *post* d.l. 31 maggio 2010, n. 78, conv. in l. 30 luglio 2010, n. 122)<sup>9</sup>, non è estraneo alla regolamentazione europea. Difatti, pur assente in norme di rango primario (inclusa la Aifmd), se ne ha riscontro negli *Orientamenti Esma sui concetti chiave della direttiva Gefia*, 13 agosto 2013, 2013/611, VI, 12, lett. c), ove si affermava che «gli azionisti di un organismo [oltre che i detentori di quote] – in qualità di gruppo collettivo – non hanno *discrezionalità o un controllo su base giornaliera*» (enfasi in originale).

D’altronde, sia la disciplina secondaria interna sia i predetti Orientamenti attribuiscono al principio di autonomia la natura di elemento costitutivo della fattispecie: quanto alla prima, il capoverso del predetto Regolamento sulla Gestione Collettiva è dedicato alle «caratteristiche essenziali» degli Oicr e altrettanto è da dirsi circa l’Orientamento citato<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Titolo I, cap. II, sez. II, par. 1, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento della Banca d’Italia del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016 (d’ora innanzi anche il “Regolamento sulla Gestione Collettiva”). In merito, cfr. P.M. MARRANGIO, *Le Sicaf*, Roma, 2021, 35.

<sup>8</sup> Regolamento sulla Gestione Collettiva, cit., titolo I, cap. II, sez. II, par. 1.

<sup>9</sup> Cfr. V. TROIANO, *Art. 37*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, tomo I, Torino, 2012, 573, il quale riconduceva il principio di autonomia a un «bilanciamento necessario tra le modalità di esercizio delle prerogative di *governance* riconosciute ai partecipanti, specificamente nell’ambito dei fondi chiusi, ed i connotati minimi per la sussistenza di una gestione collettiva ed in monte».

<sup>10</sup> Di questo avviso, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell’attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 426 s., pur evidenziando l’a. il rischio che poteri di intervento siano riconosciuti agli investitori «al solo fine di sottrarsi all’intera disciplina di vigilanza» (426).

2. *I presidi funzionali alla sana e prudente gestione, al contenimento del rischio e alla stabilità patrimoniale.* – Le regole circa il sistema organizzativo e il governo societario dei gestori (ivi incluse, quindi, le Sicaf) sono espressamente finalizzate ad assicurare la *sana e prudente gestione*, il *contenimento del rischio* e la *stabilità patrimoniale* (artt. 3, comma 1, e 33, comma 1, del Regolamento 5 dicembre 2019)<sup>11</sup>.

Si tratta, quindi, di finalità condivise dai gestori non solo con le imprese di investimento (tanto da aversi una unica fonte normativa secondaria in materia, qual è, appunto, il Regolamento 5 dicembre 2019), ma anche con le società bancarie (art. 53, comma 1, t.u.b. e Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013).

Condivise sono anche le modalità per raggiungere tali finalità a partire proprio dalla attenzione – in misura incrementale rispetto al diritto comune – per il sistema organizzativo e per il governo societario<sup>12</sup>, fino ad arrivare al comune “punto di caduta” della rimozione degli esponenti aziendali da parte dell’Autorità<sup>13</sup>.

Ne consegue il ricorrere – in tutti i predetti ambiti (bancario, dei servizi di investimento e della gestione collettiva) – dei medesimi strumenti, pur con diversa intensità a seconda dell’ambito, fermo comunque restando, come detto, il criterio della proporzionalità all’interno del singolo ambito in relazione alle dimensioni del soggetto vigilato.

In via generale, la convergenza può sintetizzarsi nella richiesta, da un lato, di definire la ripartizione delle competenze tra organi sociali e all’interno degli stessi, tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un’efficace e costruttiva dialettica, dall’altro lato, di far sì che detti organi siano composti in modo adeguato e svolgano in via continuativa ed efficiente le proprie funzioni<sup>14</sup>.

Alla prima prospettiva è ascrivibile la ripartizione di cui all’art. 34 del Regolamento 5 dicembre 2019, secondo la suddivisione tra funzioni (di supervisione strategica, di gestione e di controllo) già conosciuta per il settore bancario<sup>15</sup>.

Tale ripartizione di competenze trova una peculiare declinazione nella Sicaf, a fronte della predeterminazione della politica di investimento (in quanto Oicr) e altresì della sua collocazione in statuto (in quanto Oicr in veste societaria)<sup>16</sup>. Si attua, quindi, una rilevante attribuzione di competenza ai soci altrimenti spettante all’organo amministrativo; in merito, si ipotizzi, ad esempio, la definizione di un limite massimo di leva finanziaria (più restrittivo di quanto consentito dalle regole di vigilanza prudenziale), a

<sup>11</sup> Le medesime finalità erano espresse nella previgente disciplina secondaria ossia BANCA D’ITALIA-CONSOB, *Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*, 29 ottobre 2007, aggiornato in ultimo con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (d’ora innanzi anche il “Regolamento Congiunto”, art. 4, comma 1).

<sup>12</sup> Si tenga, comunque, presente, come già anticipato, che il titolo II (*Sistema organizzativo e governo societario*) della parte 4 del Regolamento 5 dicembre 2019 si applica ai gestori “in relazione alla prestazione dei servizi” (art. 32, comma 1, lett. a), del medesimo regolamento), come definiti nel precedente art. 31 ossia: “i servizi e le attività di investimento, i servizi accessori e il servizio di gestione collettiva del risparmio”.

<sup>13</sup> Cfr. F. GUERRERA, *La “rimozione” degli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2016, 427 ss.

<sup>14</sup> In generale, sulla composizione e funzionamento degli organi sociali dei gestori, cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. soc.*, 2016, 110 ss.

<sup>15</sup> Cfr. L. ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 1312 s.

<sup>16</sup> La necessità di esplicitazione di una specifica politica d’investimento per ciascun Fia è espressa nell’art. 4, comma 1, lett. a), i), Aifmd («definita a beneficio [degli] investitori»), oltre che nella definizione di Oicr data dall’art. 1, comma 1, lett. k), t.u.f. («politica di investimento predeterminata»).

ulteriore conferma del significativo impatto che possono provocare le norme speciali sul diritto comune<sup>17</sup>. Ne consegue il riconoscimento ai soci di un ruolo in ordine alle strategie d'investimento: il margine tra il concetto di "politica di investimento" e il concetto di "strategia di investimento" (attinente alla funzione di supervisione strategica) sembra, infatti, assai ridotto se non in una prospettiva di specificazione in concreto. E ciò conduce a un parziale scolorimento dell'art. 34, comma 1, lett. a), del Regolamento 5 dicembre 2019, attinente alle competenze dell'organo con funzione di supervisione strategica, tra cui (appunto) la individuazione degli «obiettivi e [del]le strategie del gestore, definendo le politiche aziendali».

Ciò sembra rendere meno fruibile il modello dualistico, risultando in parte "assorbito" in capo ai soci alcune competenze attribuibili al consiglio di sorveglianza ai sensi dell'art. 2409-terdecies, comma 1, lett. f-bis), c.c., quando altre competenze a esso attribuibili in base alla medesima norma (mi riferisco, in particolare, all'autorizzazione di specifiche operazioni straordinarie) potrebbero, d'altro canto, confliggere con il citato divieto di interferenza (anche tramite il veto) in capo agli investitori<sup>18</sup>.

Alla seconda prospettiva sono, invece, riconducibili (sempre in relazione alla prestazione dei servizi) le previsioni in ordine alla composizione degli organi sociali e alla articolazione endo-consiliare (in particolare, ai sensi degli artt. 36, 37 e 38 del Regolamento 5 dicembre 2019).

Ne consegue, in primo luogo, che i membri degli organi sociali delle Sicaf (con funzioni di gestione, supervisione strategica e controllo) devono riflettere un adeguato grado di diversificazione in termini, tra l'altro, di competenze, esperienze, età e genere, dovendo dedicare al proprio incarico tempo e risorse adeguate alla complessità dello stesso (art. 13, comma 1, del Regolamento 5 dicembre 2019, richiamato dall'art. 36, comma 1, del medesimo regolamento).

Tuttavia, a differenza dell'ordinamento bancario – ove la granularità è ben maggiore<sup>19</sup> – tali regole restano puri principi, senza specifiche previsioni normative, demandandosi allo statuto definire i requisiti per la composizione degli organi stessi (comma 3)<sup>20</sup>.

Inoltre, deve essere soddisfatto il requisito di indipendenza da parte di un "numero adeguato" di membri dell'organo con funzione di supervisione strategica, necessariamente dotati altresì di «professionalità e autorevolezza» (art. 13, comma 5, del Regolamento 5 dicembre 2019, richiamato dall'art. 36, comma 1, del medesimo regolamento, con esenzione per i gestori sottosoglia)<sup>21</sup>. Dunque, anche in questo caso viene de-

---

<sup>17</sup> Non vi sono, infatti, indici per escludere la competenza dell'assemblea straordinaria nel caso di modifica dello statuto relativamente alla politica d'investimento, a prescindere dalla necessità di autorizzazione della Banca d'Italia per le Sicaf non riservate, ai sensi dell'art. 35-septies, comma 1, t.u.f.

<sup>18</sup> Comunque, sulla astratta ammissibilità dell'adozione del sistema dualistico per un gestore (anche in veste di Sicaf), M. STELLA RICHTER JR, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, cit., 109.

<sup>19</sup> V. il d.m. 23 novembre 2020, n. 169.

<sup>20</sup> Ai sensi del quarto comma del medesimo art. 13, comma 1, del Regolamento 5 dicembre 2019, i componenti non esecutivi degli organi sociali partecipano ai processi di nomina e revoca dei responsabili delle funzioni aziendali di controllo.

<sup>21</sup> Cfr. già ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi*, 2014, reperibile sul sito dell'Associazione, ove, all'art. 8.2, tra le misure organizzative, si richiedeva la presenza nell'organo con funzione di supervisione strategica di un numero «significativo» di consiglieri indipendenti (da rapportarsi rispetto alle dimensioni dell'organo e all'operatività della società) ossia di «consiglieri non esecutivi che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con la Società o

mandata alla sensibilità statutaria la definizione di parametri essenziali (di carattere sia quantitativo sia qualitativo), salva la puntualizzazione in relazione ai gestori significativi e, in ogni caso, ai gestori le cui azioni siano quotate in un mercato regolamentato italiano o estero (seg. comma 2, richiamando l'art. 13, comma 6, del Regolamento 5 dicembre 2019). Difatti, per queste ultime, almeno un quarto dei componenti degli organi sociali deve possedere i requisiti di indipendenza<sup>22</sup>.

In secondo luogo, l'attenzione è posta sui comitati endoconsiliari (art. 37 del Regolamento 5 dicembre 2019). Tuttavia, anche in questo caso viene concessa ampia discrezionalità statutaria. Difatti, se da un lato, è richiesto ai gestori di definirne «in modo chiaro la composizione, il mandato, i poteri (consultivi, istruttori, propositivi), le risorse disponibili e i regolamenti interni», dall'altro lato, si lascia facoltà ai gestori stessi di decidere circa la loro istituzione («ove istituiti»). La facoltatività diventa, comunque, obbligatorietà per i gestori significativi e per quelli quotati in un mercato regolamentato, per i quali è richiesta la istituzione dei comitati rischi e nomine, nonché remunerazioni. È altresì previsto che tali comitati siano istituiti all'interno dell'organo con funzione di supervisione strategica.

Blanda, ma pur sempre rilevante, è poi la richiesta al comitato nomine di fissare un obiettivo (*target*) in termini di quota di genere meno rappresentato.

In terzo luogo, pur sempre in relazione alla prestazione dei servizi di investimento, si prevede che il presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica (dunque, il consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale), al fine di promuovere il buon funzionamento dell'organo, favorisca il confronto interno e assicuri il bilanciamento di poteri, sollecitando in modo neutrale la dialettica tra componenti esecutivi e non esecutivi e la partecipazione attiva di questi ultimi ai lavori dell'organo.

In tale prospettiva, vengono mutuati dalla regolamentazione bancaria, non solo la responsabilizzazione in capo al presidente circa l'adeguatezza della informativa preconsiliare e il riconoscimento in sede consiliare della giusta quantità di tempo alle questioni con rilevanza strategica<sup>23</sup>, ma altresì il divieto di cumulare la carica di presidente con quella di amministratore delegato (art. 15, comma 5, come richiamato dall'art. 38, del Regolamento 5 dicembre 2019, fatta eccezione per i gestori sottosoglia)<sup>24</sup>.

*3. Le implicazioni del requisito di autonomia del gestore rispetto agli investitori.* – Come anticipato nel paragrafo introduttivo, il secondo piano di osservazione attiene al

---

con soggetti legati alla Società, relazioni tali da condizionarne l'autonomia di giudizio» (par. 4, seguito al par. successivo da una elencazione non tassativa di ipotesi rispetto alle quali si presume mancare il requisito di indipendenza). Un'analoga soluzione era, comunque, già stata proposta nel *Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani*, promosso e istituito dalla Banca d'Italia, luglio 2008, 35, reperibile sul sito della medesima Assogestioni.

<sup>22</sup> La citata norma precisa che, qualora tale rapporto di un quarto «non sia un numero intero, si approssima all'intero inferiore se il primo decimale è pari o inferiore a 5; diversamente si approssima all'intero superiore».

<sup>23</sup> In forza del richiamo alla Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013, parte Prima, Titolo IV, Capitolo I, Sezione V, par. 2.2, lett. a) e b).

<sup>24</sup> A favore del ruolo non esecutivo del presidente dell'organo amministrativo si pone anche l'autodisciplina di settore (cfr. già IRISH FUNDS INDUSTRY ASSOCIATION, *Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies*, 2011, par. 5).

rapporto tra soci gestori e soci investitori, in rapporto al principio di autonomia nella gestione collettiva del risparmio<sup>25</sup>.

L'argomento ricade nel perimetro del governo societario poiché riguarda le leve della gestione dell'ente, in termini sia di individuazione dei soggetti cui affidare la gestione stessa in via generale sia di potenziale coinvolgimento di soggetti terzi rispetto agli amministratori in relazione all'adozione di specifiche scelte gestorie. E ciò in un quadro reso peculiare dalla predetta importazione nello statuto della politica di investimento, con conseguente sottoposizione ai soci delle potenziali decisioni di modifica della medesima politica di investimento<sup>26</sup>.

Preliminarmente, si evidenzia il fatto che la normativa secondaria faccia salvo, come detto, l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli Oicr in forma societaria, dunque, anche in qualità di azionisti di Sicaf.

Vi è, dunque, una conferma del diritto di esercitare il voto assembleare. Tuttavia, non sembra, al contempo, potersi proporre una interpretazione secondo la quale l'esercizio del voto, consentito in via generale, possa essere esercitato in deroga a detto principio di autonomia. Né si individuano ragioni per distinguere tra gestione collettiva secondo il modello contrattuale e gestione collettiva secondo il modello societario.

D'altronde, il medesimo Regolamento sulla Gestione Collettiva, come anticipato, considera indici della sussistenza di un «controllo» (non ammesso) da parte dei partecipanti sulla gestione degli Oicr anche il riconoscimento a questi ultimi del «potere di impedire l'adozione di decisioni attraverso l'esercizio di un diritto di *veto* o per effetto dell'ammontare dei *quorum* stabiliti per l'assunzione delle decisioni degli organi societari» (enfasi aggiunta). Mentre il potere di *veto* può ipotizzarsi anche nel modello contrattuale, il riferimento ai *quorum* per l'assunzione delle decisioni sociali non può che riguardare il modello societario visto l'esplicito riferimento agli «organi societari» (non potendo essere riconosciuta tale natura all'assemblea dei quotisti del fondo).

Altrettanto, deve dedursi rispetto alla prefigurata «possibilità di condizionare la gestione in base alle partecipazioni detenute, a patti in qualsiasi forma stipulati, a clausole statutarie [venendo anche] in considerazione, ad esempio, i patti parasociali che riservano ai soci il diritto di indirizzare le *scelte di investimento* con meccanismi di sostituzione degli amministratori che non si conformano alle indicazioni ricevute» (enfasi aggiunta)<sup>27</sup>.

3.1. *L'esercizio del diritto di voto da parte dei soci investitori*. – Alla luce di quanto previsto nella regolamentazione secondaria, non è vietato l'esercizio in sé da parte dei soci investitori del diritto di voto assembleare, risultando anzi un connotato essenziale

---

<sup>25</sup> Il presente par. 3 (inclusi i relativi sottoparagrafi) riproduce quanto da me già pubblicato in *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, cit., 1094 ss., pur contenendo alcune modifiche (di aggiornamento e coordinamento), nonché integrazioni.

<sup>26</sup> Sul punto, e anche per la qualificazione della «definizione dello *status* di “investitore azionista”» quale questione caratterizzante la Sicaf, cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto impresa*, 2018, 677.

<sup>27</sup> Titolo I, cap. II, sez. II, par. 1, nt. 3, Regolamento sulla Gestione Collettiva. La presenza di detti indici nel governo societario, non potendo caratterizzare un veicolo societario legittimato all'esercizio in via riservata dell'attività di gestione collettiva del risparmio, viene, quindi, riferita alle società collocate *al di fuori* del perimetro della riserva (cfr. A. SANTORO, *Le nuove SICAF e la disciplina delle investment company*, in *Amm. fin.*, 2016, n. 2, 54).

della gestione in forma societaria la possibilità per gli stessi di concorrere alle decisioni di competenza dell'assemblea, tra cui le modifiche statutarie, ivi comprese – con particolare specifico accento (come detto) – quelle attinenti alla politica di investimento, come declinata in statuto ovvero in un documento ad esso allegato.

Su un piano differente si pongono le ipotesi in cui i soci investitori, esercitando il diritto di voto assembleare, siano posti nella condizione di incidere sulle specifiche scelte gestorie, trovando, in tal caso, un ostacolo appunto nel principio di autonomia.

Non sembra, quindi, ipotizzabile in una Sicaf la previsione statutaria, ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., di autorizzazione assembleare per il compimento di singoli atti da parte dell'organo amministrativo comportanti la gestione del patrimonio raccolto, riconducibili a categorie di operazioni ovvero a soglie di rilevanza previste in statuto<sup>28</sup>. Infatti, la negazione dell'autorizzazione implicherebbe l'esercizio di un potere di veto, vietato, come detto, dalla regolamentazione secondaria<sup>29</sup>. Altrettanto deve dirsi rispetto alle ipotesi in cui detto potere si realizzi mediante il riconoscimento di un diritto particolare in capo a una categoria di azioni<sup>30</sup>.

A differente conclusione deve giungersi qualora la clausola statutaria assegni all'assemblea – ovvero alla singola categoria di azioni – il diritto di esprimere un mero parere non vincolante, in tal modo attribuendo ai soci quella competenza consultiva frequentemente riconosciuta ad appositi comitati nella prassi della gestione collettiva contrattuale in forma chiusa (che, peraltro, potrebbero essere creati anche in seno alla Sicaf)<sup>31</sup>.

<sup>28</sup> Dello stesso avviso, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento*, cit., 427 s., ma parrebbe in relazione solo a un «numero consistente di operazioni di investimento» (427 e, analogamente, 428, nt. 110). In senso contrario, F. ANNUNZIATA, *La SICAF nel quadro degli schemi organizzativi degli OICR, tra disciplina interna e UE*, in *Le Sicaf. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata-M. Notari, cit., 30, il quale ritiene che la tesi esposta integri una posizione «troppo rigida», considerando, invece, «compatibile con il requisito dell'autonomia l'attribuzione all'assemblea di competenze anche rientranti nel perimetro di quelle di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5), purché circoscritte ad ipotesi ben individuate, e non eccessivamente invasive, ossia tali da non comportare l'intervento degli azionisti nelle scelte "operative" di gestione».

<sup>29</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, vol. 2, 2006, Torino, 26; P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 12; F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 74 s.; V. PINTO, *Commento all'art. 2364*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, tomo I, Milano, 2016, 851. Di diverso avviso, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu-F. Messineo-L. Mengoni (continuato da P. Schlesinger), Milano, 2012, 351, trovando quest'ultimo a opinabile la qualificazione del diniego dell'autorizzazione quale «veto», a Suo avviso appartenendo il tema alla più generale questione delle deliberazioni «consultive» (nt. 16).

<sup>30</sup> In merito alla attribuibilità in via generale a specifiche categorie di azioni di un voto determinante, v. la massima n. 73 del 22 novembre 2005, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società), *Massime notari in materia societaria*, reperibile sul sito istituzionale.

<sup>31</sup> Della medesima opinione, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento*, cit., 428 s., il quale lascia, comunque, spazio alla possibilità di attribuire in via eccezionale poteri deliberativi ai «partecipanti» in due ipotesi: i) nel caso di operazioni di investimento o disinvestimento di rilievo tale da determinare, di fatto, una modificazione della politica di investimento; ii) nel caso di un conflitto di interessi in capo al «gestore». Pur condividendosi l'impostazione adottata dall'a., sembra più agevole trattare l'ipotesi *sub ii*) mediante procedure volte a valorizzare il ruolo dei componenti *indipendenti* (necessariamente) in seno all'organo amministrativo (di cui si dirà *infra* nel successivo par.), attribuendo la competenza all'assemblea



L'assemblea, senza incorrere nel divieto di ingerenza nella gestione, potrebbe anche rimuovere, rispetto a una specifica decisione gestoria, limiti previsti in via generale nell'ambito della politica d'investimento. Ad esempio, potrebbe consentire all'organo amministrativo il superamento della soglia di leva finanziaria, fissandone una meno stringente per il singolo caso. Tuttavia, sembra necessario che tale rimozione sia deliberata con i medesimi *quorum* previsti per le modifiche statutarie e, quindi, anche per le modifiche alla politica di investimento.

3.2. *La presenza dei soci investitori nell'organo con funzione di gestione.* – Comunque, è soprattutto l'esercizio del voto per la nomina dell'organo amministrativo a presentare profili di maggiore delicatezza. Considerando che l'investimento collettivo di detto patrimonio costituisce necessariamente oggetto esclusivo della società, ai sensi degli artt. 1, comma 1, lett. i-bis), e 35-bis, comma 1, lett. f), t.u.f., consegue il dubbio – fatta eccezione per la Sicaf eterogestita ai sensi dell'art. 38 t.u.f.<sup>32</sup> – circa la possibilità per i soci investitori di comporre l'organo amministrativo, votando per sé stessi oppure per soggetti di loro fiducia – purché sempre dotati dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, altresì soddisfacendo i criteri di competenza e correttezza (ai sensi dell'art. 13 t.u.f., richiamato dall'art. 35-bis, comma 1, lett. d), t.u.f.) – eventualmente anche con attribuzione di deleghe.

La risposta del tutto negativa non convince, risultando incompatibile con lo *status* di socio una limitazione a priori e assoluta del diritto di voto nel concorrere alla formazione dell'organo amministrativo (eventualmente anche nominando sé stessi); ciò, a maggior ragione, dovendosi distinguere – nella intersezione tra disciplina speciale e disciplina comune – tra: (a) gestione del patrimonio raccolto (di competenza dei soli soci gestori) e (b) amministrazione della società.

---

solo qualora l'organo amministrativo non sia in grado di neutralizzare in tal modo detti conflitti. In tal caso, ad ogni modo, pare necessario che il voto spetti ai soli soci *investitori* secondo una sorta di procedura di *whitewash* convenzionalmente prevista (sul tema, F. GUERRERA, "Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. *whitewash* nelle società aperte), in *RDS*, 2015, 94 ss.). Invece, circa l'ipotesi *sub i*), in considerazione della predetta necessità di includere in statuto la politica d'investimento, sembra doversi ritenere necessaria una deliberazione dell'assemblea in veste straordinaria di modifica formale della politica di investimento, sia perché facilmente potrebbe essere contestata la necessità di applicazione analogica dell'art. 2361, comma 1, c.c. (essendo, in questa prospettiva, affine la finalità della politica d'investimento rispetto a quella relativa all'oggetto sociale), sia per il rischio di veder altrimenti aggirata la necessità di autorizzazione della Banca d'Italia alle modifiche degli statuti delle Sicaf non riservate (art. 35-septies, comma 1, t.u.f.). In via generale, sulla possibilità di prevedere negli statuti delle società chiuse clausole che attribuiscono all'assemblea compiti consultivi, M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-V. Cariello, -V. Di Cataldo-F. Guerrera-A. Sciarro-ne Alibrandi, vol. 1, Torino, 2014, 819 ss., il quale ritiene legittima, a fronte della disposizione dell'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c., «una opzione convenzionale che affievolis[ca] l'intervento assembleare al rango di una raccomandazione non vincolante» (842). Sulla composizione degli *advisory boards*, J.A. SCHARF-MAN, *Private Equity Operational Due Diligence*, Hoboken (New Jersey), 2012, 302 s.

<sup>32</sup> Nella Sicaf eterogestita l'autonomia richiesta viene garantita dal fatto che la gestione del patrimonio raccolto tra gli investitori è affidata a un soggetto *esterno* alla società, da indicarsi in statuto, restando all'organo amministrativo della Sicaf i compiti di gestione della sola parte di patrimonio "essenziale", a fronte di un capitale sociale nella misura sufficiente per il permanere dell'autorizzazione da parte della Banca d'Italia. Circa la riconduzione della eterogestione alla «differenziazione tra istituzione e gestione», cfr. M.G. IOCCA, *Le società di investimento tra disciplina interna ed armonizzazione europea*, in *NLCC*, 2018, 975.

Dunque, dovrebbe potersi affermare la possibilità per i soci investitori di concorrere a tutte le attività che non siano riferibili specificamente alla gestione del patrimonio raccolto. Essi saranno, pertanto, legittimati: non solo (i) a partecipare alla votazione assembleare per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo; ma anche (ii) a essere essi stessi nominati (nel caso in cui il socio sia una persona giuridica, come frequentemente avviene, il riferimento riguarda i suoi soci, amministratori e dipendenti) oppure a nominare persone di loro fiducia (eventualmente in forza di diritti di categoria ovvero di meccanismi di voto di lista); anche (astrattamente) (iii) con delega all'esercizio di attività non attinenti alla gestione del patrimonio raccolto, ossia essenzialmente ad attività di carattere organizzativo, stante la predetta esclusività dell'oggetto sociale<sup>33</sup>.

Tuttavia, qualora i soggetti competenti alla gestione del patrimonio raccolto siano interni alla società (dunque, nell'ambito di una Sicaf autogestita), assumendo, direttamente e anche tramite dipendenti, le specifiche scelte gestorie, dovrebbero necessariamente essere espressione dei soci gestori. Contrasterebbe, infatti, con il principio di autonomia l'attribuzione a soci investitori (a prescindere dal ruolo dagli stessi ricoperto) di: (i) compiti di gestione del patrimonio raccolto, individualmente – si pensi, in particolare alle deleghe rilasciate in seno all'organo amministrativo – ovvero tramite la partecipazione a comitati degli investimenti (comunque denominati); (ii) incarichi di amministrazione (sia esecutivi sia non esecutivi) nelle società partecipate, costituendo essi attuazione dell'attività gestoria, con conseguente coinvolgimento nella gestione stessa del patrimonio raccolto, tanto più evidente nel caso di esercizio da parte della Sicaf dell'attività di direzione e coordinamento delle società controllate<sup>34</sup>.

Più complesso è il caso delle competenze attinenti alla gestione del patrimonio raccolto che restino in capo all'intero organo amministrativo della Sicaf, quindi, senza essere oggetto di specifica delega interna all'organo. In merito, non convince una soluzione quale la necessità di astensione da parte degli amministratori espressi dagli inve-

<sup>33</sup> Per una lettura più restrittiva, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento*, cit., 428 (in particolare, nt. 112), ritenendo l'a. incompatibile con il requisito di autonomia anche l'assunzione da parte degli amministratori espressi dai «partecipanti» di un ruolo *non esecutivo* all'interno dell'organo amministrativo, «atteso che, in una società di capitali, il *plenum* consiliare è in posizione sovraordinata rispetto ai consiglieri destinatari di deleghe e, soprattutto, che sui consiglieri non esecutivi incombono gli specifici compiti di valutazione di adeguatezza degli assetti societari da cui la gestione "operativa" discende». Con la conseguenza che, sempre secondo l'a., «questi elementi determinano senz'altro un superamento del principio di autonomia del gestore (da intendersi anche come autonomia nelle scelte di organizzazione dell'impresa e nella definizione degli assetti di essa) e l'insorgenza di "poteri connessi [sia pure non indirettamente] alla gestione operativa dell'Oicr" (per riprendere l'espressione utilizzata dalla Banca d'Italia)». Si tenga, comunque, presente che l'a. fa riferimento a ipotesi riguardanti la *collettività* dei soci, consentendosi – (su questo punto) condivisibilmente – una deroga qualora i «soggetti direttamente coinvolti nell'attività di gestione (*managers*) [partecipino] con capitale proprio all'organismo di investimento, a fianco di partecipanti con profilo di investitori "puri"» (429 s.). In adesione alla predetta tesi restrittiva sembra anche P. SPOLAO-RE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1187, quale verosimile conseguenza della Sua osservazione per cui «analogamente agli Oicr che adottano la forma di fondo comune, anche nell'Oicr sotto forma di [...] Sicaf i risparmiatori, più che partecipare a un'impresa comune, semplicemente affidano l'amministrazione di una determinata disponibilità finanziaria a un gestore professionale». In via generale, circa i compiti di amministratori esecutivi e non esecutivi di una Sgr, A. VICARI, *Organo amministrativo e funzione di risk management nelle società di gestione del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 28 ss.

<sup>34</sup> In merito all'attività di direzione e coordinamento nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, mi sia consentito rinviare a L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018.

stitori: si tratterebbe di una sorta di rimedio rafforzato di ascendenza attinente al conflitto d'interessi che, comportando un depotenziamento strutturale, sostanzialmente porrebbe quasi nel nulla l'interesse degli investitori alla presenza nell'organo amministrativo.

Piuttosto, appare preferibile – specificamente per quest'ultima ipotesi come anche per la tematica in generale – doversi ipotizzare che gli amministratori espressione dei soci investitori: (i) siano in minoranza nell'organo amministrativo (ferma la responsabilità solidale, ciò comporterebbe una prevalenza strutturale dei gestori, eventualmente realizzabile mediante gli strumenti di cui si farà cenno *infra*); e, ovviamente, (ii) soddisfino anche i requisiti previsti dall'art. 13 t.u.f. (anche) per le Sicaf. Tra di essi vi è quello della indipendenza, da rapportarsi anche alla richiesta di «indipendenza di giudizio» rivolta a ciascun membro dell'organo di gestione di un Gefia dall'art. 21, comma 1, lett. c), Regolamento delegato (UE) della Commissione del 19 dicembre 2012, n. 231, ad integrazione della Aifmd.

Amministratori indipendenti, dotati di elevata professionalità, che non siano espressione dei soci gestori potrebbero, anzi, svolgere un utile ruolo di monitoraggio in seno all'organo amministrativo, sollecitando il presidente nel garantire un elevato flusso di informazioni e un corretto svolgimento delle procedure decisionali<sup>35</sup>.

Ed è poi anche la figura del presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica (dunque, del consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale e in quello monistico) a rappresentare un possibile ruolo da attribuirsi a un amministratore espressione dei soci investitori, ove dotato proprio di un elevato grado di competenze professionali e di indipendenza. Ciò all'insegna della predetta alterità rispetto alla figura dell'amministratore delegato, come anche rispetto agli altri eventuali amministratori esecutivi, ritagliandosi per il presidente (come visto nel precedente paragrafo 2) un compito *super partes* di ottimizzazione del funzionamento dell'organo, con specifica attenzione alla circolazione interna delle informazioni e alla dialettica tra componenti esecutivi e non esecutivi.

Amministratori con pari caratteristiche in termini di professionalità e indipendenza (espressione dei soci investitori) potrebbero altresì svolgere incarichi all'interno dei comitati endoconsiliari, specificamente con funzione di controllo, in tal modo materializzando il modello del *monitoring board*.

Dalla (già citata) intersezione tra disciplina speciale – in particolare, in relazione al principio di autonomia – e disciplina generale sembra, quindi, potersi riscontrare una distinzione tra “categorie di azionisti” che, pur non dovendosi considerare cristallizzate, pare poter condizionare le dinamiche dei rapporti interorganici.

Ne consegue la sensazione della necessità di applicare alcuni correttivi, sia in relazione all'individuazione dei candidati per l'organo amministrativo sia in sede di attribuzione delle deleghe in seno all'organo stesso. Il risultato non dovrebbe intendersi quale vera e propria segmentazione tra azionisti, ma come un insieme di regole di condotta organizzative, a integrazione dei presidi di carattere procedurale contro il conflitto d'interessi – pur a fronte della versione “rafforzata” di cui all'art. 6, comma 2-

---

<sup>35</sup> Ossia quali *watchdogs* nell'interesse degli investitori (T. SPANGLER, *The law of private investment funds*<sup>2</sup>, Oxford, 2012, 154).

*novies*, t.u.f.<sup>36</sup>, nonché della articolata autoregolamentazione di settore – condividendone altresì i rimedi, fermo restando che nelle Sicaf, in ragione del modello societario, viene meno la consueta tripartizione di interessi della gestione collettiva, tra gestori, soci del veicolo di gestione e investitori, vista la coincidenza delle ultime due categorie di soggetti<sup>37</sup>.

Il rischio di conflitto *tra* interessi – o per meglio dire di *disallineamento* di interessi – si amplifica ulteriormente in società come le Sicaf in cui è consentita la perimetrazione del patrimonio in comparti, dotati di autonomia patrimoniale, al punto tale da riscontrare una erosione dell'importanza dell'ente soggettivizzato a beneficio della sorte dei singoli patrimoni, cui sono correlati (appunto) specifici e autonomi interessi. La frammentazione che ne deriva potrebbe manifestarsi sotto forma di autonome politiche di investimento, dunque di differenti obiettivi di gestione che rendono ancora più evidente la alterità tra gestori e investitori, nonché tra gli stessi investitori al proprio interno<sup>38</sup>.

A questo punto, occorre chiedersi in base a quali meccanismi sia possibile “condurre” il voto dei soci – gestori e investitori – in modo da ottenere la predetta distribuzione di ruoli all'interno dell'organo amministrativo. Ciò, a fronte, della verosimile prevalenza dei conferimenti dei soci investitori rispetto ai soci gestori.

Le soluzioni più radicali possono sintetizzarsi nella alterazione delle proporzioni tra diritto di voto e misura del capitale, in modo da attribuire un maggiore peso in assemblea ai soci gestori a discapito dei soci investitori (con conseguente incidenza in merito al superamento delle soglie per la comunicazione alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 15 t.u.f.)<sup>39</sup>.

In tal modo, sarebbe garantita una composizione dell'organo amministrativo tale da rispecchiare i requisiti sopra esposti.

A questo proposito, rispetto alle Sicaf riservate a investitori professionali<sup>40</sup>, si pensi

<sup>36</sup> Il problema del conflitto di interessi è, d'altronde, particolarmente sentito nella disciplina europea dei fondi alternativi, come dimostrano le articolate regole di cui all'art. 14 della Aifmd, nonché agli artt. da 30 a 37 del Regolamento delegato (UE) 231/2013; cfr. anche, in generale nella gestione collettiva del risparmio, già gli artt. da 46 a 49 del Regolamento Congiunto (in merito, G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 493 ss.; sulla tematica, anche L. MULA, *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 495 ss.). La centralità del problema del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio si evidenzia anche nelle regole di autodisciplina di settore, a partire dal *Corporate Governance Code for Asset Management Companies* tedesco, dell'aprile 2005, parr. 1.2 e 2.2. (rispettivamente in relazione al *management board* e al *supervisory board*).

<sup>37</sup> Cfr. ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi*, cit., ove, in relazione alle Sgr (oltre che alle Sicav), si individuano potenziali conflitti rispetto sia ai soci rilevanti sia ai clienti (nonché rispetto a clienti tra di loro) (art. 4). A fronte del predetto venir meno della tripartizione di interessi, occorre, dunque, domandarsi se ora nella Sicaf la figura del cliente sia del tutto assorbita in quella di socio – in tal modo applicandosi le regole solamente nel caso di partecipazioni rilevanti – ovvero mantenga una propria autonomia.

<sup>38</sup> Circa il disallineamento di interessi nella Sicaf multi-comparto, cfr. P. DE BIASI, *La distribuzione dei profitti realizzati dal comparto di una SICAF*, in *Società*, 2020, 59.

<sup>39</sup> Su nozione e calcolo delle partecipazioni qualificate (anche) nelle Sicaf, v. A. CRUCIL, *I partecipanti al capitale di Sgr, Sicav e Sicaf: alcuni profili*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, cit., 180 ss.

<sup>40</sup> Il riferimento alle sole Sicaf riservate a investitori professionali è dovuto al divieto per le Sicaf non riservate di emettere categorie di azioni fornite di diritti diversi (titolo III, cap. I, par. 3, nt. 3, Regolamento sulla Gestione Collettiva).

soprattutto all'emissione di categorie di azioni (in capo ai soci investitori) senza diritto di voto o prive del diritto di votare per la nomina degli amministratori, come accade nella prassi internazionale<sup>41</sup>, oppure ancora (viceversa) di azioni (in capo ai soci gestori) dotate di voto plurimo, eventualmente facendo leva sulla tesi che ammette la possibilità di attribuire, per il tramite delle categorie di azioni, il potere di nomina della maggioranza (o della totalità) dell'organo amministrativo a soci titolari della minoranza del capitale, fermo restando il limite di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c.<sup>42</sup>. Si pensi pure – anche se solo in linea teorica – alla possibilità di comprimere la quota di capitale complessivamente spettante ai soci investitori alterando la proporzionalità dei conferimenti ai sensi del quarto comma, secondo capoverso, dell'art. 2346 c.c., in tal modo, quindi, garantendo la maggioranza dei voti ai soci gestori<sup>43</sup>. Per quanto riguarda le Sicaf non riservate potrebbe, invece, ipotizzarsi l'utilizzo delle azioni al portatore, poiché caratterizzate dal voto capitario<sup>44</sup>.

In alternativa, e con minore rilievo rispetto ai rapporti complessivi tra i soci, sempre al fine di soddisfare l'esigenza di attribuire le competenze gestorie esecutive (rispetto al patrimonio raccolto) agli amministratori espressione dei soci gestori (in ragione del principio di autonomia), potrebbe anche ipotizzarsi una clausola statutaria che espressamente disponga in via programmatica in tal senso. Detta clausola presupporrebbe ancora la suddivisione dei soci mediante la previsione di categorie di azioni (una riservata ai soci gestori e un'altra ai soci investitori), regolando l'attribuibilità (appunto) dei ruoli esecutivi nella gestione del patrimonio raccolto ai soli amministratori espressione della categoria riconducibile ai soci gestori. In tal modo, non si verificherebbe, come invece nelle ipotesi sopra illustrate, una alterazione delle proporzioni tra soci – al fine di consentire ai soci titolari di una minore partecipazione al capitale (i soci gestori) una maggiore misura di voti (con conseguente governo dell'organo amministrativo) – bensì una specifica riserva a beneficio dei soci gestori, giustificata proprio dal principio di autonomia.

Potrebbe anche ipotizzarsi che tale previsione statutaria ritagli ruoli pure per gli amministratori che siano espressione dei soci investitori. Si pensi, in particolare, come detto, al ruolo di presidente che, appunto, potrebbe essere riservato a un amministratore espressione di tali soci, sulla scorta delle esigenze sopra illustrate – in assenza di incarichi esecutivi – di favorire il confronto interno all'organo amministrativo e di assicurare il bilanciamento di poteri, favorendo, quindi, in modo neutrale la dialettica tra componenti esecutivi e non esecutivi e sollecitando la partecipazione attiva dei componenti non esecutivi ai lavori dell'organo.

---

<sup>41</sup> Cfr. T. SPANGLER, *The law of private investment funds*<sup>2</sup>, cit., 152 s., facendosi riferimento alla possibilità che le azioni con voto pieno siano assegnate ai soli *managers* o *directors*, mentre agli investitori *non-voting preference shares*, con limitati diritti di partecipazione ai processi decisionali.

<sup>42</sup> V. massima n. 142 del 19 maggio 2015, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società), *Massime notarili in materia societaria*, reperibile sul sito istituzionale: «la mera combinazione di azioni a voto plurimo e azioni senza voto, può [...] consentire a chi detiene più del 12,5 per cento del capitale sociale di nominare *tutti* i componenti del consiglio di amministrazione».

<sup>43</sup> Ciò, però, dovrebbe comportare che il *commitment* sia immediatamente versato, almeno nella misura sufficiente per raggiungere complessivamente la soglia minima del capitale sociale.

<sup>44</sup> In merito a questa ipotesi, anche in relazione al rischio di violazione del predetto divieto in capo alle Sicaf non riservate di emettere categorie di azioni fornite di diritti diversi, sia consentito rinviare a L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, cit., 1107 s.

Al fine di scongiurare che detta clausola statutaria – di ripartizione dei ruoli esecutivi (e non esecutivi) – resti inattuata per l'assenza nell'organo amministrativo di amministratori espressione dei soci gestori (in quanto soci di minoranza), potrebbe contestualmente prevedersi il ricorso agli abituali strumenti che convenzionalmente consentono la presenza di minoranze nell'organo amministrativo stesso, quali il diritto di categoria di designazione di una porzione degli amministratori ovvero il voto di lista (eventualmente anche declinato con la riserva di un determinato numero di amministratori a favore della lista presentata dalla categoria espressione dei gestori).

Potrebbe anche ipotizzarsi l'ulteriore previsione statutaria che attribuisca la competenza della presentazione di una lista all'organo amministrativo uscente, demandando a esso la ripartizione dei ruoli, sempre nel rispetto del principio di autonomia.

4. *Conclusioni.* – In conclusione, il governo societario delle Sicaf appare come un “cantiere con lavori in corso”, per quanto attiene sia alle specificità dell'ordinamento interno da ultimo rilevate in ordine al rapporto tra modello societario della gestione collettiva del risparmio e principio di autonomia sia alla tendenza nella legislazione europea alla convergenza delle regole di governo societario delle società vigilate del settore bancario e finanziario. Dette tendenze risultano, d'altronde, ancora più giustificate quando l'ente, come nel caso della Sicaf, gestisce il proprio patrimonio raccolto tra una pluralità di investitori, in tal modo amplificandosi l'esigenza di una maggiore attenzione ai profili patrimoniali e, quindi, di stabilità dell'ente stesso.

# CORPORATE GOVERNANCE E ASSICURAZIONI

di Sara Landini

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Da Basilea a Solvency. Ordinamento bancario, politiche di investimento, prudenzialità e gestione del rischio di liquidità. – 3. Normativa prudenziale e politiche di investimento delle Compagnie e dei Fondi Pensione. – 4. La corporate governance nell'era Insurtech.

1. *Premessa.* – Per gli studiosi di diritto delle assicurazioni Paolo Montalenti è un punto di riferimento per i profili di Governance dell'impresa di assicurazione. È stato uno dei primi a cimentarsi sul tema dopo le novità introdotte dalla Direttiva Solvency II.

Il tema della corporate governance ha visto il suo contributo nei lavori Aida world che grazie al suo intervento e stimolo è stato parte centrale del programma dell'ultimo World Congress tenutosi a Rio De Janeiro nel 2018.

Paolo Montalenti riporta così in ambito assicurativo i suoi studi sull'impatto della corporate governance, come ordinamento all'interno dell'impresa secondo un sistema di controlli e flussi informativi proiettati sul piano decisionale, in una visione allargata dell'impresa non solo agli interessi degli azionisti, ma anche a quella di altri stakeholders. È tra coloro che additano il fallimento nelle politiche di corporate governance come causa della crisi finanziaria da ricondursi ad una visione miope degli amministratori incapaci di considerare gli interessi della pluralità degli stakeholders nel lungo periodo. Plaude nei suoi scritti agli approcci innovativi della Corporate Social Responsibility che vede un superamento della contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo e una costruzione di un sistema di controlli procedurale e reticolare fortemente articolato e diffuso<sup>1</sup>.

I suoi scritti diventano spunto di riflessione nelle innovazioni normative che nel tempo hanno fatto anche della impresa di assicurazione un'impresa improntata a approcci Multi-stakeholders e Multi-risks. Questi ultimi soprattutto vedono nelle nuove tecnologie possibili sviluppi e accelerazioni.

2. *Da Basilea a Solvency. Ordinamento bancario, politiche di investimento, prudenzialità e gestione del rischio di liquidità.* – Il processo di riforma della governance nel mercato finanziario ha preso le mosse dall'ambito bancario per poi diffondersi negli altri settori. Come noto la crisi del 2008 ha posto in luce la necessità di intervenire sul sistema dei controlli interni degli attori del mercato finanziario migliorando allo stesso tempo il

---

<sup>1</sup> Si ricorda in particolare P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2012, 243; ID., *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance*, (ODC – Roma, 20.06.2009), in *rivistaodc.eu*.

flusso delle informazioni verso la autorità di controllo secondo un sistema di nuove sinergie tra controllori e controllati fortemente regolamentato e procedimentalizzato<sup>2</sup>.

L'ordinamento bancario risulta innovato da interventi che hanno inciso sulle politiche di investimento delle Banche:

- il c.d. “pacchetto CRDIV”, che si compone della Direttiva n. 36/2013 e del Regolamento n. 575/2013, i quali formano insieme il nuovo quadro giuridico di disciplina dell'accesso all'attività, il quadro di vigilanza e le norme prudenziali degli enti creditizi e delle imprese di investimento;

- la Direttiva n. 59/2014 (c.d. BRRD), che istituisce un nuovo quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e della Direttiva n. 49/2014, avente ad oggetto l'armonizzazione dei meccanismi di finanziamento dei sistemi di garanzia dei depositi, dei livelli di copertura, dei prodotti e depositanti coperti;

- i due Regolamenti che compongono la c.d. Unione Bancaria, cioè il Regolamento n. 1024/2013, che ha istituito il Meccanismo Unico di Vigilanza, ed il Regolamento n. 806/2014, che ha istituito il Meccanismo Unico di gestione delle crisi.

- Gli accordi Basilea. Già l'accordo di Basilea 2 ratificato nel 2004 (gli accordi si sono susseguiti e ormai siamo a Basilea 4 non ancora vigente) include una serie di regole aventi lo scopo di assicurare la stabilità patrimoniale delle banche.

Si tratta di interventi guidati dalla crisi innescata nel 2008 che ha manifestato una inidoneità, come evidenziato da più parti<sup>3</sup>, dei regolatori e dei regolati, in assenza di interventi pubblicistici di controllo, a gestire e compensare comportamenti anomali e devianti degli attori del mercato, che hanno trovato simmetrie anche nel settore assicurativo, come andiamo a vedere.

La crisi ha messo in luce, come detto, inefficienze anche dal lato dei regolatori/controllo. Il problema ci pare non sia tanto legato alla fatidica domanda “*who controls the regulators?*”. Si tratta di considerare se una normativa *top down* e una regolazione pubblicistica siano la soluzione oppure se la complessità non necessiti piuttosto di una migliore interazione tra regolati e regolatori in attuazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità.

<sup>2</sup> Si riprende quanto scritto nella nostra monografia *Legal constraints agli investimenti di lungo periodo nell'età del breve*, Torino, 2019.

<sup>3</sup> Senza pretesa di esaustività si rinvia ai contributi di autori che hanno analizzato il tema da differenti prospettive: economiche, sociologiche, di filosofia politica e giuridiche. Si veda J.E. STIGLITZ, *Freefall. Free markets and the Sinking of the Global Economy*, New York, 2010, trad. it., *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010; N. ROUBINI, S. MIHM., *Crisis Economics. A crash of Course on the Future of Finance*, New York, 2010; trad. it., *La crisi non è finita*, Milano, 2010; R. POSNER, *A Failure of Capitalism. The crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge, 2009, trad. it., *Un fallimento del capitalismo. La crisi finanziaria e la seconda Grande depressione*, Torino, 2011; L. GALLINO, *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Torino, 2011; ID., *Il colpo di Stato di banche e governi. L'attacco alla democrazia in Europa*, Torino, 2013; J. HABERMAS, *Questa Europa è in crisi*, trad. it., Roma-Bari, 2012; D. SICLARI, *Crisi dei mercati, vigilanza e regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 45 ss.; A. NIGRO, *Crisi finanziaria: nuove regole per le banche?*, in *Dir. banc.*, 2010, I, 504; G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012; G. NAPOLITANO, A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, Bologna, 2010; V. SANTORO (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. I, Milano, 2012; V. SANTORO, E. TONELLI (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. II, Milano, 2013; M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2013, 1 ss.



Vi è forse allora la necessità di attuare politiche preventive, in modo da evitare effetti domino facilmente evocabili in un mercato, come quello finanziario, caratterizzato da forti collegamenti tra i vari attori, piuttosto che sanzioni irrogate una volta che la violazione e il relativo danno si sono realizzati. Dove la prevenzione non è stata efficace, prima che la sanzione punitiva, risulta efficiente l'attuazione di attività riparatorie e ricostitutive dell'ordine violato le quali richiedono la collaborazione del soggetto che ha attuato la violazione stessa in quanto sicuramente più vicino al problema originato.

Non si vuol con questo negare l'efficacia dell'intervento sanzionatorio punitivo, ma solo metterne in dubbio la effettività laddove, come in questo ambito, si veda la funzione del sistema sanzionatorio non tanto nella afflittività dell'intervento dello Stato quanto nella ricostituzione dell'ordine violato. L'intervento punitivo potrebbe intervenire come *extrema ratio*, laddove non vi sia stato l'intervento riparatorio.

Si parla ancora di possibili conflitti tra due scelte, che parrebbero opposte: regolazione o autoregolazione nella disciplina di interventi preventivi e/o riparatori. Forse questa contrapposizione può dirsi attenuata in un sistema in cui l'autonomia privata sia concepita come ordinata al perseguimento di una funzione sociale che ne legittimi una verifica da parte delle Authorities con l'innescarsi di un dialogo migliorativo tra controllore e controllato.

*3. Normativa prudenziali e politiche di investimento delle Compagnie e dei Fondi Pensione.* – Tra gli interventi in ambito assicurativo in risposta alla crisi del 2007-2008 sono le misure adottate dall'UE nel settore assicurativo sia per gettare le basi per un sistema assicurativo più resiliente, sia per garantire un'adeguata vigilanza nel settore. Il principale intervento è la emanazione della Direttiva Solvibilità II, ossia la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, sull'avvio e l'esercizio dell'attività di assicurazione e di riassicurazione.

Lungo è stato il processo che ha portato alla Direttiva n. 138, che riteniamo utile ricordare anche per evidenziare le dinamiche che hanno condotto all'attuale sistema normativo. Nel 2000 la Commissione ha deciso di avviare una revisione fondamentale della regolamentazione delle assicurazioni e nel 2003 ha costituito un comitato di rappresentanti ad alto livello delle autorità pubbliche nazionali nel settore della vigilanza in materia di assicurazione, riassicurazione e pensioni aziendali e professionali: il Comitato delle assicurazioni europee e Supervisor delle pensioni aziendali (CEIPOS) che avrebbe dovuto «consigliare la Commissione, in particolare per quanto riguarda la preparazione di progetti di misure di attuazione nel settore dell'assicurazione, della riassicurazione e delle pensioni professionali ... contribuire alla coerente attuazione delle direttive comunitarie e alla convergenza delle prassi di vigilanza degli Stati membri in tutta la Comunità» (art. 2 EU *Commission Decision* 2004/6/EC of 5 November 2003 *establishing the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*, OJ 2004, L 3/30). Nell'adempimento di tali obblighi, il CEIOPS ha dovuto mantenere stretti legami operativi sia con la Commissione che con il Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPC), un organo consultivo della Commissione composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza e di regolamentazione delle assicurazioni dei paesi dell'UE, il cui compito è quello di assistere la Commissione nell'adozione delle misure di attuazione delle direttive UE nel

settore delle assicurazioni. Negli anni seguenti, la Commissione ha chiesto al CEIOPS di condurre ampie consultazioni e studi di impatto di valutazione quantitativa su diversi scenari normativi. Nel 2007 il risultato di queste attività si è condensato nella proposta di Direttiva nota come Solvency II.

La direttiva segna un cambiamento fondamentale nei requisiti di adeguatezza patrimoniale, gestione del rischio e requisiti di informativa al fine di: proteggere gli assicurati e i consumatori europei; mantenere il quadro europeo in linea con gli ultimi sviluppi in materia di assicurazioni, gestione del rischio, tecniche finanziarie, relazioni finanziarie internazionali e norme prudenziali; razionalizzare il modo in cui i gruppi sono controllati e garantire una maggiore cooperazione tra le autorità di vigilanza, in particolare per quanto riguarda i gruppi assicurativi multinazionali<sup>4</sup>.

A tal fine, e analogamente a quanto i quadri normativi proposti da Basilea II e Basilea III hanno mirato a fare nel settore bancario, la direttiva pone le basi per un sistema assicurativo maggiormente prudenziale e stabilisce requisiti di solvibilità più completi di quelli del precedente sistema. Come in Basilea, la direttiva vede tre pilastri centrali: risorse finanziarie adeguate (pilastro 1); un adeguato sistema di *governance* (compresa la gestione dei rischi) e un'efficace supervisione degli assicuratori (pilastro 2); informativa al pubblico e rendicontazione normativa (pilastro 3)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Ampia la letteratura internazionale: P. MONACO, *Harmonizing insurance supervision in europe: the italian experience in a comparative perspective*, in *Diritto del comm. Internazionale*, 2018, 457; O.J. ERDÉLYI, *Twin Peaks for Europe: Rethinking the Group Support Regime Under Solvency II*, Cham, 2016, 27 ss.; MICHAELL J.H. SMITH, *Solvency II: The Ambitious Modernization of the Prudential Regulation of Insurers and Reinsurers Across the European Union (EU)*, in 16 *Connecticut Insurance L. J.*, 357, 2010, 359 ss.; T. FAROULT, *Solvabilité II: vers un monde plus sûr?*, in *Revue Banque*, n. 735, 2011, 48; T. FAROULT, *Solvabilité II: les points d'interrogation*, in *Revue Banque*, 2011, n. 736, 40; A. SANDSTRÖM, *Handbook of Solvency for Actuaries and Risk Managers. Theory and Practice*, Boca Raton (FL): Chapman&Hall, 2011, 625; M. TORRE-ENCISO, R. HERNANDEZ BARROS, *Solvency II, the European Insurance Regulation Based on Risks*, in *Revista Universitaria Europea*, 2010, 119; Á. NAGY, S. PETE, A. BENYOVSZKI, T.P. PETRU, L.Z. GYÖRFY, *The de Larosière Report Regarding the new Structure of European System of Financial Supervision*, in 17 *Theoretical and Applied Economics*, 2010, 5-20; R. DOFF, *A Critical Analysis of the Solvency II Proposals*, in 33 *The Geneva Papers*, 2008, 193; R. DOFF, *Risk Management for Insurers: Risk Control, Economic Capital, and Solvency II*, London, 2007; M. ELING, H. SCHMEISER, J.T. SCHMIT, *The Solvency II Process: Overview and Critical Analysis*, in 10 *Risk Management and Insurance Review*, 2007, 69-85.

<sup>5</sup> Tutti e tre i pilastri devono essere attuati attraverso un processo legislativo che si muove seguendo le linee della cosiddetta procedura Lamfalussy, come delineata nel 2001 dalla relazione Lamfalussy per il processo legislativo nel settore finanziario. Cfr. *Report of the Committee of Wise Men on Regulation of European Securities Markets*, 15 February 2001, [ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

Come è noto, il processo Lamfalussy è concepito come comprendente quattro livelli distinti: atti di struttura (livello 1); atti delegati e di esecuzione (livello 2); linee guida e raccomandazioni (livello 3); supervisione nazionale (livello 4). Secondo questa struttura, al livello 1 le “scelte politiche di base” dovrebbero essere “tradotte in norme quadro ampie ma sufficientemente precise” – questa è, nel nostro caso, la direttiva quadro Solvibilità II. Al livello 2, la Commissione europea, assistita da comitati speciali di esperti nel settore, dovrebbe adottare misure tecniche più dettagliate. Alla luce di ciò, la direttiva quadro è completata dal Regolamento delegato 2016/467, relativo al calcolo dei requisiti patrimoniali regolamentari per diverse categorie di attività detenute da imprese di assicurazione e di riassicurazione. Gli stessi comitati speciali sono inoltre incaricati di adottare misure di “livello 3” (come raccomandazioni di interpretazione, linee guida e standard comuni), al fine di salvaguardare la coerenza nell’attuazione quotidiana delle regole “livelli 1” e “livello 2”. È il caso dell’insieme dei regolamenti di esecuzione di Solvibilità II, che applicano le norme tecniche relative alle procedure di approvazione prudenziale. Infine, il “livello 4” riguarda la fase di esecuzione, in cui gli Stati membri sono incaricati di tradurre a livello nazionale le norme dagli altri tre livelli, mentre la Commissione europea deve controllare la tempestività e la correttezza dei processi nazionali di attuazione.

In tale logica di una accresciuta prudenzialità del settore, come noto *Solvency* ha avuto un importante impatto sui compiti degli organi di governo. Il consiglio di amministrazione viene chiamato ad una gestione qualitativa con compiti e responsabilità ampliati per il cui svolgimento sarà necessario che i membri dell'organo amministrativo siano inseriti effettivamente nella vita della compagnia e che siano selezionati, ora più di prima, tenuto conto delle loro approfondite competenze professionali. Dovranno infatti avere la capacità di una visione prospettica e un controllo dei rischi ivi compresi quelli che derivano dalla non conformità a norme, garantendo il perseguimento dell'obiettivo della salvaguardia del patrimonio anche in un'ottica di medio-lungo periodo.

A fondamento di ciò vi è l'interazione tra gli organi esercenti funzioni di controllo e gestione del rischio (oltre al consiglio di amministrazione, la funzione *Internal Audit*, la funzione *Risk Management*, la funzione *compliance* e procedure), la funzione attuariale. A séguito dell'abrogazione della figura dell'attuario incaricato, il compito di redigere la relazione tecnica al bilancio e la relazione sul rendimento prevedibile è stato attribuito alla funzione attuariale che segnala fatti di rilievo al consiglio di amministrazione ed all'organo di controllo che, ove ne ricorrano i presupposti, li comunica all'IVASS.

Ancor più di prima è vera l'affermazione della dottrina relativa al fatto che «la *corporate governance* nel diritto societario assicurativo costituisce la precondizione per un corretto esercizio dell'attività assicurativa»<sup>6</sup>. Del resto il sistema dei controlli interni trova una collocazione centrale nell'ambito del secondo pilastro di *Solvency II*, all'interno delle disposizioni dedicate ai controlli e alla *governance*.

Centrale sul punto era il Regolamento n. 20/2008 IVASS come modificato e integrato dal provvedimento IVASS dell'8 novembre 2012, n. 3020 e dal provvedimento IVASS del 15 aprile 2014, n. 17. Si tratta di un provvedimento che precisa le responsabilità di vertice dell'organo amministrativo prevedendo appunto che «L'organo amministrativo ha la *responsabilità ultima* dei sistemi dei controlli interni e di gestione dei rischi dei quali assicura la costante completezza, funzionalità ed efficacia, anche con riferimento alle attività esternalizzate. L'organo amministrativo assicura che il sistema di gestione dei rischi consenta l'identificazione, la valutazione anche prospettica e il controllo dei rischi, ivi compresi quelli derivanti dalla non conformità alle norme, garantendo l'obiettivo della salvaguardia del patrimonio, anche in un'ottica di medio-lungo periodo».

Al secondo comma vengono specificati in modo analitico i compiti «di indirizzo strategico e organizzativo» di cui all'art. 2381 c.c.<sup>7</sup>. Il Regolamento n. 20 è stato abrogato a séguito dell'entrata in vigore del Regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018. Il nuovo impianto normativo, salvaguardando quanto già anticipato dalle Lettere al mercato del 15 aprile 2014 e 28 luglio 20151, nonché la struttura e l'impianto del Regolamento n. 20/2008 – già aggiornato alla logica *Solvency II* delle linee guida preparatorie – assicura un rafforzamento dei requisiti qualitativi di gestione che, unitamente ai requi-

---

Si veda sul punto P. MONACO, *op. loc. citt.*

<sup>6</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, 399.

<sup>7</sup> In tal senso P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, I, 193; S. FEBBI, D. BOBBO, *L'evoluzione del sistema dei controlli interni delle imprese di assicurazione nel recepimento di Solvency II*, in *Diritto Bancario*, 2016, 3.

siti prudenziali di tipo quantitativo, rappresentano i presidi a salvaguardia della stabilità delle imprese e dei gruppi.

Con l'espressione «responsabilità ultima» si vuole indicare<sup>8</sup>, che, pur essendoci degli uffici e delle funzioni preposte espressamente alla *compliance*, all'osservanza delle norme di legge e regolamentari, non si può escludere la responsabilità anche del consiglio di amministrazione che ha la diretta supervisione sugli altri organi e sulle funzioni di controllo.

Del resto anche in altri ambiti l'espressione («responsabilità ultima») è stata utilizzata con tale significato per indicare che il soggetto che svolge la funzione di allocare compiti e responsabilità su specifici organi sociali, non si esime dalla supervisione di tali organi e risponde con essi a titolo di responsabile.

Il testo dell'art. 30 Codice delle Assicurazioni private – d.lgs. n. 209/2005 da ora in poi CAP è stato riscritto dal d.lgs. n. 74/2015<sup>9</sup> e deve essere collocato nell'ambito dell'attuazione della Direttiva Solvency II e della correlata gestione dei rischi di impresa assicurativa perseguendo l'obiettivo di realizzazione di un regime prudenziale che tenga conto dei rischi assunti. A questi, e non più solo al patrimonio dell'impresa assicurativa, si rapporta la solvibilità ovvero ai rischi di sottoscrizione, ai rischi di mercato, ai rischi di credito, rischi operativi, di liquidità, rischi di concentrazione<sup>10</sup>.

Solvency II mira ad aggiornare l'attuale regolamentazione prudenziale delle assicu-

<sup>8</sup> Cfr. L. FARENGA, *La riforma del codice delle assicurazioni di cui al d.lgs. 74/2015: una prima lettura interpretativa*, in *Quaderno IVASS*, n. 5, Roma, 2016, 24.

<sup>9</sup> La norma ivi contenuta prevede: "1. L'impresa si dota di un efficace sistema di governo societario che consenta una gestione sana e prudente dell'attività. Il sistema di governo societario è proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'impresa.

2. Il sistema di governo societario di cui al comma 1 comprende almeno:

a) l'istituzione di un'adeguata e trasparente struttura organizzativa, con una chiara ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi dell'impresa;  
 b) l'organizzazione di un efficace sistema di trasmissione delle informazioni;  
 c) il possesso da parte di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e di coloro che svolgono funzioni fondamentali dei requisiti di cui all'articolo 76;  
 d) la predisposizione di meccanismi idonei a garantire il rispetto delle disposizioni di cui al presente Capo;

e) l'istituzione della funzione di revisione interna, della funzione di verifica della conformità, della funzione di gestione dei rischi e della funzione attuariale. Tali funzioni sono fondamentali e di conseguenza sono considerate funzioni essenziali o importanti.

3. Il sistema di governo societario è sottoposto ad una revisione interna periodica almeno annuale.

4. L'impresa adotta misure ragionevoli idonee a garantire la continuità e la regolarità dell'attività esercitata, inclusa l'elaborazione di piani di emergenza. A tal fine, l'impresa utilizza adeguati e proporzionati sistemi, risorse e procedure interne.

5. L'impresa adotta politiche scritte con riferimento quanto meno al sistema di gestione dei rischi, al sistema di controllo interno, alla revisione interna e, ove rilevante, all'esternalizzazione, nonché una politica per l'adeguatezza nel continuo delle informazioni fornite al supervisore ai sensi dell'articolo 47-quater e per le informazioni contenute nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria di cui agli articoli 47-septies, 47-octies e 47-novies e garantisce che ad esse sia data attuazione.

6. Le politiche di cui al comma 5 sono approvate preventivamente dal consiglio di amministrazione. Il consiglio di amministrazione riesamina le politiche almeno una volta l'anno in concomitanza con la revisione di cui al comma 3 e, in ogni caso, apporta le modifiche necessarie in caso di variazioni significative del sistema di governo societario.

7. L'IVASS detta con regolamento disposizioni di dettaglio in materia di sistema di governo societario di cui alla presente Sezione".

<sup>10</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *op. loc. cit.*; S. FEBBI, D. BOBBO, *op. loc. cit.*

razioni europee imponendo alle compagnie di mantenere un margine di risorse patrimoniali supplementari a garanzia della propria attività.

Con Solvency I l'ammontare di capitale regolamentare era determinato in cifra fissa in percentuale delle riserve matematiche e dei capitali sotto rischio nei rami vita, in percentuali dei premi annui o dell'onere medio dei sinistri nei rami danni.

Solvency II, pur seguendo lo stesso approccio prevede margini di protezione patrimoniale non più calcolati in misura fissa ma destinati a cambiare in relazione agli effettivi rischi dell'impresa, a quelli assicurativi veri e propri e a quelli del portafoglio d'investimento. In questo senso si parla infatti di un sistema *risk-oriented*. Il meccanismo è stato costruito secondo un modello che assegna una probabilità agli eventi che possono accadere e che possono incidere sulla volatilità degli strumenti finanziari e/o sulla rischiosità del portafoglio assicurativo.

Mentre nel sistema Solvency I il margine richiesto era determinato sulla base di elementi economico/patrimoniali in gran parte desumibili dal bilancio, in Solvency II il margine richiesto è determinato in base al capitale tenuto conto di come questo risulta assorbito dai rischi complessivi ai quali l'impresa/il gruppo sono esposti, rischi che vengono aggregati in base a diversi criteri. Assumono così rilievo elementi quali/quantitativi come la necessaria maggiorazione del capitale per carenze nella *governance* rilevate.

Il previgente art. 30 si limitava a sancire in tema di sistema di governo che « 1. L'impresa di assicurazione autorizzata all'esercizio dei rami vita o dei rami danni opera con un'ideale organizzazione amministrativa e contabile e con un adeguato sistema di controllo interno. 2. Il sistema di controllo interno prevede procedure atte a far sì che i sistemi di monitoraggio dei rischi siano correttamente integrati dell'organizzazione aziendale e che siano prese le misure necessarie a garantire la coerenza dei sistemi posti in essere al fine di consentire la quantificazione e il controllo dei rischi. 3. L'impresa che esercita l'attività assicurativa nel ramo assistenza soddisfa i requisiti di professionalità del personale e rispetta le caratteristiche tecniche delle attrezzature determinate dall'IVASS con regolamento». Già con riferimento al passato contesto normativo la finalità perseguita dal legislatore era ravvisabile nell'intento di garantire, ad un tempo, la solvibilità dell'impresa attraverso l'imposizione di un sistema volto ad una sana e prudente gestione e la trasparenza dell'operato nei confronti dell'autorità di controllo e degli utenti, avuto riguardo ai rilevanti interessi pubblicistici coinvolti.

I requisiti della sana e prudente gestione, più volte richiamati nell'intero codice, indicano la necessità di una gestione che possa garantire la solvibilità dell'impresa mediante il rispetto delle tecniche assicurative, un efficiente management del patrimonio ed adeguate procedure di controllo interno e di gestione dei rischi in modo da conferire maggiore sicurezza agli assicurati e garantire al contempo una gestione più efficace dell'impresa anche in una logica di ottenimento di un più elevato grado di competitività tra imprese. I requisiti di Solvibilità II e del Regolamento delegato 2015/35 coprono in maniera estesa alcuni dei principali aspetti del principio della persona prudente, come la gestione delle attività e passività, gli investimenti in strumenti derivati, la gestione del rischio di liquidità e la gestione del rischio di concentrazione.

Si prevede a tal fine che la struttura organizzativa risulti improntata ai principi di chiarezza e trasparenza con una ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi dell'impresa. Particolare attenzione viene data all'organizzazione di un efficace sistema di flusso di informazioni.

Si individuano poi alcune funzioni centrali: la funzione di revisione interna, la funzione di verifica della conformità, della funzione di gestione dei rischi e della funzione attuariale. Il sistema di governo societario è sottoposto ad una revisione interna periodica almeno annuale.

L'impresa adotta regolamenti con riferimento quanto meno al sistema di gestione dei rischi, al sistema di controllo interno, alla revisione interna e, ove rilevante, all'esternalizzazione, nonché una politica per l'adeguatezza nel continuo delle informazioni fornite al supervisore ai sensi dell'art. 47-quater e per le informazioni contenute nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria di cui agli artt. 47-septies, 47-octies e 47-novies e garantisce che ad esse sia data attuazione.

Tali regolamenti sono approvati preventivamente dal consiglio di amministrazione che sarà tenuto a riesaminarle almeno una volta l'anno.

Nella determinazione degli obiettivi di sana e prudente gestione diviene importante la lettura di alcuni regolamenti IVASS emanati in attuazione del CAP e delle linee guida EIOPA (*European Insurance and Occupational Pension Funds* da ora in poi EIOPA). In particolare il Regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016, recante disposizioni in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, contiene: disposizioni in materia di investimenti conformemente al principio della persona prudente; la disciplina degli attivi a copertura delle riserve tecniche, con particolare riferimento ai finanziamenti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese; disposizioni per la formazione e la tenuta del registro degli attivi a copertura delle riserve tecniche; disposizioni concernenti il principio della persona prudente ai fini della vigilanza sul gruppo.

Con tale testo regolamentare, inoltre, vengono recepite le Linee Guida emanate da EIOPA in materia di applicazione del *prudent person principle*, le quali completano il quadro normativo che su tale aspetto viene definito:

- dall'art. 132 della Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (di séguito "direttiva"), recepito dagli artt. 37-ter e 38 del Codice;
- dagli artt. 256, 258, 260, 261, 308, 376 del Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione europea (di séguito "Atti delegati"), che integra la direttiva.

Sulla base di tale impianto normativo, le imprese di assicurazione e di riassicurazione sono chiamate ad identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, garantendo la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso, e localizzando le attività secondo criteri che ne assicurino la disponibilità.

Al fine di garantire il rispetto del principio della persona prudente nella gestione degli investimenti, le imprese definiscono proprie politiche di investimento, di gestione delle attività e delle passività e di gestione del rischio di liquidità coerenti con la natura, la portata e la complessità dell'attività aziendale svolta. L'organo amministrativo approva le suddette politiche adottando una specifica delibera quadro che deve essere rivista almeno una volta l'anno.

Il monitoraggio operato dall'impresa sulla propria area patrimoniale e finanziaria è caratterizzato da un significativo rafforzamento del sistema dei controlli interni, le cui specificità vengono integrate con l'implementazione di quanto previsto dagli Atti delegati in tema di gestione del rischio di investimento, e di quanto disciplinato dalle predette Linee Guida EIOPA (con particolare riferimento alle GL 27 e 29), nonché dai

correlati *explanatory text* (specie con riguardo al *prudent person principle*).

Negli orientamenti EIOPA sul sistema di *governance* (EIOPA-BoS-14/253 IT) si dice espressamente che i requisiti relativi al sistema di *governance* mirano a predisporre una sana e prudente gestione delle attività delle imprese senza limitare indebitamente a queste ultime la scelta della propria struttura organizzativa, purché abbiano operato un'adeguata separazione dei doveri.

In linea con quanto previsto nel vigente art. 30 CAP (codice delle assicurazioni private d.lgs. n. 209/2005 da ora in poi CAP) sono considerate funzioni fondamentali e, di conseguenza, anche funzioni importanti o essenziali, almeno quattro funzioni incluse nel sistema di *governance*, vale a dire la gestione dei rischi, la verifica della conformità, la funzione attuariale e la funzione di audit interno. Inoltre, sono considerate rivestire funzioni fondamentali le persone che esercitano funzioni di importanza specifica per l'impresa, alla luce della sua attività e organizzazione. I requisiti di competenza e onorabilità si applicano a tutte le persone che dirigono effettivamente l'impresa o esercitano altre funzioni fondamentali onde garantire che tutte le persone che esercitano funzioni rilevanti nell'impresa siano adeguatamente qualificate.

Gli orientamenti sulla gestione dei rischi si basano sul principio secondo cui un adeguato sistema di gestione dei rischi richiede un insieme efficace ed efficiente di misure integrate che devono inserirsi adeguatamente nell'organizzazione e nell'attività operativa dell'impresa. Non esiste pertanto un unico sistema di gestione dei rischi che sia valido per tutte le imprese, ma il sistema deve essere modulato in funzione della singola impresa.

Ai nostri fini di particolare rilevanza è l'art. 30-bis, introdotto dal d.lgs. n. 74/2015, che impone all'impresa di dotarsi di un efficace sistema di gestione dei rischi che comprende le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessari per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi a livello individuale ed aggregato, ai quali l'impresa è o potrebbe essere esposta, nonché le interdipendenze tra i rischi. A tal fine, come disposto dal comma 3 dell'art. 30-bis, occorre considerare essenzialmente le seguenti aree:

- a) sottoscrizione e costituzione di riserve tecniche;
- b) gestione integrata delle attività e delle passività (*asset-liability management*);
- c) investimenti, in particolare strumenti finanziari derivati e impegni simili;
- d) gestione dei rischi di liquidità e di concentrazione;
- e) gestione dei rischi operativi;
- f) riassicurazione e altre tecniche di mitigazione del rischio.

Con riferimento all'art. 30-bis si osserva come in esso sia posta attenzione alle strategie, ai processi e alle procedure di segnalazione necessari per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi, cui l'impresa può essere esposta, sia a livello individuale che a livello aggregato considerando anche le interdipendenze tra i rischi.

Pertanto ai fini della sottoscrizione e costituzione delle riserve tecniche l'impresa deve procedere alla redazione di una relazione in cui per ciascuna nuova tariffa, opera valutazioni dei rischi assicurabili, delle ipotesi poste a base del calcolo dei premi, della redditività attesa e dell'equilibrio tariffario atteso. Detta relazione dovrà essere trasmessa alla società di revisione, all'organo di controllo e all'IVASS, su richiesta di quest'ultimo. In pratica la norma in esame richiede alle imprese di effettuare un'analisi

del rischio di tariffazione laddove il principio ordinante dovrebbe essere quello di proporzionalità tenuto conto delle dinamiche dell'attività di impresa e dell'esposizione al rischio della stessa.

In relazione a tale norma assumono rilevanza alcuni regolamenti adottati da IVASS. Da ultimo l'Autorità è intervenuta con il già ricordato Regolamento n. 38/2018 che detta la disciplina del sistema di governo societario dell'impresa e del gruppo, in attuazione degli artt. da 29-bis a 30-septies e 215-bis del d.lgs. n. 209/2005 recante il Codice delle assicurazioni private (di séguito "Codice") così come novellato dal d.lgs. n. 74/2015, di attuazione della Direttiva 2009/138/CE (c.d. Solvency II) e degli artt. 258-275 del Regolamento delegato (UE) 35/2015 (di séguito "Atti delegati").

Le disposizioni regolamentari implementano le Linee Guida emanate da EIOPA sul sistema di governo societario, riprendendo allo stesso tempo le previsioni del previgente Regolamento del 2008 in quanto compatibili con il nuovo quadro normativo primario. Il riferimento è al Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione, del Regolamento ISVAP n. 39 del 9 giugno 2011 relativo alle politiche di remunerazione, nonché della Circolare ISVAP n. 574/2005 in materia di riassicurazione passiva che sono stati, appunto, abrogati.

Le previsioni contenute nel presente Regolamento vanno lette congiuntamente alla Lettera al mercato del 5 luglio 2018 con cui l'Istituto propone una declinazione del principio di proporzionalità, in linea con l'impianto Solvency II, per cui le disposizioni prudenziali devono essere applicabili in ragione del profilo di rischiosità dell'impresa determinato dalla natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività<sup>11</sup>.

Da notare come, per quanto concerne la politica sugli investimenti, particolari cautele siano previste con riferimento alle esternalizzazioni. Negli artt. 62 e 63 sono sottoposte a particolari cautele le esternalizzazioni di funzioni o attività essenziali o importanti, intendendosi tali quelle "la cui mancata o anomala esecuzione comprometterebbe gravemente la capacità dell'impresa di continuare a conformarsi alle condizioni richieste per la conservazione dell'autorizzazione all'esercizio oppure comprometterebbe

---

<sup>11</sup> Sempre nella relazione al Regolamento IVASS *de quo* il principio di proporzionalità viene inteso nell'applicazione alla normativa di settore: «(c)ontestualmente all'adozione del presente Regolamento viene resa nota al mercato una prima, concreta declinazione del principio di proporzionalità, al fine di assicurare l'opportuna coerenza con l'impianto Solvency II, che prevede che le disposizioni prudenziali siano applicabili in ragione del profilo di rischiosità dell'impresa determinato dalla natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività. L'approccio seguito in tale ambito è stato quello di attribuire in via generale al testo del Regolamento le disposizioni prescrittive e cogenti della disciplina, affidando alla Lettera al mercato del 5 luglio 2018 (cui si rinvia per le previsioni di dettaglio) l'illustrazione delle attese dell'Istituto in tema di applicazione operativa di governance proporzionata. Nella Lettera, il sistema di governo societario viene dettagliato in tre 'modelli': rafforzato, ordinario, semplificato, a seconda del ricorrere di specificati parametri quali-quantitativi di tipo 'presuntivo'. A fronte della qualificazione in una delle tre categorie, la Lettera indica al mercato i presidi di governo societario da predisporre in materia di deleghe operative del presidente dell'organo amministrativo, di organizzazione ed esternalizzazione delle funzioni fondamentali, di struttura delle remunerazioni degli esponenti aziendali, dei titolari delle funzioni fondamentali e degli altri *risk taker*. Sono previste semplificazioni per le imprese appartenenti ad un gruppo e iscritte al relativo Albo tenuto dall'IVASS. La Lettera al mercato chiede alle imprese di attuare un processo di autovalutazione, oggetto di informativa al Supervisore e al pubblico. Nei casi in cui tale autovalutazione vada a sfociare in una visione aziendale diversa da quella indicata da IVASS circa la configurazione ottimale dei vari presidi di governance, la riconciliazione delle posizioni del supervisore e del vigilato è affidata all'ordinario processo di dialogo e confronto nell'ambito del ciclo di vigilanza (*Supervisory Review Process*)».



gravemente i suoi risultati finanziari, la sua stabilità o la continuità e qualità dei servizi verso gli assicurati”. Così testualmente si esprime la Relazione al regolamento che nell’esemplificazione si richiama alla progettazione dei prodotti assicurativi con la relativa definizione delle tariffe, appunto alla gestione degli investimenti oltre che alla gestione dei sinistri, alla gestione dei reclami, alla prestazione regolare e costante di supporto di natura contabile, alla prestazione dei servizi di *Information and Telecommunication Technology* (ICT) e al processo *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA), di cui ci occuperemo a breve. In tali casi l’impresa è tenuta ad individuare al proprio interno uno o più responsabili delle attività di controllo sulle funzioni o attività essenziali o importanti esternalizzate e ne formalizza compiti e responsabilità (art. 62, comma 5).

Ricordiamo i regolamenti che avevano già in parte recepito le linee guida EIOPA:

– il Regolamento n. 14/2015 concernente il rischio di base ai fini della determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità recepisce le Linee guida EIOPA sul rischio di base che intendono completare il quadro normativo. Le linee guida EIOPA forniscono criteri atti a supportare le imprese nell’identificazione dei casi in cui il rischio debba essere considerato significativo ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità.

– il Regolamento n. 15/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sull’applicazione del modulo di rischio di sottoscrizione per l’assicurazione vita.

– il Regolamento n. 16/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sul trattamento delle esposizioni al rischio di mercato e di inadempimento della controparte che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito<sup>12</sup>.

– il Regolamento n. 18/2016 contiene disposizioni che mirano a specificare i principi generali, le regole applicative e le metodologie da adottare ai fini del calcolo delle riserve tecniche e della relativa convalida<sup>13</sup>.

Il quadro normativo che si compone così riprende gli orientamenti EIOPA sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità (EIOPA-BoS-14/259 IT) con cui si introduce il principio metodologico della visione prospettica del rischio. Al punto 1.4 EIOPA esplica i contenuti di tale orientamento precisando che “dal momento che la valutazione del fabbisogno di solvibilità globale rappresenta il punto di vista dell’impresa per quanto concerne il proprio profilo di rischio, il capitale e gli altri mezzi necessari per far fronte a tali rischi, l’impresa dovrebbe decidere autonomamente come svolgere questa valutazione data la natura, la portata e la complessità dei rischi inerenti alla propria attività”. Il fabbisogno ai fini della solvibilità dovrebbe inoltre essere considerato in una visione globale. L’impresa dovrebbe fornire una quantificazione del fabbisogno

---

<sup>12</sup> Il Regolamento n. 16/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sul trattamento delle esposizioni al rischio di mercato e di inadempimento della controparte che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito. Sulla base di tale impianto normativo, l’impresa determina il Requisito Patrimoniale di Solvibilità tenendo conto, *inter alia*, del rischio di mercato, derivante dal livello o dalla volatilità dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari, e del rischio di inadempimento della controparte, che riflette possibili perdite dovute all’inadempimento o al deterioramento del merito di credito dei debitori dell’impresa.

<sup>13</sup> Il Regolamento n. 18/2016 contiene disposizioni che mirano a specificare i principi generali, le regole applicative e le metodologie da adottare ai fini del calcolo delle riserve tecniche e della relativa convalida. È, altresì, disciplinato il ruolo della funzione attuariale nell’ambito processo di revisione e di convalida della qualità dei dati da utilizzare nella valutazione delle riserve tecniche nonché le attività da svolgere nei casi di carenze significative dei dati stessi.

di capitale e una descrizione di altri mezzi necessari per far fronte a tutti i rischi sostanziali, anche se non quantificabili. Ai fini di una valutazione del fabbisogno di solvibilità globale, se necessario l'impresa dovrebbe sottoporre i rischi sostanziali individuati a una serie sufficientemente ampia di prove di stress o analisi di scenari. L'*Own Risk Solvency Assessment* e le conoscenze con esso acquisite dovrebbero essere utilizzate dall'impresa per: a) la gestione del capitale; b) la pianificazione dell'attività; c) lo sviluppo e la progettazione dei prodotti.

Il Regolamento IVASS n. 32/2016, emanato in attuazione dell'art. 30, comma 7, 30-ter e 215-ter CAP, in tema di governo societario, ivi inclusa la valutazione interna del rischio e della solvibilità (ORSA), prevede che le imprese di assicurazione e di riassicurazione debbano valutare i rischi cui sono esposte in un'ottica attuale e prospettica, almeno con cadenza annuale, ovvero ogni volta che si presentano circostanze che potrebbero modificare il proprio profilo di rischio. L'ORSA valuta il fabbisogno complessivo di solvibilità e la capacità dell'impresa di soddisfare, nel continuo, i requisiti obbligatori di capitale e i requisiti inerenti le riserve tecniche propri del nuovo regime di solvibilità (Solvency II), approfondendo altresì gli scostamenti, rispetto all'ORSA, delle ipotesi sottese al calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità (SCR). Le imprese devono pertanto definire processi adeguati e procedure commisurate alla struttura organizzativa e al sistema di gestione dei rischi che tiene conto della natura, della portata e della complessità dei rischi inerenti all'attività svolta<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup>L'art. 4 del Regolamento contiene i principi cui la valutazione deve ispirarsi: «1. In conformità a quanto previsto dall'articolo 30-ter del Codice, l'impresa effettua l'ORSA, in un'ottica attuale e prospettica:

a. almeno con cadenza annuale (cd. regular ORSA) con riferimento alla chiusura dell'esercizio (31 dicembre); b. e, comunque, ogni volta (cd. non-regular ORSA) che si presentano circostanze che potrebbero modificare in modo significativo il proprio profilo di rischio.

2. Ai fini della valutazione di cui al comma 1, elabora processi e procedure con tecniche appropriate e adeguate, commisurate alla struttura organizzativa e al sistema di gestione del rischio della stessa, tenuto conto della natura, della portata e della complessità dei rischi inerenti all'attività svolta.

3. Nell'ORSA, l'impresa considera tutti i rischi inerenti alla propria attività individuando quelli significativi, intendendo per tali i rischi le cui conseguenze possono minare la solvibilità dell'impresa o costituire un serio ostacolo alla realizzazione degli obiettivi aziendali, e determina le corrispondenti esigenze di capitale. Ove possibile, l'impresa considera le interrelazioni tra i rischi, valutandoli sia singolarmente sia su base aggregata.

4. I processi di valutazione dei rischi di cui al comma 2 sono rivisti su base continuativa, per tenere conto sia delle intervenute modifiche nella natura, nella portata e nella complessità dell'attività dell'impresa e nel contesto di mercato, sia dell'insorgenza di nuovi rischi o del cambiamento di quelli esistenti. Particolare attenzione è posta alla valutazione dei rischi nascenti dall'offerta di nuovi prodotti o dall'ingresso in nuovi mercati.

5. La procedura di censimento dei rischi, le metodologie di valutazione e misurazione dei rischi nonché i relativi risultati sono adeguatamente tracciati e documentati.

6. La documentazione dell'ORSA è costituita quantomeno da: a) la politica di cui all'articolo 5; b) il mantenimento di evidenze che consentano la ricostruzione del processo seguito per ciascuna valutazione, assicurando la tracciabilità dei giudizi e delle informazioni su cui questi si fondano. Il contenuto minimale di dette evidenze è riassunto nell'allegato 2 del presente Regolamento; c) una informativa interna, il cui livello di dettaglio è definito dall'impresa;

d) una relazione ORSA per il supervisore di cui all'articolo 306 degli Atti delegati.

7. In coerenza con l'integrazione della valutazione del rischio e della solvibilità nella strategia operativa dell'impresa, di cui all'articolo 30-ter, comma 1, del Codice, l'impresa valuta le proprie strategie alla luce dei risultati ottenuti a seguito della valutazione dei rischi e della solvibilità e delle conoscenze acquisite durante il processo di questa valutazione almeno per quanto concerne: a) la gestione del capitale; b) il business plan; c) lo sviluppo e la progettazione dei prodotti.

Sempre in tema di gestione dei rischi dobbiamo ricordare l'art. 30-ter relativo al rischio solvibilità che nell'impresa di assicurazione assume una rilevanza particolare caratterizzata dall'inversione del ciclo produttivo propria dell'impresa di assicurazione. L'attività assicurativa è un processo produttivo che muove da due materie prime (i rischi e la moneta) per dar vita a due tipologie di prodotti (garanzie e investimenti finanziari). Caratteristica di tale processo sarebbe la sua inversione riferibile ad una caratteristica dei flussi finanziari per cui i ricavi precedono i costi, a fronte di debiti condizionali nei confronti degli assicurati<sup>15</sup>.

È funzionale a tale inversione del ciclo produttivo l'accantonamento in poste passive del bilancio, c.d. riserve tecniche, di quella parte dei premi che, sulla base di calcoli attuariali, si individua come necessaria al fine di far fronte agli impegni assunti con gli assicurati.

Il Regolamento n. 14/2015 concernente il rischio di base ai fini della determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità recepisce le Linee guida EIOPA sul rischio di base che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito:

- dall'art. 45-ter, comma 6, del Codice, che recepisce l'art. 101, paragrafo 5, della Direttiva 2009/138/CE (di séguito "direttiva");
- dagli artt. 86, 179, comma 3, e 210 del Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la Direttiva n. 2009/138/CE (di séguito "Atti delegati").

Sulla base di tale impianto normativo, nella determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità le imprese potranno tenere conto dell'effetto delle tecniche di attenuazione del rischio, purché i rischi da esse derivanti siano adeguatamente presi in considerazione nell'ambito del requisito patrimoniale.

Le linee guida EIOPA forniscono criteri atti a supportare le imprese nell'identificazione dei casi in cui il rischio di base generato dalle tecniche di attenuazione debba essere considerato significativo ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità calcolato con la formula standard, con riferimento sia alle tecniche di attenuazione del rischio finanziarie sia a quelle che utilizzano contratti di riassicurazione o società veicolo.

Collegata a tali aspetti gestionali vi è la particolare rilevanza che la funzione attuariale viene ad avere nella gestione dei rischi nell'impresa di assicurazione.

La norma, di cui all'art. 30-sexies CAP, introdotta dal d.lgs. n. 74/2015, prevede l'obbligo per l'impresa di istituire una funzione attuariale che coordini il calcolo delle riserve tecniche, garantisca l'adeguatezza delle metodologie e dei modelli impiegati per il calcolo della riserva, informi il consiglio di amministrazione.

In base agli orientamenti sul sistema di *governance* di EIOPA (EIOPA-BoS-14/253), poiché la finalità di avvalersi della funzione attuariale è quella di fornire una

---

8. Qualora l'impresa ritenga di considerare per l'ORSA una data di riferimento diversa da quella di cui al comma 1, lettera a, deve darne comunicazione all'IVASS almeno 60 giorni prima della menzionata data di riferimento, motivando tale scelta ed evidenziando che quest'ultima non rechi un cambiamento significativo al profilo di rischio dell'impresa. L'IVASS comunica all'impresa l'esistenza di eventuali motivi ostativi entro 30 giorni dal ricevimento della comunicazione.

9. La data di riferimento individuata con le modalità di cui al comma 8 si presuppone valida fino a diversa comunicazione da parte dell'impresa, ferma restando l'esigenza di una valutazione annuale in ordine alla persistenza delle motivazioni alla base della scelta operata e fatte salve diverse determinazioni dell'IVASS».

<sup>15</sup> A. BELLUCCI, *Le imprese di assicurazione. Profili gestionali, organizzativi e contabili*, Torino, 2004.

misura di garanzia della qualità mediante la consulenza tecnica attuariale di un esperto, è particolarmente importante che questa provveda ad elaborare orientamenti tecnici specifici sui compiti, sulle responsabilità e su altri aspetti legati alla funzione attuariale. Attualmente, la carica del “attuario responsabile/designato” è prevista in alcuni Stati membri. Poiché il c.d. attuario responsabile/designato è una figura non contemplata da Solvibilità II, spetta alle autorità di vigilanza interessate decidere se mantenere o meno la carica di “attuario responsabile/designato” e in che modo questa si rapporta alla funzione attuariale.

In linea con tali intendimenti in materia di governo dei rischi secondo una visione prospettiva e prudenziale, si pone anche il d.lgs. 13 dicembre 2018, n. 147, di attuazione della Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali – EPAP (c.d. direttiva IORP II). Il decreto ha novellato la legge n. 252/2006 sulla previdenza complementare con particolare riferimento agli aspetti di *governance*<sup>16</sup>.

La direttiva trova il suo principale obbiettivo nella necessità per gli EPAP di “garantire l’equilibrio intergenerazionale degli schemi pensionistici aziendali o professionali, mirando a un’equa ripartizione dei rischi e dei benefici tra le generazioni nelle prestazioni pensionistiche aziendali e professionali” (considerando 7).

La direttiva muove dalla necessità di coniugare mercato finanziario e tutela previdenziale: “gli EPAP sono enti pensionistici con un fine sociale che forniscono servizi finanziari. Essi sono responsabili dell’erogazione di prestazioni pensionistiche aziendali o professionali e di conseguenza dovrebbero soddisfare determinati requisiti prudenziali minimi per quanto concerne le loro attività e le condizioni per il funzionamento, tenendo conto delle regole e tradizioni nazionali. Tuttavia, tali enti non dovrebbero essere considerati dei semplici prestatori di servizi finanziari. La loro funzione sociale e il rapporto trilaterale tra lavoratore, datore di lavoro ed EPAP dovrebbero essere adeguatamente riconosciuti e sostenuti come principi guida della presente direttiva” (considerando 32). Del resto già la Direttiva CE 3 giugno 2003, n. 2003/41/CE – relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, dalla quale ha preso le mosse il d.lgs. n. 252/2005, inizia considerando come «un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di fondamentale importanza per la crescita economica e per la creazione di posti di lavoro nella Comunità»<sup>17</sup>. Le forme pensionistiche, infatti

<sup>16</sup> Evidente l’avvicinamento della previdenza complementare alla regolazione del mercato finanziario. Si veda sul punto S. AMOROSINO, *Il “contesto” sistemico dei rapporti tra previdenza complementare ed assicurazioni*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, in CORRIAS, RACUGNO (a cura di), *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, Milano, 2010, 123.

<sup>17</sup> Il riferimento al mercato finanziario importa poi il richiamo a logiche concorrenziali che hanno trovato riconoscimento in ambito previdenziale anche a livello comunitario in pronunce della Corte di Giustizia che hanno dato applicazione agli art. 81 ss. del Trattato delle comunità europee dimostrando una “concezione onnivora del diritto della concorrenza”: così M. CINELLI, S. GIUBBONI, *Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare: l’esperienza italiana in prospettiva europea*, in *Solidarietà, mercato e concorrenza nel welfare italiano. Profili di diritto interno e comunitario*, a cura di S. SCIARRA, Bologna, 2007, 238. Il riferimento è alla sentenza C-244/94, *Fédération française des sociétés d’assurance, Société Paternelle-Vie, Union des assurances de Paris-Vie, Caisse d’assurance et de prévoyance mutuelle des agriculteurs V. Ministère de l’Agriculture et de la Pêche*. La controversia aveva ad oggetto il caso di un ente che, senza perseguire scopo di lucro, gestiva un regime di assicurazione per la vecchiaia destinato ad integrare un regime di base obbligatorio, istituito per legge a titolo facoltativo, e che operava, nel rispetto delle

sono attuate attraverso la costituzione di fondi pensione il cui portafoglio sarà composto da prodotti finanziari ed in particolare da valori mobiliari come risulta dal contenuto dell'art. 6 del decreto 252. Non solo, ma la norma in esame prevede che l'attività gestoria sia svolta da soggetti della c.d. *financial industry* ovvero le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare e le imprese di assicurazione [ora art. 6, comma 1, lett. a) – c-bis)].

Il sistema pensionistico, attraverso la riforma della previdenza complementare già secondo il previgente impianto normativo, vedeva una finanziarizzazione con un tentativo di coniugare solidarietà e mercati finanziari laddove il concetto di finanziarietà degli investimenti dei fondi viene colto nel fatto che essi siano compiuti attraverso forme «rivolte, direttamente o indirettamente, al finanziamento delle imprese, (...) anche se il loro rendimento deriva dalla negoziazione o dall'investimento in strumenti finanziari; od anche quando il loro rendimento è solo collegato alla fluttuazione dei valori»<sup>18</sup>.

Gran parte della direttiva è così incentrata sui profili delle politiche di investimento degli EPAP, che sono investitori a lunghissimo termine in quanto le poste attive detenute dagli EPAP non possono essere utilizzate per scopi diversi dall'erogazione di pre-

---

norme stabilite dalle autorità amministrative, in particolare per quanto riguarda le condizioni di adesione, i contributi e le prestazioni, secondo il principio della capitalizzazione. La corte afferma che tale ente deve essere considerato a tutti gli effetti un'impresa ai sensi degli artt. 85 ss. del Trattato. Infatti, un ente del genere, anche se non persegue uno scopo di lucro e il regime da esso gestito comporta alcuni elementi ispirati al principio della solidarietà, che hanno una portata limitata e non sono paragonabili a quelli che caratterizzano i regimi previdenziali obbligatori, esercita un'attività economica in concorrenza con le società di assicurazione sulla vita. V. *amplius* sul punto S. GIUBBONI, *I monopoli previdenziali tra diritto comunitario della concorrenza e principi solidaristici della Costituzione. Convergenze «pratiche» e conflitti «teorici»*, in *Argomenti dir. lav.*, 2000, 685; P. CORRIAS, *Convenzioni di gestione in regime di contribuzione definita e finalità previdenziali*, in CORRIAS, RACUGNO (a cura di), *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, cit., 1 ss. Sulla importanza di interventi comunitari in materia G. LEONE, *La previdenza complementare in una prospettiva comunitaria e comparata*, in AA.VV., *Sicurezza sociale e previdenza complementare in Europa*, Bari, 2009, 203 ss.; P. LOI, *Fonti e disciplina della previdenza complementare nel diritto comunitario*, in TURSI (a cura di), *La previdenza complementare in Europa*, II, *Le fonti normative e negoziali in Europa*, Torino, 2013, 4; P. BOZZAO, *La previdenza pensionistica complementare in Europa: analisi comparata*, in PESSI (a cura di), *Il sistema previdenziale europea*, Padova, 1997, 126; V. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione della previdenza complementare. Nel diritto interno e nella prospettiva comparatistica*, Napoli: Esi, 2018, 90 ss.

Già il d.lgs. n. 124/1993 aveva disciplinato la materia della previdenza complementare, incardinandola nel sistema pensionistico generale, e, prima di tale decreto, erano pur presenti nel mercato forme di pensioni integrative anche se prive di un riconoscimento formale all'interno della previdenza italiana Cfr. U. ROMAGNOLI, *Natura giuridica dei fondi di previdenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, 858; M. CINELLI, *Appunti per un dibattito sulla previdenza integrativa*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1986, I, 888 ss.; P. SANDULLI, *Riforma pensionistica e previdenza integrativa*, ivi, 1991, 256 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Fondi pensione: responsabilità e garanzie*, in *Assicurazioni*, 1994, I, 231; G. MARTINA, *La previdenza integrativa*, in PATRONI GRIFFI, RICOLFI (a cura di), *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, Milano, 1997, 126; M. BESSONE, *Fondi pensione e mercato finanziario. Le attività di investimento, le garanzie di tutela del risparmio con finalità previdenziale*, in *Diritto del lavoro* commentario diretto da F. CARINCI, vol. IV, M. BESSONE, F. CARINCI (a cura di), *La previdenza complementare*, Torino, 2004, 340 ss.; R. VIANELLO, *Previdenza complementare e autonomia collettiva*, Padova, 2005.

Sull'idea che la previdenza abbia una funzione di secondo pilastro del sistema pensionistico si veda in particolare M. CINELLI, *Diritto della previdenza sociale*, Torino, 2007, 7<sup>a</sup> ed., 561; A. PANDOLFO, *Prime osservazioni sulla nuova legge della previdenza complementare, a mò di (parziale) commento del d.lgs. 252/2005*, in *Prev. e ass. pubbl. e priv.*, 2006, 145; R. CASILLO, *Le novità introdotte sulla previdenza complementare*, in *Il diritto del mercato del lavoro*, 2005, 697 ss.

<sup>18</sup> Così N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, 100.

stazioni pensionistiche. Non solo, ma al fine di proteggere adeguatamente i diritti degli aderenti e dei beneficiari, gli EPAP dovrebbero poter scegliere un'allocazione delle attività che sia adeguata alla specifica natura e durata delle loro passività e quindi la loro politica di investimento dovrebbe essere orientata ai LTIs senza dimenticare la prudenzialità delle scelte di allocazione delle risorse finanziarie. Occorre a tal fine «un'efficace vigilanza e regole di investimento fondate su un approccio che consenta agli EPAP di operare con una flessibilità sufficiente per scegliere la politica di investimento più sicura ed efficiente, e che li obblighi ad agire con prudenza. Il rispetto del principio della «persona prudente» esige pertanto una politica di investimento adeguata alla struttura dell'affiliazione al singolo EPAP» (considerando 45).

4. *La corporate governance nell'era Insurtech.* – Con il termine Insurtech si fa riferimento all'applicazione delle tecnologie digitali al mondo assicurativo. Gli ambiti applicazione variano dalla produzione alla distribuzione alla stessa governance assicurativa.

L'Industria assicurativa 4.0 comprende tutte le tecnologie che hanno portato ad una digitalizzazione dei rapporti accelerandone la costituzione e la esecuzione, agevolando processi di automazione anche grazie all'impiego di algoritmi.

L'uso dei big data diventa importante nell'industria assicurativa. Come noto il termine “big data” indica un complesso di enorme dimensione dei dati che possono essere utilizzati per formare nuove conoscenze attraverso le relazioni tra i dati conoscibili. Si tratta di informazioni che, per dimensione e velocità di acquisizione, hanno un valore euristico in quanto rappresentano il punto di partenza per individuare le correlazioni che possono essere rilevanti per gli sviluppi futuri.

In ambito assicurativo la digitalizzazione ha consentito lo sfruttamento dei dati raccolti dai clienti unitamente ai big data per compiere operazioni di clusterizzazione in grado di profilare i clienti e migliorare la aderenza dei prodotti alle loro esigenze assicurative.

Insurtech è anche digitalizzazione. I dati rappresentano la sostanza e la digitalizzazione lo strumento per nuove frontiere nella: produzione assicurativa, distribuzione assicurativa, governance assicurativa e impresa di assicurazioni. Attraverso la digitalizzazione dei processi, anche quelli di governance, è possibile velocizzare i processi di allert e di messa in atto degli strumenti di prevenzione.

Un'altra frontiera è rappresentata dall'impiego della tecnologia blockchain al mercato assicurativo.

Come noto tale tecnologia un complesso impiega algoritmi in grado di stimare gli interessi delle controparti, definire il contenuto del contratto e procedere alla conclusione e all'esecuzione del contratto, ovviamente secondo la legge di programmazione predefinita nell'algoritmo.

Vari gli effetti positivi dell'applicazione della tecnologia block-chain al contratto di assicurazione.

Tra i maggiori effetti positivi si evidenziano una possibile riduzione dei costi e dei possibili errori correlati alla gestione umana e manuale delle richieste indennitarie, la maggiore trasparenza dei contratti che permetterebbe una migliore comparabilità tra le offerte delle diverse compagnie, la possibilità di creare profili univoci dei clienti, la lot-

ta alle frodi, un miglior flusso informativo anche ai fini dell'attuazione della procedura di product oversight governance. Con la direttiva IDD n. 97/2016 anche la produzione si proceduralizza creando flussi informativi tra produzione e distribuzione con il fine di immettere sul mercato prodotti.

Per come descritta brevemente la nuova governance societaria presenta degli aspetti (flusso di informazioni, comunicazione tra le funzioni e con l'organo di governo, selezione e analisi dati nel risk assessment, ecc.) che può essere agevolata dall'inserimento degli stessi in un percorso guidato da funzioni algoritmiche in grado di garantire il rispetto della normativa e delle procedure interne.

Il consiglio di amministrazione potrebbe far uso di *Blockchain* nella raccolta dei dati su cui fondare le proprie decisioni. Viene da chiedersi se un sistema di intelligenza artificiale possa essere parte del *board*. Del tema si sono occupati recentemente gli studiosi del diritto commerciale<sup>19</sup>, mostrando i possibili vantaggi e i possibili rischi di conflitto di interessi dei soggetti che hanno elaborato gli algoritmi che muovono il sistema di intelligenza artificiale, con soluzioni futuribili su una possibile personalità giuridica riconosciuta alla macchina e con la possibilità per la stessa di essere parte del *board*, in linea con le teorie che riconoscono la possibilità di includere tra i membri del consiglio di amministrazione anche le persone giuridiche<sup>20</sup>, oppure ipotizzando di ammettere nel consiglio di amministrazione una società di servizi informatici non ravvisandosi ostacoli alla nomina alla carica di amministratore di una società specializzata in strumenti e servizi basati sull'intelligenza artificiale<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2020, 167 ss.

<sup>20</sup> Il riferimento è, come ricordato dalla dottrina citata, a Trib. Milano, 27 marzo 2017 (n. 3545/2017) e alla Massima n. 100 del Consiglio notarile di Milano, "Amministratore persona giuridica di società di capitali (artt. 2380-bis e 2475 c.c.)" del 18 maggio 2007. Si veda ABRIANI, *op. cit.*, 177 e 178.

<sup>21</sup> Si veda ABRIANI, *op. cit.*, 178.

# ORGANO AMMINISTRATIVO DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE E *PRODUCT OVERSIGHT AND GOVERNANCE* TRA CODICE DELLE ASSICURAZIONI E REGOLAMENTI IVASS

di *Giuliana Martina*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La scelta del legislatore di inserire la politica del governo e del controllo dei prodotti nel sistema del governo societario. – 3. Il ruolo dell'organo amministrativo. – 4. Organo amministrativo e funzione di *compliance*. – 5. Organo amministrativo e comitato per il controllo interno e i rischi. – 6. Un cenno finale.

1. *Premessa*. – Seppur emanato soltanto poco più di quindici anni fa, il d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, contenente il codice delle assicurazioni private (d'ora in poi, c. ass. priv.), si è arricchito nel corso del tempo di una varietà di innovazioni legislative tali da modificarne talvolta radicalmente gli originari tratti fisionomici. Le modifiche sono state perlopiù dettate dall'esigenza di adeguare l'impianto normativo nazionale all'evoluzione sempre più incessante della disciplina europea la quale, soprattutto nei comparti in senso lato finanziari, ha dato luogo negli ultimi anni ad una intensa stagione di riforme.

Tra i profili maggiormente interessati dalla continua opera del legislatore dell'Unione Europea un posto di particolare rilievo assume il sistema del governo societario: dapprima racchiuso in una sola norma successivamente abrogata, l'originario art. 30 – che, sostanzialmente sulla scorta degli artt. 24 d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174 e 21 d.lgs. 17 marzo 1995, n. 175<sup>1</sup>, si occupava dei requisiti organizzativi dell'impresa di assicurazione<sup>2</sup>, rafforzandone anche i presidi procedurali<sup>3</sup> – il sistema del governo societario si è considerevolmente evoluto a seguito dell'attuazione dapprima, nel 2015<sup>4</sup>, della Direttiva 2009/138/CE, cosiddetta *Solvency II* – fondata sui tre pilastri dei requisiti patrimoniali, del governo societario e della trasparenza verso l'autorità di vigi-

---

<sup>1</sup> Attuativi rispettivamente della Direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita e della Direttiva 92/49/CEE in materia di assicurazione diversa dall'assicurazione sulla vita.

<sup>2</sup> Sul testo storico dell'art. 30 c. ass. priv. si vedano: C. RUSSO, *Le condizioni di esercizio dell'attività assicurativa*, in S. AMOROSINO-L. DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni private*, Milano, 2006, 152 ss.; M. RICCI, *Commento sub art. 30*, in F. CAPRIGLIONE (diretto da), *Il Codice delle assicurazioni private*, vol. I, t. 1, Padova, 2007, 259 ss. Per la disciplina anteriore al codice delle assicurazioni private si veda C.F. GIAMPAOLINO, *L'organizzazione societaria nella disciplina dell'attività assicurativa*, Milano, 1998, *passim*.

<sup>3</sup> Così N. ABRIANI, *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, Torino, 2013, 98.

<sup>4</sup> Si veda il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 74.



lanza e il mercato<sup>5</sup> – e poco dopo, nel 2018<sup>6</sup>, della Direttiva 2016/97/UE sulla distribuzione assicurativa (*IDD*).

In parallelo si è assistito ad una ridefinizione del ruolo dell'organo amministrativo che, come si legge nell'art. 29-*bis* c. ass. priv., in quanto ha la responsabilità ultima dell'osservanza delle norme legislative, regolamentari e delle norme europee direttamente applicabili, assiste inevitabilmente all'ampliamento dei propri compiti e delle proprie responsabilità corrispondentemente all'ampliarsi del complesso delle norme che sono più in generale destinate al governo delle imprese di assicurazione. Sicché, pur a fronte dell'apparente fissità della disposizione di rango primario che statuisce la responsabilità dell'organo amministrativo, ormai sta nei fatti una sua sostanziale forza espansiva che ne sposta di volta in volta in avanti la precedente frontiera, giunta ora – o almeno sinora – ai requisiti di governo e controllo del prodotto assicurativo, come trasposti in Italia attuando la menzionata *IDD* e applicando il regolamento delegato (UE) 2017/2358 della Commissione del 21 settembre 2017, che la integra per quanto riguarda i requisiti in materia di governo e controllo del prodotto, sia per le imprese di assicurazione sia per i distributori di prodotti assicurativi.

L'attuazione della direttiva sulla distribuzione assicurativa ha segnato invero il superamento delle strategie fondate sul ciclo di vita del prodotto (cosiddette prodotto-centriche) e l'approdo ad un'impostazione invece basata sui bisogni e sul ciclo di vita dei suoi destinatari (cosiddette cliente-centriche), che costituiscono l'architrave sul quale si sorregge ora l'intera disciplina della distribuzione assicurativa, e che introducono così un ulteriore, non meno significativo e anzi più evoluto, momento di tutela dell'assicurato e dell'avente diritto alle prestazioni assicurative, per molti versi analoga alla tutela approntata nell'ambito dei servizi di investimento, che in tema di *Product Oversight and Governance* costituisce un antecedente<sup>7</sup>.

In via preliminare si avverte che l'ampiezza del tema ha suggerito di indirizzare l'indagine esclusivamente verso le imprese di assicurazione, con esclusione degli intermediari che realizzino prodotti assicurativi (intermediari produttori di fatto)<sup>8</sup>, i quali dunque esulano dalle riflessioni che si proporranno in questo scritto.

## 2. La scelta del legislatore di inserire la politica del governo e del controllo dei prodotti nel sistema del governo societario. – La possibilità di inserire il governo del

<sup>5</sup> In argomento M. ANDENAS-R.G. AVESANI-P. MANES-F. VELLA-P.R. WOOD (ed.), *Solvency II: A Dynamic Challenge for the Insurance Market*, Bologna, 2017, *passim*.

<sup>6</sup> Si veda il d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68.

<sup>7</sup> Si veda il saggio di P. MARANO, *Le regole autarchiche sul governo e controllo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 217 ss., ove ampi riferimenti bibliografici, spec. nota 1.

<sup>8</sup> Secondo l'art. 3 del regolamento delegato (UE) 2017/2358 «gli intermediari assicurativi sono considerati soggetti che realizzano prodotti assicurativi laddove un'analisi globale della loro attività mostri che gli stessi svolgono un ruolo decisionale nella progettazione e nello sviluppo di un prodotto assicurativo per il mercato»; e «un ruolo decisionale viene assunto in particolare laddove gli intermediari assicurativi determinino in modo autonomo le caratteristiche essenziali e gli elementi principali di un prodotto assicurativo, compresa la relativa copertura, le tariffe, i costi, il mercato di riferimento, i diritti di risarcimento e di garanzia, che non sono sostanzialmente modificati dall'impresa di assicurazione che fornisce la copertura per il prodotto assicurativo».

prodotto in un più ampio spettro di presidi è dimostrata dalla stessa collocazione della norma che governa la materia, l'art. 30-*decies* c. ass. priv., tra le molteplici tessere che compongono il mosaico del sistema del governo societario<sup>9</sup>, a riprova dell'esigenza di consolidare le basi per il perseguimento contemporaneo dell'obiettivo della stabilità dell'impresa di assicurazione e di quello della tutela dei suoi clienti<sup>10</sup>, come in forma plastica richiesto dall'art. 3 c. ass. priv. In attuazione della Direttiva *Solvency II*, la norma è stata infatti modificata elevando l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative al rango di scopo principale della vigilanza<sup>11</sup>, al quale è stato finalizzato il perseguimento da parte dell'Ivass della sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione, oltre che della loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela<sup>12</sup>. Con l'espansione, dovuta alla *IDD*, del perimetro della vigilanza in chiave di tutela degli assicurati era giocoforza assistere allora ad un'estensione dei profili di vigilanza sulla sana e prudente gestione e, dunque, sul sistema del governo societario.

Pertanto, pur in assenza nell'art. 30-*decies* di un riferimento esplicito all'organo amministrativo, si giustifica pienamente la sottolineatura che le fonti regolamentari nazionali riservano alla responsabilità ultima dell'organo amministrativo rispetto all'osservanza delle norme sul processo di approvazione dei prodotti assicurativi: precisamente, è quanto si legge nell'art. 5 del regolamento n. 45 emanato dall'Ivass il 4 agosto 2020, recante norme in materia di requisiti di governo e controllo dei prodotti assicurativi, ed entrato in vigore il 31 marzo 2021.

Al riguardo, si rende opportuno rilevare innanzitutto la neutralità del menzionato regolamento (UE) in punto di soggetto, che, nell'ambito delle imprese di assicurazione, assume tale responsabilità, definito genericamente «unità» o «struttura»<sup>13</sup> e che, dunque, all'interno dei differenti ordinamenti di ciascuno Stato membro, sarà il soggetto di

<sup>9</sup> Sul punto v. C.G. CORVESE, *La disciplina del "governo e controllo" dei prodotti assicurativi ed i suoi riflessi sul governo societario di imprese di assicurazione e di intermediari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, II, 146, spec. 149 e 173 ss.

<sup>10</sup> In proposito si è affermato che «la POG dell'offerta commerciale completa e integra la Direttiva SII nella parte in cui prevede la tutela del consumatore tra gli obiettivi della stessa vigilanza prudenziale; la disciplina assicurativa già da tempo non considera antitetici gli obiettivi di stabilità e quelli di tutela del consumatore ma li integra per rafforzare la fiducia nella solidità delle compagnie e nella adeguatezza dei prodotti alle esigenze degli assicurati. Gestire in modo sano e prudente un'impresa di assicurazione in conformità alle regole POG significa porre presidi di governo e organizzativi affinché i bisogni assicurativi della clientela ricevano una risposta corretta e adeguata; spetta al Consiglio di amministrazione delle compagnie definire la policy»: S. DE POLIS, *Dalle regole alla vigilanza di condotta*, in [https://www.ivass.it/media/interviste/documenti/interventi/2020/20\\_02\\_2020\\_sdp\\_pog\\_sapienza/SDP\\_POG\\_SAPIENZA\\_20\\_02\\_2020.pdf](https://www.ivass.it/media/interviste/documenti/interventi/2020/20_02_2020_sdp_pog_sapienza/SDP_POG_SAPIENZA_20_02_2020.pdf). Nella stessa direzione A. CAMEDDA, *La Product Oversight and Governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 234, 238, secondo cui la POG rimarca il forte legame tra sana e prudente gestione dell'attività e tutela della clientela.

<sup>11</sup> La tutela dei contraenti e dei beneficiari pervade tutta la Direttiva *Solvency II*: per gli aspetti di maggiore interesse in questa sede si vedano i considerando 14 e, soprattutto, 16.

<sup>12</sup> Sulla gerarchia delle finalità della vigilanza assicurativa si veda E. GALANTI, *La Product Oversight & Governance (POG) fra marketing e sana e prudente gestione*, in *Dir. merc. fin. e ass.*, 2017, 359, 361 ss.

<sup>13</sup> Art. 4, par. 4, regolamento (UE) 2017/2358. Sul punto v. P. MARANO, *La Product Oversight & Governance tra innovazione europea e "divergenze parallele" italiane*, in *Assicurazioni*, 2017, 211, 230, il quale segnalava le lacune della normativa europea riguardo al nesso tra POG e presidi organizzativi dell'impresa di assicurazione, e auspicava un intervento sulla materia da parte dell'Ivass nell'esercizio della sua potestà regolamentare.

volta in volta individuato in ragione del diritto societario ivi vigente. Si aggiunga poi la scelta del legislatore italiano di esercitare in forma più ampia il *gold plating* in tema di individuazione del *target market* negativo (*i.e.*, le categorie di clienti ai quali il prodotto non può essere distribuito: art. 30-*decies*, comma 4, c. ass. priv.), la quale – differentemente dalla disciplina europea – è imposta alle imprese di assicurazione indistintamente rispetto a ad ogni prodotto<sup>14</sup>, non già limitatamente ai prodotti di investimento assicurativo<sup>15</sup>, con conseguente aggravio della posizione delle imprese di assicurazione che ne sono destinatarie e dei profili di responsabilità dei loro amministratori.

Obiettivo del lavoro è in primo luogo verificare se il compito assegnato agli amministratori delle imprese di assicurazione nel governo e nel controllo dei prodotti assicurativi sia una peculiare declinazione, nel contesto specifico oggetto di osservazione, di regole proprie del diritto societario: in particolare, il pensiero corre all'art. 2381 c.c., il cui richiamo in relazione ai compiti di indirizzo strategico e organizzativo è una costante dei regolamenti emanati nel corso degli anni dall'autorità di vertice del settore assicurativo<sup>16</sup>, con puntualizzazioni – come si è rilevato in dottrina – «utili sul piano operativo perché non necessariamente configurabili *ictu oculi* siccome ricomprese nel precetto generale»<sup>17</sup>. Ma all'esito della ricerca potrebbe doversi desumere l'obbligo per gli amministratori di osservare ulteriori regole introdotte in ragione della specificità dell'attività esercitata dalle imprese di assicurazione.

In secondo luogo e conseguentemente, si intende appurare il ruolo che l'organo amministrativo giuoca nella cornice del processo di governo e controllo del prodotto il quale, come si dirà, coinvolge altri soggetti e funzioni, a ciascuno/a dei quali può essere assegnata una parte che richiede tuttavia una messa a fuoco. In proposito, merita sin d'ora anticipare l'inevitabile saldatura tra la condotta richiesta agli amministratori in materia di governo del prodotto e il *set* di regole, proprie del governo societario, inerenti ad uno degli aspetti di cui si compone il sistema di controllo interno, segnatamente a quello orientato alla verifica della conformità alle norme. La circostanza è valorizzata dallo stesso Ivass che, in occasione dell'emanazione nell'agosto del 2020 del menzionato regolamento sul governo e controllo del prodotto, oltre a riservare una considerazione unitaria al ruolo dell'organo amministrativo e a quello della funzione di conformità alle norme<sup>18</sup>, con proprio Provvedimento<sup>19</sup> ha contestualmente modificato il precedente regolamento sul governo societario. Non è un caso che l'unica modifica abbia riguardato la parte dedicata all'identificazione e valutazione del rischio di non conformità: l'Ivass ha infatti richiesto all'impresa di assicurazione di porre attenzione, oltre che alla trasparenza e correttezza dei comportamenti nei confronti degli assicurati e

---

<sup>14</sup> In argomento si vedano i rilievi critici svolti da P. MARANO, *Le regole autarchiche sul governo e controllo*, cit., 231.

<sup>15</sup> Sul punto M.E. SALERNO, *La tutela dell'investitore in prodotti di investimento assicurativi nella nuova disciplina Consob*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, I, 565 ss.

<sup>16</sup> Il richiamo, adesso recato dall'art. 5, commi 1 e 2, regolamento Ivass n. 38 del 3 luglio 2018, era già contenuto nel regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008, come successivamente modificato dal Provvedimento ISVAP 8 novembre 2012, n. 3020.

<sup>17</sup> P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, 193, 209.

<sup>18</sup> Così la rubrica dell'art. 5: «Ruolo dell'organo amministrativo e della funzione di verifica di conformità alle norme».

<sup>19</sup> Provvedimento n. 97 del 4 agosto 2020.

danneggiati, all'informativa precontrattuale e contrattuale, alla corretta esecuzione dei contratti, con specifico riferimento alla gestione dei sinistri e, più in generale, alla tutela degli assicurati e degli altri aventi diritto a prestazioni assicurative (aspetti ai quali già nella sua originaria versione la normazione secondaria chiamava l'impresa a porre un *focus*), anche alle norme sulla *Product Oversight and Governance*<sup>20</sup>.

È possibile ritenere che l'Autorità di vigilanza abbia in realtà seguito il percorso tracciato dal codice delle assicurazioni private (né, d'altronde, avrebbe potuto essere diversamente), nel punto in cui, intervenendo in attuazione di *Solvency II*, ha disposto che il sistema di controllo interno comprenda almeno, ed in aggiunta alla predisposizione di idonee procedure amministrative e contabili e all'organizzazione di un adeguato sistema di trasmissione delle informazioni per ogni livello dell'impresa, anche l'istituzione della funzione di verifica della conformità dell'attività dell'impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali, affidandole poi lo svolgimento di un'attività di consulenza al consiglio di amministrazione sull'osservanza delle norme, la valutazione del possibile impatto sulle attività dell'impresa derivanti da modifiche del quadro normativo e degli orientamenti giurisprudenziali, e anche l'identificazione e valutazione del rischio di non conformità (art. 30-*quater*, commi 2 e 3, c. ass. priv.).

Ancorché non abbia formato oggetto di espliciti interventi dell'Ivass, si dovrà poi verificare se la responsabilità ultima nell'espletamento dei compiti relativi al governo e al controllo dei prodotti abbia altresì una ricaduta sulla scelta dell'organo amministrativo, come si legge nel regolamento Ivass n. 38/2018, di costituire – per l'espletamento dei compiti relativi al sistema di controllo interno e gestione dei rischi, e ove appropriato in relazione alla natura, portata e complessità dell'attività dell'impresa e dei rischi inerenti – un comitato per il controllo interno e i rischi, composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ai sensi dell'art. 2387 c.c., al quale affidare funzioni consultive e pro positive e il compito di svolgere indagini conoscitive<sup>21</sup>.

Come è evidente, l'ampliamento delle norme alle quali l'impresa deve conformare il suo *agere* si riverbera su ogni aspetto del reticolato dei compiti dell'organo amministrativo e dei doveri che i suoi componenti devono adempiere con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, *ex art.* 2392 c.c., paradigma generale che – come ha rilevato la dottrina – nella materia assicurativa si specifica e concretizza per effetto dei «connotati di doverosità cogente» assunti da «disposizioni apparentemente solo descrittive di strutture e processi trasposte in norme, sia pure regolamentari»<sup>22</sup>.

Inoltre, val la pena ricordare che, al pari di opzioni legislative già esercitate nei servizi di investimento (art. 23, comma 6, t.u.f.), anche per le imprese di assicurazione si è talvolta prevista l'inversione dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento. Segnatamente, il riferimento va ai danni cagionati al contraente sia di un contratto di assicurazione sulla vita in cui le prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di

---

<sup>20</sup> Art. 33, comma 2, regolamento Ivass n. 38/2018. In proposito, si è osservato che «viene anche rafforzato il ruolo della funzione di compliance che vigila sull'attuazione della policy [definita dall'organo amministrativo] e deve far emergere le eventuali criticità nella relazione annuale, individuando anche le misure correttive»: S. DE POLIS, *Dalle regole alla vigilanza di condotta*, cit.

<sup>21</sup> Si veda l'art. 6 regolamento Ivass n. 38/2018.

<sup>22</sup> P. MONTALENTI, *op. cit.*, 209.

quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento (rispettivamente polizze *unit* e *index linked*)<sup>23</sup>, sia di un contratto mediante il quale l'impresa di assicurazione si impegna, senza convenzione relativa alla durata della vita umana, a pagare somme determinate al decorso di un termine prestabilito in corrispettivo di premi (capitalizzazione)<sup>24</sup>. In entrambi i casi spetta all'impresa l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta, ex art. 178 c. ass. priv. Gli obblighi posti a carico dell'impresa di assicurazione e del suo organo amministrativo in fase di ingegnerizzazione del prodotto sono inevitabilmente destinati a ricadere nell'ambito di applicazione della norma processuale richiamata che, come si è osservato, «opera in un sistema nel quale i principi organizzativi e le regole di comportamento degli assicuratori sono stabiliti con precisione da atti di natura legislativa (...) o regolamentare (...)»<sup>25</sup>. In relazione a tali prodotti basterà pensare anche soltanto all'individuazione del *target-market* e del mercato negativo a cui l'impresa di assicurazione è chiamata per avvedersi della scivolosità di un terreno sul quale, in caso di contenzioso, essa dovrà fornire una prova – aver agito con la specifica diligenza richiesta – che la recente evoluzione legislativa ha reso ancor più “diabolica”<sup>26</sup>.

Per altro verso, il governo e il controllo del prodotto rappresentano un'occasione per ritornare più in generale sulle regole organizzative di un'impresa di assicurazione, come introdotte prima in attuazione di *Solvency II* e rimodellate poi alla luce della *IDD*, regole che rappresentano uno dei profili dell'attività di impresa su cui si appunta l'azione della vigilanza<sup>27</sup>, soprattutto nell'attuale contesto normativo, che pone al centro della vigilanza prudenziale la supervisione e l'intervento sul governo societario<sup>28</sup>.

3. *Il ruolo dell'organo amministrativo* – Muovendo dal primo profilo oggetto di indagine nel presente lavoro, non si può trascurare che, mentre la responsabilità ultima dell'osservanza delle norme sul processo di approvazione dei prodotti assicurativi può ritenersi espressione del principio più generale sancito dall'art. 29-*bis* c. ass. priv., l'attribuzione all'organo amministrativo dell'approvazione e della revisione, almeno una volta l'anno, della politica in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi è inserita in una norma regolamentare<sup>29</sup> che non trova un immediato riscontro nel codice delle assicurazioni né, ancora una volta, nelle disposizioni dell'Unione europea direttamente applicabili: la competenza dell'organo amministrativo appare invece il

<sup>23</sup> In argomento si veda M. SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi*, Roma, 2013, *passim*.

<sup>24</sup> Sul tema si rinvia a P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, *passim*.

<sup>25</sup> P. CORRIAS, *Commento sub art. 178*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Il Codice delle assicurazioni private*, cit., vol. II, t. 2, 139.

<sup>26</sup> Così già per la materia dei servizi di investimento G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in AA.VV., *Studi in onore di Umberto Belviso*, vol. III, Bari, 2011, 1744.

<sup>27</sup> Così già R. CARANTA, *Commento sub artt. 20-21*, in G. PARTESOTTI-M. RICOLFI (a cura di), *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, Padova, 2000, 160.

<sup>28</sup> M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca, impr., soc.*, 2018, 239, 244 s.

<sup>29</sup> Art. 5, comma 2, regolamento Ivass n. 45/2020.

frutto di un'opzione dell'Autorità di vertice del settore, da inquadrare nell'esercizio del potere di adottare disposizioni attuative dell'art. 30-*decies*, comma 7, c. ass. priv.

Viene allora da chiedersi come tali materie (approvazione e revisione) si pongano rispetto alle norme societarie di diritto comune. Più precisamente, viene da chiedersi soprattutto se e come l'approvazione e la revisione della politica in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi si posizionino lungo l'asse del rapporto che l'art. 2381 c.c. instaura tra organo amministrativo nel suo *plenum* e amministratori delegati.

A questo proposito, non si può disgiungere l'analisi specifica dall'impostazione più generale che si ricava dal regolamento Ivass n. 38 il quale, tuttavia, si caratterizza per un maggior grado di chiarezza. Dopo aver attribuito all'organo amministrativo la responsabilità ultima del sistema di governo societario e la definizione degli indirizzi strategici, l'art. 5 del regolamento prevede infatti che l'organo amministrativo, nell'ambito dei compiti di indirizzo strategico e organizzativo di cui all'art. 2381 c.c.<sup>30</sup>, approvi un lungo elenco di materie intorno alle quali può dirsi che sia stato costruito il governo societario quale concepito dal legislatore europeo con *Solvency II*, ma altresì che si sia tradotto il paradigma relativo all'assetto organizzativo di cui alla richiamata norma codicistica. E al riguardo si è affermato che l'organo amministrativo raggiunge pienamente gli obiettivi di governo societario e l'efficace adempimento dei doveri su di esso incumbenti, relativi alla definizione del piano strategico e al monitoraggio sulla sua esecuzione, grazie ai flussi informativi di cui è destinatario, così come delineati dallo stesso regolamento e tali da consentire anche agli amministratori non esecutivi «di svolgere le proprie funzioni in modo adeguato alla natura ed alle caratteristiche della società»<sup>31</sup>. In altri termini, come già si è ricordato, richiamando l'art. 2381 c.c., la normazione speciale darebbe ad un precetto generale un più puntuale contenuto, reso viepiù ampio dall'esigenza di adeguamento ai *diktat* del legislatore dell'Unione europea, anche in termini di riparto di ruoli tra organo amministrativo nel suo *plenum* e consiglieri delegati, confermando peraltro uno schema introdotto dal regolatore antecedentemente a *Solvency II*. Infatti, già dal regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008, come in particolare modificato con il successivo Provvedimento Ivass n. 17 del 15 aprile 2014<sup>32</sup>, affioravano in ambito assicurativo il tendenziale isolamento delle funzioni di supervisione strategica, interamente affidata all'organo amministrativo, e il conseguente dovere degli amministratori deleganti di verificare costantemente e in modo penetrante l'adeguatezza degli assetti organizzativi come al tempo richiesti dal-

<sup>30</sup> Si leggano i commi 1 e 2 dell'art. 5 regolamento Ivass n. 38/2018.

<sup>31</sup> M. SIRI, *op. cit.*, 250. Nel testo finale del regolamento Ivass n. 38/2018 è stata accolta la proposta formulata dall'Ania in fase di pubblica consultazione dello schema di regolamento, nel punto in cui gravava l'organo amministrativo di un'obbligazione di risultato: «si ritiene che l'attuale formulazione della norma gravi l'organo di un'obbligazione di risultato, invece di porne in evidenza il compito di assicurare l'idoneità del sistema di governo societario a conseguire gli obiettivi di cui all'art. 4 (e non di garantirne l'effettivo conseguimento). Proposta: Si chiede di riformulare la locuzione "... garantisce che il sistema di governo societario consenta il conseguimento degli obiettivi...", sostituendo i termini "garantisce" e "consenta il conseguimento" rispettivamente con "provvede affinché" e "sia idoneo a conseguire gli": [https://www.ivass.it/normativa/nazionale/seconda-ria-ivass/esiti-pubb-cons/2018/reg-38-epc/Esiti\\_Reg\\_38\\_2018\\_Tabella A.pdf](https://www.ivass.it/normativa/nazionale/seconda-ria-ivass/esiti-pubb-cons/2018/reg-38-epc/Esiti_Reg_38_2018_Tabella A.pdf) (commento n. 27).

<sup>32</sup> In argomento v. A. MINTO, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina sul tema dei controlli interni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2014, I, 655 ss.

l'Autorità di vigilanza<sup>33</sup>. Ma ancor prima, nel testo originario del regolamento n. 20/2008, l'ISVAP aveva proceduto ad una individuazione così analitica delle attribuzioni dell'organo amministrativo da far propendere per uno sconfinamento in funzioni in concreto operative difficilmente riconducibili all'organo amministrativo apicale, e tali da aprire prospettive di indagine all'epoca nuove<sup>34</sup>.

D'altronde, e ancora una volta in tendenziale continuità con le precedenti soluzioni accolte nella normazione secondaria, nel regolamento Ivass n. 38/2018 la definizione dettagliata dell'assetto organizzativo dell'impresa e, a monte, la responsabilità dell'attuazione, del mantenimento e del monitoraggio del sistema di governo societario sono proprie dell'alta direzione<sup>35</sup> – che racchiude una molteplicità di soggetti, amministratore delegato compreso<sup>36</sup> – alla quale compete inoltre, coerentemente con le direttive dell'organo amministrativo, la verifica della periodica (e, comunque tempestiva, ogni qualvolta siano riscontrate criticità significative) informazione da rendere all'organo amministrativo sull'efficacia e sull'adeguatezza del sistema di governo societario<sup>37</sup>. Bastano questi rapidi cenni per comprendere che nelle imprese di assicurazione, come in ogni «impresa finanziaria»<sup>38</sup>, l'agire informato degli amministratori

---

<sup>33</sup> F. BARACHINI, *Commento sub art. 2381*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, t. 1, Milano, 2016, 1197.

<sup>34</sup> F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio: quis custodiet ipsos custodes?*, in P. MARANO-M. SIRI (a cura di), *La regolazione assicurativa*, Torino, 2009, 349, spec. 353.

<sup>35</sup> Si è al riguardo affermato che la definizione di alta direzione «getta un ponte tra diritto societario e diritto dell'impresa»: P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 3, Torino, 2014, 2187, nota 25.

<sup>36</sup> Secondo l'art. 2, comma 1, lett. a), regolamento n. 38, si intende per «alta direzione»: l'amministratore delegato, il direttore generale nonché la dirigenza responsabile ad alto livello del processo decisionale e di attuazione delle strategie.

<sup>37</sup> Si veda l'art. 7, commi 1 e 2, in particolare lett. a) ed e), regolamento n. 38. Sia pure nella vigenza dei precedenti regolamenti di Isvap/Ivass, nelle parti che qui interessano tuttavia riprodotti nel regolamento n. 38 appena citato, si è affermato che «il sistema di raccolta delle informazioni diventa quindi, nelle imprese di assicurazione, il punto di partenza per il corretto esercizio delle potestà gestionali del consiglio, che al riguardo viene necessariamente coadiuvato sia dall'alta direzione e dagli organi delegati, sia dalle funzioni di controllo interno, segnatamente su tutti la revisione interna»: A. LONGO, *Gli assetti in ambito assicurativo*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 722. Si noti poi che, ai sensi dell'art. 2, lett. a), regolamento Ivass n. 38, l'alta direzione «attuа l'appropriata separazione di compiti sia tra singoli soggetti che tra funzioni, in modo da assicurare un'adeguata dialettica ed evitare, per quanto possibile, l'insorgere di conflitti di interesse», raccogliendo così l'auspicio di quanti ritenevano opportuna da un punto di vista operativo la ripartizione delle funzioni tra i vari soggetti che la compongono: F. D'ANGELO, *op. cit.*, 356.

<sup>38</sup> L'espressione utilizzata non è casuale e viene in questa sede utilizzata sulla scorta del riferimento unitario all'impresa finanziaria contenuto nella Direttiva 95/26/CE del 25 giugno 2005, nota come Direttiva *post BCCI*. Come segnalato in dottrina, non poteva «parlarsi di una definizione in senso proprio d'impresa finanziaria anche se è innegabile una suggestione in senso sistematico nell'avvicinare sotto questi profili le imprese del mercato finanziario, enti creditizi, imprese di assicurazione, imprese di investimento e OICVM, ora nel nuovo linguaggio del t.u. fin. n. 58/98 OICR»: G. PARTESOTTI, *Note introduttive*, in G. PARTESOTTI (a cura di), *Il rafforzamento della vigilanza prudenziale nel settore assicurativo*, Padova, 2002, 2. A tal proposito, in tempi più recenti, si è segnalata la «fitta rete di vasi comunicanti tra le regole per le banche e per altre categorie di operatori, con riferimento innanzitutto alle assicurazioni: possiamo infatti trovare un continuo dialogo tra le rispettive discipline settoriali dove, a seconda dei momenti, l'una anticipa l'altra con forti analogie nei principi adottati e nei criteri applicativi, dialogo che si è intensificato dopo lo scoppio del-

poggia su un fluire di informazioni particolarmente intenso e frequente, che segue ormai da tempo logiche e percorsi ulteriori rispetto a quelli, pure maggiori del passato, di cui ora è permeato l'art. 2381 c.c.<sup>39</sup>, e nel quale si percepisce l'intento di superare le possibili criticità, sempre latenti, nella dialettica tra organo amministrativo ed alta direzione<sup>40</sup>.

Pertanto, sulla scorta del quadro sinteticamente delineato, può dirsi che nella disciplina regolamentare delle imprese di assicurazione il ruolo dell'organo amministrativo nel sistema del governo societario finalizzato alla sana e prudente gestione dell'attività prende l'abbrivio dai compiti di indirizzo strategico e organizzativo di cui all'art. 2381 c.c., per poi in parte snodarsi tra le pieghe della stessa norma codicistica, senza tuttavia replicarne pedissequamente lo schema<sup>41</sup>, e per la restante parte dipanarsi secondo le molteplici facce che compongono il poliedrico sistema di governo societario. Si vuole dire in altri termini che, rimanendo comunque fermi il ruolo di vertice dell'organo amministrativo nel suo *plenium* e il rapporto tra amministratori deleganti e amministratori delegati quale delineato dalla riforma del diritto societario del 2003<sup>42</sup>, in punto di indirizzi strategici e organizzativi non sempre è implicato l'istituto delle deleghe gestorie *ex art. 2381 c.c.*, *rectius*: solo delle deleghe gestorie, ed anzi entrano talora in gioco funzioni o soggetti diversi<sup>43</sup> i cui rapporti con l'organo amministrativo – è possibile anticipare – paiono informati a logiche altrettanto diverse.

È questa la complessa cornice nella quale si inserisce la rivisitazione del governo societario in chiave di tutela del consumatore di prodotti assicurativi realizzati dall'impresa di assicurazione. Come anticipato, l'art. 5 del regolamento Ivass n. 45/2020 ribadisce sì la responsabilità ultima dell'organo amministrativo in materia di osservanza delle norme sul processo di approvazione, e tuttavia le funzioni di approvazione e revi-

---

la crisi che, come noto, ha visto coinvolti alcuni grandi operatori assicurativi»: F. VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca, impr., soc.*, 2014, 289, 296.

<sup>39</sup> A. LONGO, *op. cit.*, 722. Sul punto già A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Dir. econ. ass.*, 2011, 31, 38 ss.; A. MINTO, *op. cit.*, 669. Conf. V.F. SANASI D'ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. fin. e ass.*, 2018, 59, 72 s.

<sup>40</sup> A. MINTO, *op. cit.*, 669.

<sup>41</sup> Si sono infatti colte talune diversità: ad es., oltre ad approvare l'assetto organizzativo, l'organo amministrativo ne cura l'adeguatezza nel tempo (v. ora l'art. 5, comma 2, lett. a) regolamento n. 38), nonostante l'art. 2381 c.c. assegni la cura degli assetti organizzativi agli organi delegati: così F. BARACHINI, *op. cit.*, 1197. A spiegare la deviazione dal diritto societario comune può essere forse la finalità perseguita mediante la cura degli assetti organizzativi prerogativa (anche) dell'organo amministrativo nel suo *plenium*: l'adattamento tempestivo «dell'assetto organizzativo ai mutamenti degli obiettivi strategici, dell'operatività e del contesto di riferimento in cui la stessa opera».

<sup>42</sup> In argomento v. *ex multis* G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. impr.*, 2010, 737 ss. Sull'esigenza di ribadire la distinzione di poteri tra amministratori deleganti e consiglieri esecutivi anche negli ordinamenti settoriali, in particolare in ambito bancario v. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 707, spec. 736 s.

<sup>43</sup> Merita segnalare sul punto la riflessione che la dottrina aziendalistica ha maturato muovendo dalla giustapposizione degli investimenti finanziari e del sistema di controllo interno: mentre nei primi «l'impostazione strategica e di policy sugli investimenti è assegnata al CdA e il ruolo di gestione viene assegnato al management», nel secondo il CdA «assume il ruolo strategico di definizione dell'impalcatura del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; il ruolo operativo è lasciato alle funzioni di controllo che comunque operano in stretta sintonia con le direttive impartite dal board e riferiscono nel continuo agli organi aziendali relativamente agli esiti dell'attività di controllo di propria competenza»: S. DELL'ATTI-S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione*, Milano, 2019, 82 s.



sione non risultano *expressis verbis* inquadrate nei compiti di indirizzo strategico e organizzativo di cui all'art. 2381 c.c., non almeno *prima facie*. Va, dunque, chiarito se dalla segnalata difformità sia possibile ricavare una diversa volontà nell'articolazione dei rapporti endosocietari o se invece si possa comunque (e anzi si debba) approdare a risultati analoghi a quelli già visti per il governo societario.

Ragioni sistematiche suggeriscono la seconda soluzione. In particolare, a de porre in questa direzione è il contenuto minimo della politica in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi, come risulta dall'Allegato 1 al regolamento n. 45/2020 (e prima ancora, anche se in forma più sintetica, dall'art. 4 del regolamento (UE) 2017/2358<sup>44</sup>), dal quale emerge l'assegnazione di compiti da annettere all'indirizzo organizzativo: si pensi, in particolare, all'individuazione di adeguati presidi nelle fasi di progettazione, controllo, revisione, distribuzione e monitoraggio nel continuo dei prodotti, al fine di tutelare gli interessi dei clienti; alla definizione di presidi organizzativi interni nonché dei ruoli e delle responsabilità degli organi e delle funzioni aziendali in grado di assicurare la corretta gestione del processo di approvazione dei prodotti assicurativi e l'attività distributiva, anche nel caso di attività affidate in regime di esternalizzazione; alla definizione delle direttive e dei criteri per il presidio delle singole fasi del processo di approvazione dei prodotti assicurativi, in grado di assicurare l'identificazione di un adeguato livello di dettaglio del mercato di riferimento di ciascun prodotto, anche attraverso adeguati test in funzione della tipologia, natura e livello di rischio del prodotto; all'individuazione dei flussi informativi tra strutture e funzioni interne all'impresa nonché tra produttore e distributore. Si tratta di materie che, pur nella loro specificità, ripetono invero la logica sottesa ai compiti di indirizzo strategico e organizzativo enucleati dal regolamento Ivass sul governo societario. Se allora, similmente a quanto già detto a proposito del governo societario figlio di *Solvency II*, anche nel governo e nel controllo del prodotto assicurativo è possibile cogliere la funzione di monito raggio nel tempo – che, nella prospettiva dell'art. 2381 c.c., è propria dell'organo amministrativo nel suo *plenum* – il richiamo della norma di diritto societario è apparso del tutto superfluo. D'altronde, già nella lettera del 4 settembre 2017 l'Istituto di vigilanza aveva con estremo nitore segnalato al mercato la contiguità del sistema del governo societario e del governo e controllo del prodotto<sup>45</sup>, sicché, ancor prima dell'attuazione della *IDD* e della conseguente emanazione della normazione secondaria, poteva cogliersi la volontà dell'Ivass di inserire tra i compiti di indirizzo strategico e organizzativo anche quelli che l'organo amministrativo sarebbe stato di lì a poco chiamato a svolgere nell'ambito della *Product Oversight and Governance*.

---

<sup>44</sup> Secondo i paragrafi 2 e 3, «Il processo di approvazione del prodotto viene definito in un documento scritto («politica in materia di governo e di controllo del prodotto») che è reso disponibile al personale addetto» e «a) garantisce che la progettazione dei prodotti assicurativi soddisfi i criteri seguenti: i) tenga conto degli obiettivi, degli interessi e delle caratteristiche dei clienti; ii) non arrechi danno ai clienti; iii) impedisca o attenui il pregiudizio per il cliente; b) supporta una gestione corretta dei conflitti di interesse».

<sup>45</sup> «La disciplina in materia di product governance recata dalla normativa assicurativa europea rientra nelle più ampie disposizioni di governance delle imprese di assicurazione definite nella Direttiva Solvency II, che richiedono di gestire l'attività dell'impresa di assicurazione in modo sano e prudente adottando un sistema adeguato di gestione del rischio. Pertanto la disciplina sulla governance delle imprese di assicurazione, integrata dalla disciplina POG, va intesa come processo unitario, da gestire in maniera coerente in relazione a tutti i prodotti dell'impresa in un'ottica più generale di tutela del consumatore».

4. *Organo amministrativo e funzione di compliance.* – Passando ora al secondo profilo oggetto di indagine, occorre capire quale sia la parte da intendersi assegnata ad altri soggetti e/o funzioni che rientrano nel governo societario dell'impresa di assicurazione e quale sia il loro rapporto con l'organo amministrativo.

Come si è già visto, l'art. 5, comma 3, del regolamento Ivass n. 45 valorizza la funzione di *compliance*, chiamata a monitorare lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure e delle misure di governo dei prodotti assicurativi, al fine di individuare i rischi di mancato adempimento degli obblighi previsti dalla normativa vigente, inclusa la normativa europea direttamente applicabile, anche da parte dell'intermediario produttore di fatto. Correlativamente, si richiede al titolare della funzione di indicare nella relazione annuale da presentare all'organo amministrativo gli elementi relativi alle verifiche e alle analisi effettuate sulla corretta definizione e sull'efficacia di tutte le fasi della procedura di approvazione e revisione di ciascun prodotto, incluse le informazioni sui prodotti assicurativi realizzati, sulla strategia di distribuzione, nonché sull'attività di distribuzione diretta svolta dall'impresa, evidenziando eventuali criticità<sup>46</sup>. Ai compiti già assegnati ad una funzione preesistente<sup>47</sup> si sono dunque sommati compiti ulteriori, anche in una logica di contenimento dei costi<sup>48</sup>: la via seguita sembra in realtà la logica conseguenza della scelta più generale di procedere per cerchi concentrici, inserendo all'interno del cerchio più esterno del governo societario quello del governo e del controllo del prodotto.

Esercitata l'opzione di incardinare nell'organo amministrativo i compiti e le responsabilità che la disciplina europea attribuisce genericamente ad una unità o ad una struttura all'interno dei soggetti che realizzano prodotti assicurativi, si è poi proseguito nel solco già tracciato con *Solvency II*: assegnare alla funzione di *compliance* la consulenza all'organo amministrativo, posto in tal modo nella condizione di valutare nel *continuum* la conformità interna rispetto al processo del prodotto, di rivederlo regolarmente al fine di garantirne la validità nel tempo e l'aggiornamento, ed inoltre di modificarlo laddove risulti necessario<sup>49</sup>.

Il dialogo tra organo amministrativo e funzione di *compliance* non finisce qui.

---

<sup>46</sup> Art. 5, comma 4, regolamento n. 45. Benché la politica di governo e controllo del prodotto degli intermediari produttori di fatto non formi oggetto di indagine in questo scritto, merita comunque segnalare che, secondo l'art. 5, comma 6, regolamento n. 45: *i)* «l'organo amministrativo o il corrispondente organo dell'intermediario è responsabile del processo di approvazione dei prodotti assicurativi e applica la politica definita dall'impresa di assicurazione ai sensi del secondo comma»; *ii)* «l'intermediario monitora lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure di governo dei prodotti assicurativi per le finalità di cui al terzo comma e fornisce all'impresa di assicurazione gli elementi necessari a redigere la relazione di cui al quarto comma». Dunque, mentre si conferma la responsabilità dell'organo amministrativo (o dell'organo corrispondente) per la politica di governo e controllo del prodotto, in assenza di una funzione di *compliance* all'interno dell'intermediario di fatto, lo si investe genericamente del compito di monitorare lo sviluppo e la revisione periodica del prodotto allo scopo di individuare i rischi di non conformità, fornendo poi all'impresa di assicurazione gli elementi necessari perché il titolare della sua funzione di *compliance* rediga la relazione annuale. La conformazione data al processo del governo e controllo dei prodotti degli intermediari produttori di fatto appare in linea di massima condivisibile, anche se si pone il problema dell'individuazione di quanti concretamente al loro interno monitorano lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure di governo dei prodotti assicurativi nella prospettiva della *compliance*.

<sup>47</sup> Art. 34 regolamento n. 38.

<sup>48</sup> Così A. CAMEDDA, *op. cit.*, 246.

<sup>49</sup> Si vedano i paragrafi 4, lett. *b)*, e 6 dell'art. 4 regolamento (UE) 2017/2358.

Va in primo luogo ricordato che, come d'altronde per ogni altra funzione fondamentale, anche l'istituzione della funzione di *compliance* è formalizzata in una specifica delibera dell'organo amministrativo, che ne definisce le responsabilità, i compiti, le modalità operative, la natura e la frequenza della reportistica agli organi sociali e alle altre funzioni interessate, in coerenza con il documento che l'organo amministrativo è chiamato ad approvare ancora una volta nell'ambito dei compiti di indirizzo strategico e organizzativo di cui all'art. 2381 c.c.<sup>50</sup>. Dunque, la stessa genesi della funzione di *compliance*, oggi comprensiva del monitoraggio dello sviluppo e della revisione periodica delle procedure e delle misure di governo dei prodotti assicurativi, è all'insegna (se così si può dire) della supervisione strategica che, in quanto tale, non può che ritenersi di competenza dell'organo amministrativo nel suo *plenum*.

In secondo luogo, mentre la collocazione organizzativa della funzione di *compliance* è lasciata all'autonomia dell'impresa di assicurazione, pur nel rispetto del principio di separatezza tra funzioni operative e fondamentali e al fine di garantirne l'indipendenza, l'autonomia e l'obiettività di giudizio, e comunque entro il perimetro delle possibilità offerte dal regolamento Ivass n. 38<sup>51</sup>, all'organo amministrativo compete comunque la nomina e la revoca del titolare della funzione<sup>52</sup>.

A tal proposito, vanno in particolare segnalati due profili: *i*) il titolare non può essere posto a capo di aree operative, né essere gerarchicamente dipendente da soggetti responsabili di dette aree; *ii*) egli assiste, su richiesta del presidente, alle riunioni dell'organo amministrativo, oltreché di controllo, benché la sua partecipazione possa essere prevista anche in via stabile, in relazione alle materie trattate<sup>53</sup>. A colpo d'occhio, la possibilità che il titolare della funzione di *compliance* partecipi alle riunioni consiliari ne presuppone l'estraneità alla composizione dell'organo amministrativo: tuttavia, si ammette anche l'attribuzione della titolarità della funzione ad un membro dell'organo amministrativo, purché ricorrano talune condizioni, tra le quali un peculiare significato assume in questa sede l'assenza di deleghe<sup>54</sup>. A quello che, a ben guardare, è un corollario del principio dell'indipendenza del titolare della funzione di *compliance* rispetto alle aree operative, consegue l'esigenza di circoscrivere all'amministratore non delegato né componente del comitato esecutivo la titolarità della *compliance*, e dunque altresì la selezione degli interventi che egli intende eseguire, da formalizzare *ex ante* nel piano di attività che deve essere presentato annualmente all'organo amministrativo ai fini dell'approvazione<sup>55</sup>, e la predisposizione *ex post* di una relazione contenente il riepilogo dell'attività svolta nell'anno, anch'essa destinata all'organo amministrativo<sup>56</sup>.

Quanto si è appena segnalato – ancorché valevole altresì per le funzioni di gestione dei rischi ed attuariale – nella prospettiva della *compliance* assume un particolare significato. Si provi a mettere a sistema la serie di elementi sin qui emersi: *a*) la politica del controllo e del governo del prodotto è di competenza dell'organo amministrativo; *b*)

---

<sup>50</sup> V. art. 26 regolamento Ivass n. 38, in particolare il comma 2, che rinvia all'art. 5.

<sup>51</sup> Si veda l'art. 27.

<sup>52</sup> Si veda l'art. 28, comma 1, regolamento Ivass n. 38.

<sup>53</sup> Così ancora l'art. 28, comma 1, regolamento Ivass n. 38.

<sup>54</sup> Art. 28, comma 2, regolamento Ivass n. 38.

<sup>55</sup> Art. 29 regolamento Ivass n. 38.

<sup>56</sup> Art. 30 regolamento Ivass n. 38.

essa è soggetta a verifica da parte della funzione di *compliance*; c) a meno che non si preferisca un titolare diverso dai componenti l'organo amministrativo, gli amministratori possono rendersi titolari della funzione, ma soltanto se privi di compiti esecutivi (e, quindi, amministratori non delegati). Il mosaico che così viene componendosi sembra corroborare l'idea già manifestata della riconducibilità della *Product Oversight and Governance* alla sfera dei compiti di indirizzo strategico e organizzativo.

Al riguardo l'Ivass appare, poi, particolarmente attento a evitare disarmonie conseguenti all'attribuzione della titolarità della funzione ad un consigliere, e pertanto ne richiede l'allineamento con l'allocazione dei compiti, delle responsabilità e competenze tra i membri dell'organo amministrativo, la cui composizione complessiva deve assicurare un rapporto dialettico al suo interno con riguardo alle valutazioni concernenti la funzione attribuita ad uno degli amministratori<sup>57</sup>. Non a caso, e «in linea con l'impianto *Solvency II*, che prevede un'applicazione delle disposizioni proporzionata al profilo di rischiosità dell'impresa o del gruppo, determinato sulla base della natura, portata e complessità dei rischi inerenti le attività svolte», mediante una lettera al mercato lo stesso Ivass ha escluso l'attribuzione ad un amministratore della funzione di *compliance* nell'ipotesi di assetto di governo societario di tipo «rafforzato», caratterizzato da una più articolata e stringente configurazione dei presidi organizzativi<sup>58</sup>.

Ad ogni modo, la partecipazione (istituzionalizzata o su richiesta del presidente) alle riunioni dell'organo amministrativo del titolare della funzione di *compliance*, indipendentemente dal suo *status* di amministratore, concorre a definire l'attività di consulenza all'organo svolta dalla funzione e più in generale a proceduralizzare l'assunzione delle deliberazioni consiliari anche in tema di *Product Oversight and Governance*.

Sul punto, infine, va detto che l'eventuale titolarità della funzione di *compliance* è inevitabilmente destinata a riflettersi sulla posizione dell'amministratore che ne sia il titolare senza, tuttavia, che la circostanza in sé incida sulla responsabilità dell'organo amministrativo. Di contro, atteso che la funzione di *compliance* è preordinata all'esercizio dell'attività di consulenza all'organo amministrativo<sup>59</sup>, non potrebbe a priori escludersi la sua responsabilità ove non avesse colto la portata e le implicazioni delle informazioni ricevute dalla funzione di *compliance*, e quindi violato il generale obbligo di agire informati di cui all'art. 2381, comma 6, c.c.<sup>60</sup>.

5. *Organo amministrativo e comitato per il controllo interno e i rischi.* – Venendo al terzo profilo dell'indagine, occorre chiedersi quali siano i possibili riflessi della *Pro-*

<sup>57</sup> Si veda l'art. 28, comma 2, lett. d), regolamento Ivass n. 38.

<sup>58</sup> V. Lettera al mercato del 15 luglio 2018.

<sup>59</sup> Più in generale si afferma che «la funzione di *compliance* è essa stessa un momento – coesistente e consustanziale – dell'amministrazione. Non ci deve essere contrapposizione alla gestione, quanto piuttosto compenetrazione nella gestione: la funzione di *compliance* (e con essa del sistema di controllo interno) è quella di essere strumento di gestione e momento di gestione»: P. BENAZZO, *Organizzazione e gestione dell'impresa complessa: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020, 1197, 1210 s.

<sup>60</sup> Sulla questione v. diffusamente M.S. SPOLIDORO, *La funzione di compliance nel governo societario*, in G. ROSSI (a cura di), *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto?*, Milano, 2017, 196 ss.; S. FULCO-M. VENTORUZZO, *Responsabilità civilistiche dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e funzione di compliance*, *ivi*, 362 ss.

*duct Oversight and Governance* sul comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi che sia stato eventualmente costituito. Si è anticipato che la scelta della sua costituzione è rimessa all'apprezzamento dell'organo amministrativo, il quale ne valuta l'appropriatezza in relazione alla natura, portata e complessità dell'attività dell'impresa e dei rischi inerenti<sup>61</sup>. L'affermazione deve in realtà essere rivisitata, ancora una volta alla luce di un orientamento che l'Ivass ha espresso in una lettera al mercato, nella quale si legge che l'Istituto si attende l'istituzione del comitato interno nel caso di assetto di governo societario «rafforzato» o «ordinario», non invece per l'ipotesi di modello «semplificato», modelli tutti delineati dall'autorità di vigilanza nella lettera menzionata<sup>62</sup>.

Non è questa la sede per entrare nel merito del rapporto tra tale comitato e quelli previsti in altri contesti disciplinari, comunque applicabili alle imprese di assicurazione. Si pensi anche soltanto al comitato per il controllo interno e la revisione contabile introdotto dalla disciplina della revisione legale dei conti annuali e consolidati nell'ambito degli enti di interesse pubblico, tra cui le imprese di assicurazione, il quale per vero si identifica con l'organo di controllo che di volta in volta viene in considerazione in ragione del regime di amministrazione e controllo prescelto<sup>63</sup>; ma anche al comitato controllo e rischi previsto dal codice di autodisciplina delle società quotate, giunto alla versione del 2020<sup>64</sup>. Di contro, vale la pena interrogarsi su almeno due questioni, perché strettamente legate alla materia indagata: *i*) se le funzioni consultive e propositive e le indagini conoscitive affidate al comitato possano riguardare anche la politica del governo e controllo dei prodotti; *ii*) in ipotesi di risposta affermativa al precedente quesito, come si combinino la regola secondo cui «l'istituzione del comitato per il controllo interno e i rischi non solleva l'organo amministrativo dalle proprie responsabilità», di cui all'art. 6, comma 3, in fine, regolamento n. 38, e talune previsioni del diritto societario comune che ammettono lo scioglimento del vincolo di solidarietà tra amministratori.

Partendo dal perimetro delle funzioni che possono essere affidate al comitato, non vi è ragione per circoscrivere all'espletamento di taluni compiti soltanto relativi al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, con esclusione di altri, la possibilità per l'organo amministrativo di farsi assistere nella determinazione delle linee di indirizzo del sistema stesso, nella verifica periodica della sua adeguatezza e del suo effettivo funzionamento, nonché nell'identificazione e gestione dei principali rischi azienda-

<sup>61</sup> V. *supra*, par. 2.

<sup>62</sup> Si veda ancora la lettera al mercato del 15 luglio 2018, basata sul criterio del *comply or explain* da rendere nel *Reporting* al Supervisore ex artt. 47-*quater* e 216-*octies* c. ass. priv. Sui tre modelli si vedano S. BUTERA-F. MONTEMAGGIORI, *La governance delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Assicurazioni*, 2018, 41, 71 ss.

<sup>63</sup> Cfr. artt. 16 e 19 d.lgs. n. 39/2010. Per l'ipotesi di società con consiglio di sorveglianza al quale lo statuto abbia attribuito di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari, l'art. 19, comma 2, lett. *b*), prevede un comitato costituito al suo interno.

<sup>64</sup> Per la quale si vedano: P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 4/2020, 439 ss. Sulla possibile sovrapposizione tra i comitati interni all'organo amministrativo v. M. STELLA RICHTER JR, *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, cit., 26 s.; F. D'ANGELO, *op. cit.*, 355, per il quale, nel caso di impresa di assicurazione quotata, il comitato disciplinato dal regolamento dell'Ivass è sovrapponibile a quello previsto dal codice di autodisciplina, su cui inoltre prevale in caso di contrasto, ma in presenza di regole che aumentino il grado di tutela del mercato.

li<sup>65</sup>. Al contrario, la legittimazione dell'organo amministrativo a definire i compiti del comitato, prevista dal regolamento n. 38<sup>66</sup>, ha senso solo a condizione che esso possa discrezionalmente selezionare quali compiti affidare al comitato e quali no, ma anche optare per una soluzione a trecentosessanta gradi. A confermarlo è d'altronde l'assenza di emendamenti al regolamento Ivass n. 38 sul punto, mentre una modifica ha riguardato la funzione di *compliance*, come in precedenza sottolineato. Sicché a fronte dell'arricchimento dei compiti che l'organo amministrativo è stato chiamato dal regolatore ad espletare, nel silenzio dello stesso regolatore, l'organo amministrativo può intendersi legittimato a farsi assistere dal comitato per il controllo interno anche nell'espletamento dei nuovi compiti.

Appare allora utile indugiare sull'elenco dei «contenuti minimali richiesti nella politica in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi, da definirsi con un livello di dettaglio adeguato alla natura, alla portata e alla complessità dell'attività aziendale e proporzionato alla complessità dei prodotti rea lizzati dall'impresa», come individuati dall'Allegato I al regolamento n. 45. In filigrana si coglie nell'Allegato la possibilità, ed anzi la stessa opportunità, per l'organo amministrativo, in ragione della complessità di ciascuno dei momenti in cui si richiede venga articolata la politica stessa, di avvalersi dei soggetti che al suo interno, in ragione di peculiari competenze, possano orientare l'organo nel suo *plenum*, a tacer d'altro, verso: l'individuazione degli adeguati presidi relativi alle diverse fasi del prodotto, delle modalità per gestire correttamente i conflitti di interesse, la previsione di adeguate azioni di rimedio nel caso di prodotti suscettibili di arrecare pregiudizio ai clienti, l'identificazione e revisione nel continuo del mercato di riferimento e del mercato di riferimento negativo, la selezione dei distributori dei prodotti, l'indicazione delle istruzioni relative all'attività di distribuzione e dei canali di comunicazione per guidare il distributore nella conoscenza del prodotto<sup>67</sup>.

Va poi chiarita la posizione del comitato per il controllo interno rispetto all'organo amministrativo: a dispetto del linguaggio utilizzato dall'Ivass – il verbo «assistere» potrebbe infatti far pensare ad una sua terzietà – si è in presenza di un comitato interno che però, differentemente dal comitato esecutivo, non è un organo delegato (dovendo, anzi, i suoi componenti essere amministratori non esecutivi, e in maggioranza indipendenti ai sensi dell'art. 2387 c.c.<sup>68</sup>), bensì un organo avente funzioni consultive e

<sup>65</sup> Secondo quanto recita sul punto ancora una volta l'art. 6, comma 2, regolamento Ivass n. 38.

<sup>66</sup> V. art. 6, comma 3, regolamento Ivass n. 38.

<sup>67</sup> È possibile ripetere quanto già affermato in dottrina riguardo al comitato controllo interno e rischi delle società quotate: esso può «non solo garantire un più efficace e rapido svolgimento delle rispettive funzioni, ma soprattutto contribuire ad un miglioramento della «qualità» dell'azione gestoria, assicurando cioè – proprio grazie all'apporto di specifiche competenze dei singoli membri – l'assunzione di scelte più consapevoli e ponderate (anche e specialmente sul piano tecnico)»: F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della raccomandazione della Commissione Europea 2009/385/CE*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 192.

<sup>68</sup> Come si è osservato, la peculiare composizione del comitato è indispensabile se si vuole perseguire l'obiettivo di consentire al comitato un efficace svolgimento delle funzioni in senso lato di controllo ed esso affidate: F. BARACHINI, *op. ult. cit.*, 193. È appena il caso di precisare poi che, in quanto amministratori, i componenti del comitato devono possedere i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza stabiliti, secondo l'art. 76, comma 1, c. ass. priv., con regolamento adottato dal Ministro dello sviluppo economico sentito l'Ivass. Pertanto, occorre ora guardare al d.m. 11 novembre 2011, n. 220, che – per quanto in questa sede più rileva – dedica l'art. 6 ai requisiti di indipendenza. E tuttavia, l'art. 6 regolamento Ivass n. 38, prevede sì che i componenti del comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi siano in maggioranza

propositive, e al quale affidare indagini conoscitive, come si è accennato. Occorre comunque proseguire nella dialettica interna tra gli amministratori che compongono il comitato per il controllo e gli altri consiglieri, alla ricerca di ulteriori eventuali profili, anche e soprattutto in termini di responsabilità.

Il tema non è nuovo e ha già riguardato il comitato controllo e rischi previsto dal cennato codice di *corporate governance* istituito all'interno dell'organo amministrativo delle società quotate, avente funzioni<sup>69</sup> analoghe a quelle consultive e propositive proprie del comitato per il controllo e i rischi che, nelle imprese di assicurazione, possono inerire anche alla politica di governo e controllo del prodotto, come visto poc'anzi.

Segnatamente, le funzioni del comitato controllo e rischi delle società quotate sono ricondotte sia, e da più parti, alle funzioni in concreto attribuite a uno o più amministratori<sup>70</sup>, sia agli incarichi la cui natura rileva per la distinta valutazione della responsabilità degli amministratori che lo compongono<sup>71</sup>, ex art. 2392, comma 1, c.c., rispettivamente secondo e primo periodo. Inoltre, sempre in conformità alla lettera dell'art. 2392 c.c., si ritiene che «l'attenuazione della responsabilità dei deleganti sussista anche nel caso di delega (non già di vere e proprie funzioni gestorie, ma) di *funzioni solo istruttorie o consultive* quali, ad. es., quelle attribuite al «Comitato Controllo e Rischi» previsto dal [...] Codice di autodisciplina delle società quotate»<sup>72</sup>.

In ragione dell'analogia appena segnalata, si dovrebbe allora riconoscere la possibilità di attenuare la responsabilità anche dei consiglieri delle imprese di assicurazione che non siano componenti del comitato per il controllo interno e i rischi. Peraltro, la sua idoneità «a procedimentalizzare l'adozione da parte dell'organo amministrativo della decisione finale» porta ad ammettere che le funzioni e i poteri DEL comitato determinino l'arricchimento della natura dell'incarico dei suoi componenti, e pertanto l'alterazione delle loro responsabilità, seppur entro i limiti delle attribuzioni derivanti dall'appartenenza al comitato stesso<sup>73</sup>.

Rimarrebbe da appurare l'alterazione della responsabilità degli altri amministratori, «di riflesso e per converso», come si sostiene ancora una volta rispetto ai consiglieri

---

indipendenti, ma ai sensi dell'art. 2387 c.c. Come noto, la norma richiama i requisiti previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati, quindi e allo stato, dal codice di autodisciplina delle società quotate. Pertanto, i componenti del comitato, almeno in maggioranza, in aggiunta ai requisiti di indipendenza richiesti ai sensi della disciplina assicurativa, dovranno dimostrare il possesso di quelli fissati dal codice di *corporate governance* delle società quotate. In argomento v. C.G. CORVESE, *Le nuove regole sull'acquisizione di partecipazioni e sui requisiti degli esponenti aziendali e dei titolari di partecipazioni delle imprese di assicurazione e di riassicurazione*, in *Assicurazioni*, 2012, 205, spec. 235 ss.

<sup>69</sup> Il comitato ha il «compito di supportare le valutazioni e le decisioni dell'organo di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e all'approvazione delle relazioni periodiche di carattere finanziario e non finanziario»: *Raccomandazioni*, n. 32, lett. c), del Codice di *corporate governance*.

<sup>70</sup> Così P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, 846 s.; M. STELLA RICHTER JR, *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, cit., 28 s.; L. SAMBUCCI, *Commento sub art. 2392*, in D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, Commentario del codice civile diretto da E. GABRIELLI, vol. II, Torino, 2015, 378.

<sup>71</sup> Così F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione*, cit., 208 s.

<sup>72</sup> F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 112.

<sup>73</sup> Così, riguardo al comitato controllo e rischi delle società quotate, M. STELLA RICHTER JR, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 662, 674.

che non siano componenti del comitato controllo e rischi di società quotate<sup>74</sup>. A sostegno del risultato militano invero i medesimi argomenti, che possono essere compendiate nella capacità del comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi, oltretutto di procedimentalizzare l'assunzione della decisione finale, di «codeterminare l'assetto organizzativo dei controlli»<sup>75</sup> dell'impresa di assicurazione, compreso il controllo e governo del pro dotto, innegabile nel contesto delle compagnie assicurative ove – come precisato in più di un'occasione – al comitato sono affidate «funzioni consultive e propositive ed il compito di svolgere indagini conoscitive». Merita precisare che si tratta di funzioni e compiti volti a consentirgli di assistere «l'organo amministrativo nella determinazione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, nella verifica periodica della sua adeguatezza e del suo effettivo funzionamento, e nell'identificazione e gestione dei principali rischi aziendali»<sup>76</sup>.

Ebbene, se da un canto è configurabile un'alterazione delle responsabilità degli amministratori, d'altro canto è però anche vero che essa poggia su modalità di flussi informativi – provenienti dai componenti del comitato e destinati agli altri amministratori – che si presentano diverse da quelle formalizzate nell'art. 2381 c.c., e che si traducono anche in un differente modo di temperare eventualmente la responsabilità dei consiglieri che non siedano nel comitato per il controllo interno e i rischi. Il compito di assistere l'organo amministrativo riposa, infatti, su un rapporto che – seppure non sia stato formalizzato una volta per tutte dall'Ivass – tra le pieghe della normazione secondaria si lascia intravedere come particolarmente stretto, frequente e assiduo, comunque tale da ridurre gli spazi di esenzione della responsabilità degli amministratori che non siano componenti del comitato.

È in questo senso che può intendersi l'art. 6, comma 3, regolamento n. 38 nel punto in cui stabilisce che «l'istituzione del Comitato per il controllo interno e i rischi non solleva l'organo amministrativo dalle proprie responsabilità». Più che finalizzata ad escludere *a priori* – nei rapporti in generale tra gli altri consiglieri e i componenti del comitato, quindi anche nei rapporti relativi allo svolgimento delle funzioni riguardanti la politica di governo e controllo del prodotto – il ricorrere dei presupposti per lo scioglimento del vincolo di solidarietà<sup>77</sup>, la previsione parrebbe orientata a ribadire la responsabilità dell'organo amministrativo nel suo *plenum* alla stregua dei paradigmi del diritto societario comune, peraltro in linea con il richiamo contenuto nel regolamento Ivass n. 38 all'art. 2381 c.c. Tuttavia, se l'art. 2381 cit. è norma cogente nei rapporti tra amministratori deleganti e delegati in essa delineati, non sempre può operare *sic et simpliciter* nei diversi rapporti endoconsiliari costruiti sulle diverse basi delle disposizioni contenute nella normazione – che l'Ivass emana sempre più di frequente anche a partire dai Regolamenti Delegati dell'Unione Europea – soprattutto quando siano improntati ad un più ampio coinvolgimento di tutti gli amministratori.

<sup>74</sup> In questa direzione M. STELLA RICHTER JR, *op. loc. ultt. citt.*

<sup>75</sup> M. STELLA RICHTER JR, *op. loc. ultt. citt.*

<sup>76</sup> Art. 6, comma 6, regolamento Ivass n. 38. Possono così fugarsi i dubbi in passato manifestati: v. F. D'ANGELO, *op. cit.*, 355.

<sup>77</sup> Si esclude invece che il vincolo di solidarietà si scioglia in ipotesi di deleghe non consentite dallo statuto né dall'assemblea: v. F. BRIOLINI, *Commento sub art. 2392*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, cit., 1397, ove ulteriori riferimenti.



Così, mentre è incontrovertibile il potere dell'organo amministrativo di definire «la composizione, i compiti e le modalità di funzionamento del Comitato», e in tal modo di modellare entro una certa misura autonomamente i rapporti al suo interno, tra componenti il comitato e altri consiglieri, al tempo stesso è però innegabile che mai i compiti degli uni possano scendere al di sotto del grado di coinvolgimento degli altri implicato dall'incarico di «assistere» (*i.e.*, secondo l'etimo latino *adsistere*, stare vicino)<sup>78</sup>. Come poco prima detto, tale coinvolgimento sembra doversi intendere particolarmente forte e perciò stesso destinato a ridurre i margini entro i quali sarà possibile circoscrivere la responsabilità ai componenti il comitato per il controllo interno e i rischi provando a dimostrare, ad esempio, che la causa dell'evento dannoso sta, per quel che qui più interessa, in una politica del governo e controllo del prodotto fondata sulle sue proposte ed indagini conoscitive, ed *ex post* rivelatasi pregiudizievole.

6. *Un cenno finale.* – Alla luce del quadro che si è andato delineando, e senza potersi addentrare in questa sede nel tema *ex professo*, merita comunque almeno un cenno la possibilità che si ponga anche *in subjecta materia* questione analoga al problema che più in generale ha riguardato l'adeguatezza degli assetti organizzativi, soprattutto a seguito dell'emanazione del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza<sup>79</sup>, quello dell'attrazione/sottrazione «all'area di responsabilità nello *safe harbour* della *business judgment rule*»<sup>80</sup>, intorno al quale hanno cominciato a formarsi i primi orientamenti giurisprudenziali<sup>81</sup>.

Come è stato osservato, nei settori vigilati, tuttavia, la *business judgment rule* si presta ad «assumere il volto, del tutto nuovo, anche di criterio per l'esercizio nella di-

<sup>78</sup> Il tendenziale ruolo di assistenza all'organo amministrativo era già stato segnalato alla luce della precedente normazione secondaria da A. VICARI, *op. cit.*, 43.

<sup>79</sup> Su assetti organizzativi e *business judgement rule* dopo l'emanazione del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza v. L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *Amministratori e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, 5 ss.; V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgement rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss.; S. FORTUNATO, *Codice della Crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss., spec. 983 ss.; C. IBBA, *Codice della crisi e codice civile*, in *ODC*, 2019, 243 ss., spec. 248 ss.; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli organi sociali di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 929, spec. 938; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 579 ss., spec. 682 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss., spec. 266 s. Dubbi sull'applicabilità della *business judgment rule* alle scelte organizzative sono stati espressi più di recente da M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 5 ss., spec. 7, ove l'a. segnala l'esigenza che in tal caso il sindacato giudiziario sia comunque «più incisivo rispetto a quello, limitato ad ipotesi scolastiche, che potrà esercitarsi sulla scelta delle strategie e delle tattiche di mercato».

<sup>80</sup> P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta dalla "Proposta Rordorf" al Codice della crisi*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 486 s. Secondo l'a. l'adeguatezza «è un concetto fortemente relativo suscettibile di fisiologiche aree di opinabilità, per cui il giudizio negativo è fondato soltanto qualora siano violati gli elementari paradigmi che le scienze aziendali, le prassi consolidate, i principi essenziali comunemente adottati hanno nel tempo elaborato».

<sup>81</sup> Trib. Roma, sez. impr., 8 aprile 2020, in *Società*, 12/2020, 1339, nota A. BARTALENA, *Assetti organizzativi e business judgement rule*, *ivi*, 1346 ss.; Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *www.ilcaso.it*.

screzionalità amministrativa»<sup>82</sup>. In questa angolazione si riuscirebbe a intravedere allora una diversa prospettiva di indagine sull'applicabilità della regola in occasione della valutazione della responsabilità ultima dell'organo amministrativo, ex art. 29-bis c. ass. priv., quindi anche rispetto al sistema di governo societario inteso a tutto tondo (incluso il governo e controllo del prodotto) delle imprese di assicurazione, soggette ad una forte ingerenza della vigilanza prudenziale che si estende al sindacato sul loro *business model*<sup>83</sup> da parte dell'autorità di vertice di settore.

Si tratta di un governo societario proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'impresa (art. 30, comma 1, c. ass. priv.), funzionale non (solo) «alla rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale», ex art. 2086, comma 2, c.c.<sup>84</sup>, bensì (in primo luogo) al conseguimento degli obiettivi perseguiti dalla Direttiva *Solvency II* (sana e prudente gestione dell'attività) e in tempi più recenti agli scopi a cui è preordinata la *IDD* che, nelle imprese di assicurazione (come negli intermediari che realizzano prodotti assicurativi da vendere ai clienti), ha assunto anche le sembianze della *Product Oversight and Governance*.

---

<sup>82</sup> P. MARCHETTI, *Prefazione* a S. ALVARO-E. CAPPARIELLO-V. GENTILE-E.R. IANNACCONE-G. MOLO-S. NOCELLA-M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in *Quaderni Giuridici Consob*, n. 11/2016, 3.

<sup>83</sup> Così M. SIRI, *op. cit.*, 257 ss.

<sup>84</sup> È appena il caso di ricordare che, ai sensi dell'art. 245, comma 7, c. ass. priv., le imprese di assicurazione non sono soggette a procedure concorsuali diverse dalla liquidazione coatta disciplinata dallo stesso codice e che, per quanto non espressamente previsto, si applicano, se compatibili, le disposizioni della legge fallimentare e, dal momento della sua entrata in vigore, del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

PARTE IV  
LA *GOVERNANCE* NELLE SOCIETÀ  
DI PERSONE



## FRAMMENTI DI *GOVERNANCE* NELLE SOCIETÀ DI PERSONE \*

di *Sergio Patriarca e Ilaria Capelli*

SOMMARIO: 1. Una lenta modernizzazione, lontana dai riflettori. – 2. L'amministrazione delle società di persone fra correttezza e adeguatezza degli assetti. – 3. Standard minimi e norme imperative. – 4. La competenza "esclusiva" degli amministratori: un nuovo ruolo per gli amministratori delle società di persone. – 5. Assetti adeguati e sistemi di amministrazione. – 6. L'adeguatezza degli assetti e la condivisione delle informazioni fra gli amministratori. – 7. Breve postilla sul diritto di veto, le decisioni relative alla predisposizione degli assetti e lo scioglimento della società.

1. *Una lenta modernizzazione, lontana dai riflettori.* – È comune esperienza che il diritto societario, come accade in generale per le regolazioni dei nostri tempi, sia in continuo mutamento e che ciò avvenga, specialmente negli ultimi anni, in modo progressivamente sempre più rapido. Questo mutamento travolge senza alcun dubbio gli aspetti della regolazione espressamente dedicati alle imprese più dinamiche o a quelle più grandi – si pensi alle start-up innovative o alla legislazione in tema di quotate – ma certamente riverbera i propri effetti anche su settori che ben di rado si pongono al centro dell'attenzione del legislatore e che tutt'ora risultano, almeno nei termini che avremo modo di rilevare in queste pagine, sottoposti ad una disciplina in larghissima misura risalente ad un tempo in cui la concreta fisionomia delle imprese era innegabilmente assai diversa.

Tra i settori del diritto societario che si collocano più lontano dalle luci della ribalta troviamo le società di persone e, in particolare, la regolazione di quegli aspetti che tradizionalmente sono lasciati alla volontà dei soci, oppure persino all'iniziativa contingente degli stessi, vale a dire quegli strumenti, o in altri termini quei frammenti di *governance*, che risultino mirati ad una corretta gestione, anche in vista di un'auspicabile compensazione, o di un bilanciamento, degli interessi compresenti all'interno della società.

Le stringate previsioni relative all'organizzazione interna delle società di persone, così come l'intera disciplina ad esse dedicata, sono rimaste, nella sostanza, solidamente affidate all'impianto disegnato dal Codice civile del 1942<sup>1</sup>; questa stabile disciplina,

---

\* Il lavoro è il frutto della comune riflessione degli Autori, i paragrafi da 1 a 4 sono attribuiti a Ilaria Capelli, mentre i paragrafi da 5 a 7 sono attribuiti a Sergio Patriarca.

<sup>1</sup> Lo scarso attivismo del legislatore nei confronti delle società di persone, fatti salvi i progetti di modifica di cui si tratterà a breve, non può certamente essere imputato ad una mancanza di rilevanza pratica delle stesse; testimone di una costante vitalità del settore è quanto emerge dalle indagini empiriche condotte dopo la Riforma del 2003, dalle quali si rileva una vigorosa "resistenza" dei modelli personalistici pur in presenza di nuovi modelli organizzativi, particolarmente adatti alle realtà minori: cfr. P. MONTALENTI, *La riforma*

però, deve ora confrontarsi con i nuovi principi generali in materia di impresa, introdotti a seguito della nuova formulazione dell'art. 2086, comma 2, norma che impone all'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa.

Il legislatore ha poi voluto sottolineare il coinvolgimento delle società personali nell'applicazione di questa regola generale, mediante l'espreso rinvio all'art. 2086, comma 2, contenuto nell'art. 2257, comma 1, in sede di descrizione dei principi generali dell'amministrazione delle società personali, con la conseguente regolazione, per vero piuttosto scarna, di alcuni aspetti relativi alla *governance* delle società di persone.

L'appena richiamato intervento diretto del legislatore sull'organizzazione interna delle società di persone però non rappresenta in assoluto la prima alterazione dell'impianto originario del Codice civile del 1942. Alcuni parziali e indiretti assestamenti in tema di *governance* si sono registrati in occasione dell'entrata in vigore della Riforma del 2003, ad esempio per le inevitabili ricadute riconducibili all'art. 2500 *ter*, primo comma, sul procedimento di assunzione delle decisioni<sup>2</sup>: la possibilità di trasformare la società di persone in società di capitali con decisione a maggioranza viene a travolgere il tradizionale principio unanimistico, e ciò è previsto proprio in occasione di una delle modifiche più profonde e radicali del contratto sociale. Sempre con riferimento alla trasformazione in società di capitali, si sono poi resi necessari ulteriori assestamenti interni, nei termini di una profonda rivisitazione delle forme di raccolta del consenso<sup>3</sup> e di una specifica attenzione alle concrete modalità di esercizio del diritto di recesso<sup>4</sup>.

L'attenzione verso i meccanismi di *governance*, sempre in tema di società di persone, si è inoltre espressa anche nella possibilità di ricorrere al c.d. "arbitrato economico" per risolvere i contrasti che dovessero insorgere "tra coloro che hanno il potere di amministrazione" (art. 37 d.lgs. n. 5/2003). A ciò si aggiunge, a seguito del venir meno di un divieto di lunga tradizione, la possibilità per le società di capitali di partecipare alle società di persone (art. 2361, comma 2, e art. 111 *duodecies* disp. att. c.c.), cui segue, appunto per la società di persone partecipata da una società di capitali, l'ulteriore possibilità di nominare quale amministratore una persona giuridica<sup>5</sup>, o un suo rappresen-

---

*del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 504; M. CAMPOBASSO, *L'impatto della riforma sul sistema societario italiano. L'esperienza dei primi anni di applicazione*, in *Notariato*, 2008, 305, e G. COTTINO, *La riforma societaria ai suoi primi giri di boa: noterelle in margine ad alcuni dati giurisdizionali e statistici (con qualche mauvaise pensée)*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Torino, 2007, 25, 32 s. e.

<sup>2</sup> In argomento, si rinvia a G. FERRI JR., *La nuova disciplina in tema di trasformazione omogenea e le società di persone: un primo confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 724 ss. Più in generale, con riferimento alla Riforma del 2003 si è riscontrato un "intervento trasversale nel diritto delle società di persone": R. WEIGMANN, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2 bis, 2003, 270 ss.; cfr. G. COTTINO, *Premessa per il lettore*, in *Le nuove società di persone*, Bologna, 2014, XVIII s.

<sup>3</sup> La trasformazione evolutiva in società di persone implica che l'atto abbia la forma dell'atto pubblico, con le relative conseguenze sulla formazione della volontà sociale, in adunanza e con la contestuale manifestazione del consenso. Per l'esistenza di un obbligo di preventiva informazione da parte della maggioranza, alla luce dei principi di correttezza e buona fede, si rinvia a M. SARALE, *Le trasformazioni*, in AA.VV., *Le operazioni societarie straordinarie, Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2011, 334.

<sup>4</sup> Sul tema ancora M. SARALE, *op. cit.*, 336.

<sup>5</sup> Cfr. A. CETRA, *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, 6 ss., e G. PESCATORE, *L'amministratore persona giuridica*, Milano, 2012, 39 ss.

tante, con le conseguenti ricadute in merito alle concrete modalità di assunzione delle decisioni di gestione e ai soggetti coinvolti delle decisioni medesime<sup>6</sup>.

2. *L'amministrazione delle società di persone fra correttezza e adeguatezza degli assetti.* – Gli assestamenti appena sommariamente richiamati, avvenuti come si diceva in un contesto di sostanziale stabilità della disciplina rimasta ancorata all'impianto normativo del Codice civile del 1942, discendono da interventi regolatori che risultano dichiaratamente finalizzati a modernizzare altri settori del diritto societario. Non si può, peraltro, negare l'esistenza di un genuino ed autentico interesse rivolto alle società di persone, quanto meno nei termini del riconoscimento della centralità sistematica delle regole che le riguardano.

Sono ben noti, a questo proposito, i tentativi di riforma organica delle società di persone. Essi risultano avviati, come si legge nelle conclusioni della Commissione istituita dal Ministero di Grazia e giustizia del 27 giugno 1988, presidente Di Sabato<sup>7</sup>, sulla scorta di una ragionevole e condivisibile aspettativa di una "riscoperta delle società di persone"<sup>8</sup>. Queste ultime, infatti, sono certamente caratterizzate da "ridotti vincoli formali, documentali e notiziali e più contenuti costi amministrativi e fiscali"; ciononostante, una moderna visione della società di persone impone la necessaria presenza di "standard minimi ed irrinunciabili di serietà imprenditoriale e di informazione, adeguate alla realtà dell'attuale sistema economico"<sup>9</sup>.

Nell'appena evocato Progetto Di Sabato, tra i profili particolarmente rilevanti ai nostri fini vi è la previsione del principio di correttezza (art. 2249 del Progetto), inteso a regolare tutti i "rapporti relativi alla società" e applicabile anche alle società di capitali. Questo principio generale risulta presente anche nello "Schema di disegno di legge per la revisione delle disposizioni generali sulle società e per la riforma delle società di persone" della Commissione Rovelli (1999)<sup>10</sup>, proprio in vista dell'esigenza di adeguare ai nuovi tempi le società di persone, anche con riferimento alla sicurezza delle rela-

---

<sup>6</sup> In argomento, si rinvia allo Studio n. 5618/I del CNN, *Riflessi della riforma sull'amministrazione delle società di persone*, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 31 marzo 2005. Per un'analisi relativa alle ricadute sistematiche del progetto Di Sabato, che introduceva l'amministratore persona giuridica, P. MONTALENTI, *Amministrazione e rappresentanza nel progetto di riforma delle società di persone*, in AA.VV. (a cura di F. DI SABATO), *Il ruolo attuale delle società di persone e le prospettive di riforma della disciplina codicistica*, in *Quaderni della Rivista di Diritto dell'Impresa*, Napoli, 1993, 99 ss.

<sup>7</sup> Lo schema di d.l. è pubblicato con gli Atti del Convegno di Napoli del 15 maggio 1992, in AA.VV., a cura di F. DI SABATO, *Il ruolo attuale delle società di persone e le prospettive di riforma della disciplina codicistica*, Napoli, 1993.

<sup>8</sup> La "riscoperta" in questione, in termini più attuali, può essere ricondotta non solo all'ancora molto rilevante numerosità delle società di persone, ma anche per l'utilità di questi modelli quali "cassaforte" o quali strumento di pianificazione successoria familiare.

<sup>9</sup> F. DI SABATO, *Presentazione. Il ruolo attuale delle società di persone e le prospettive di riforma*, in AA.VV. (a cura di F. DI SABATO), *Il ruolo attuale delle società di persone e le prospettive di riforma della disciplina codicistica*, cit., 8 ss.

<sup>10</sup> Il testo con la Relazione illustrativa è pubblicato in *Giur. Comm.*, 2000, I, 316 ss. In argomento, e per una disamina che dimostra come il principio di correttezza relativamente al diritto societario sia "desumibile dal sistema", si rinvia a F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Torino, 2006, I, 133 ss.

zioni economiche, alla corretta informazione e allo svolgimento dell'attività di amministrazione e all'organizzazione interna<sup>11</sup>.

Il principio generale di correttezza concorre a disciplinare profili anche molto diversi tra loro, quali ad esempio i rapporti con i terzi, e certamente coinvolge gli aspetti relativi all'organizzazione interna, alla formazione della volontà sociale e alla gestione, così adeguando le società di persone alla realtà dell'attuale sistema economico.

Com'è noto, i due progetti di riforma sono rimasti sulla carta, quali (comunque utili) testimonianze del livello di elaborazione raggiunto sul tema.

Si può, a distanza di anni, osservare che le società di persone sono ora sottoposte ad un principio generale, applicabile anche alle società di capitali e richiamato, come si diceva, dall'art. 2257, comma 1, vale a dire la necessità che sia istituito assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Tra l'introduzione del canone generale che prescrive l'adeguatezza degli assetti ed il principio generale di correttezza, appena richiamato, vi sono notevoli punti di contatto, almeno quando si guardi ai rapporti interni e alle modalità di assunzione delle decisioni.

In entrambi i casi, infatti, si assiste all'introduzione di un principio valevole per tutte le società: la necessità di istituire assetti adeguati riguarda tutte le imprese societarie, in quanto in grado di prevenire e prevedere situazioni di crisi<sup>12</sup>, in un contesto sistematico in cui nelle società di capitali e nelle società di persone sono presenti esigenze di tutela comparabili, o quantomeno suscettibili di analoga protezione, appunto per mezzo dell'imposizione degli obblighi previsti dall'art. 2086, comma 2<sup>13</sup>.

Il canone della correttezza e la previsione dell'obbligo di istituire assetti adeguati, inoltre, mostrano entrambi le caratteristiche di duttilità proprie delle clausole generali<sup>14</sup>. Segno dei nostri tempi, così attenti ai fenomeni economici, è l'evidente derivazione

<sup>11</sup> Cfr. A. BASSI, *La correttezza nei rapporti relativi alla società*, in AA.VV., *Le disposizioni generali sulle società e le società di persone. Prospettive di riforma*, a cura di N. ROCCO DI TORREPADULA, Milano, 2001, 69.

<sup>12</sup> Come noto, le nuove previsioni contenute nell'art. 2257, comma 1, introdotte dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, si rispecchiano nelle identiche regole dettate dallo stesso Codice in materia di s.p.a. e di s.r.l. (si veda, per le società per azioni, la nuova formulazione degli artt. 2380 *bis* e 2409 *novies*, e per le s.r.l. l'art. 2475; cfr. N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393, che ricostruiscono le forti analogie normative facendo riferimento alla presenza di una sorta di "mantra" del legislatore, che reitera i medesimi concetti con riferimento a situazioni fra loro molto diverse. Il ricorrere delle medesime espressioni, naturalmente, non esime dal ricercare il significato che le regole assumono all'interno del sistema delle società di persone.

<sup>13</sup> Si può notare, in generale, che all'imporsi dell'adeguatezza degli assetti quale principio generale del diritto dell'impresa si è accompagnato, in questi anni, un sempre più evidente depotenziamento delle tradizionali regole in materia di formazione e conservazione del capitale minimo: si pensi, ad esempio, all'introduzione della s.r.l. a capitale ridotto *ex art.* 2463 *bis* e all'abbassamento del capitale minimo della s.p.a. a 50.000 euro, con il Decreto Competitività (d.l. n. 91/2014); nonché al rinvio di un anno per l'obbligo di ricapitalizzare, in caso di riduzione del capitale per perdite ai sensi degli artt. 2446 e 2447, previsto a favore di start-up innovative e PMI innovative dall'art. 26 del Decreto Crescita 2.0 (d.l. n. 179/2012) e, da ultimo, al rinvio al quinto esercizio successivo del termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli artt. 2446, comma 2, e 2482 *bis*, comma 4, così come prevede, per le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020, l'art. 6 del Decreto Liquidità (d.l. n. 23/2020, conv. con mod. dalla L. 5 giugno 2020, n. 40).

<sup>14</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss., il quale rileva come il legislatore nel 2003 (riferendosi alle s.p.a.) abbia fatto sì che "il rispetto delle regole, anche tecniche, elaborate dalla prassi e dalle scienze aziendali, e non solo giuridiche, di buona gestione" sia divenuto "norma di diritto comune"; ID., *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, in *Giur. comm.*, 2009, 643.



aziendalistica del principio espresso nell'art. 2086, comma 2<sup>15</sup>, per il quale, anzi, il legislatore si premura ulteriormente di specificare la necessità di una “modulazione” che ha come punti di riferimento la “natura” e le “dimensioni dell'impresa”<sup>16</sup>.

Anche grazie a questa particolare duttilità del principio generale che impone l'istituzione di assetti adeguati, la società di persone rimane ancora uno strumento operativo flessibile, caratterizzato da modesti vincoli formali; vengono, però, fissati standard minimi ed irrinunciabili di serietà imprenditoriale ed anche, come vedremo, di informazione, adeguati alla realtà dell'attuale sistema economico, così rispondendo, almeno per ciò che attiene l'organizzazione interna e i procedimenti decisionali, alle medesime istanze di modernizzazione del diritto delle società personali di cui già si avvertiva la presenza nei progetti Di Sabato e Rovelli.

3. *Standard minimi e norme imperative.* – La tradizionale e imprescindibile flessibilità delle società di persone si confronta, a seguito del rinvio contenuto nell'art. 2257, comma 1, con la previsione di obblighi di carattere imperativo. Si tratta, come si diceva, di una novità dirompente nell'ambito dell'organizzazione interna delle società di persone, in quanto le stesse sono tradizionalmente votate alla massima libertà degli assetti interni, nei termini di una grande adattabilità alle esigenze dei soci: il contesto, infatti, può rivelarsi particolarmente fluido e le decisioni sono sostanzialmente riposte nelle mani dei singoli soci, nel rispetto di specifiche previsioni di carattere negoziale, la cui presenza, però, è solo eventuale<sup>17</sup>.

Come prima conseguenza dell'introduzione del canone imperativo dell'adeguatezza degli assetti nelle società di persone vi è certamente la messa al bando di qualsiasi forma di improvvisazione o iniziativa estemporanea: l'ampia possibilità di modulare l'adempimento degli obblighi previsti dall'art. 2086, comma 2, non consente di soprassedere all'osservanza degli stessi, in presenza, appunto, di una norma imperativa avente ad oggetto l'organizzazione interna dell'ente<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> Non si tratta certamente dell'unico caso in cui si registra l'ingresso nella regolazione di concetti non giuridici, derivati, come in questo caso, dalle scienze aziendalistiche: si pensi, per rimanere nell'ambito del diritto dell'impresa, al concetto di equilibrio economico-finanziario e al c.d. *going concern* (in argomento, si rinvia a M. SPOTTA, *Continuità aziendale. Una nuova ratio decidendi: il going concern*, nota a Trib. Milano, 6 luglio 2016, in *Giur. it.*, 2017, 403 ss.).

<sup>16</sup> Questa espressa necessità di una modulazione induce una parte della dottrina a prospettare persino una sorta di sostanziale esenzione per le microimprese; cfr. N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss.; cfr., altresì, R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 1287, il quale rileva come nelle imprese di minori dimensioni non sia in realtà necessario alcun apparato interno o alcuna procedura. In termini pragmatici è stato inoltre osservato che, al netto dell'ipotesi in cui vi siano amministratori non soci, la prescrizione relativa agli assetti adeguati dovrebbe avere un'efficacia molto debole, dato che sussiste comunque la responsabilità personale dei soci amministratori per le obbligazioni sociali: A. MIRONE, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, I, 28. Si veda, però, *infra*, par. 3 e nt. 18.

<sup>17</sup> Più in generale, per ciò che concerne il “trionfo dell'autonomia privata nelle società chiuse”, anche con riferimento all'organizzazione interna, si rinvia a F. D'ALESSANDRO, “*La provincia del diritto (ri-)determinata*”. *Overo: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34.

<sup>18</sup> La predisposizione di assetti adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa può, inoltre, essere oggetto del controllo individuale del socio, ai sensi dell'art. 2261, senza che gli amministratori possano

In linea generale, l'istituzione di assetti adeguati comporta, naturalmente in proporzione alla complessità dell'impresa e, dunque, con intensità variabile, la predisposizione di un idoneo e dettagliato organigramma della società, con l'attribuzione delle funzioni, dei poteri e delle relative responsabilità; l'istituzione di procedure atte ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle singole fasi e, infine, l'allestimento di un efficiente sistema di rilevazione contabile<sup>19</sup>. Questi adempimenti sono resi necessari per qualsiasi società, comprese le società di persone<sup>20</sup>.

Le naturali differenze che intercorrono fra le diverse iniziative societarie, specialmente per ciò che concerne le società di persone, caratterizzate, di norma, rispetto agli altri modelli societari, da informalità e agilità nella gestione, possono essere salvaguardate grazie alla stessa struttura dell'art. 2086, comma 2, che si caratterizza per il fatto di unire la forza imperativa al contenuto aperto di una clausola generale, in grado di includere le diverse possibili varianti organizzative e procedurali, ugualmente conformi al dettato legislativo e ai riferimenti aziendalistici che esso implica<sup>21</sup>.

A ciò si aggiunge la circostanza per cui il riferimento alle società di persone non implica necessariamente l'istituzione di assetti elementari, o comunque rudimentali, in quanto la società potrebbe esigere una specifica attenzione proprio su questo versante, in presenza di diverse circostanze, quali la partecipazione di società di capitali, oppure la posizione di controllo su altre imprese, oppure ancora la proprietà familiare dell'impresa stessa, con le relative conseguenze sul piano della coesistenza di rapporti di famiglia e societari, entrambi meritevoli di adeguata considerazione. L'idea di relazione sottesa al concetto di "adeguatezza" consente, per certo, di valorizzare le concrete esigenze<sup>22</sup> e, allo stesso tempo, di evitare il rischio di un pericoloso appiattimento delle

---

esimersi dall'adempimento del predetto obbligo adducendo le dimensioni minime o la scarsa complessità dell'attività; a ciò si aggiunge che, se dal punto di vista pratico la regola della responsabilità illimitata del socio per le obbligazioni sociali può rendere certamente meno efficace l'*enforcement* di questa specifica disposizione, vanno comunque tenuti distinti i piani, quello relativo al profilo della responsabilità patrimoniale e, invece, quello riferibile alla responsabilità *ex art.* 2260.

<sup>19</sup> Cfr. M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 17 s.; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 358 ss.; l'Autore rinvia, al fine di individuare il concreto significato degli "assetti", alle norme di comportamento del collegio sindacale emanate dal consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili.

<sup>20</sup> Sia la rubrica dell'art. 375 d.lgs. 12 febbraio 2019, n. 14 ("Assetti organizzativi dell'impresa"), sia la stessa nuova rubrica dell'art. 2086 ("Gestione dell'impresa") indicano chiaramente che il dovere di predisporre assetti adeguati si pone come un principio generale del diritto dell'impresa, applicabile a tutti i casi di impresa collettiva; si osserva che, in questo modo, il legislatore ha compiuto quel processo di "metabolizzazione del principio di adeguatezza" cui si riferisce V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.

<sup>21</sup> Come osserva la dottrina, V. BUONOCORE, *op. cit.*, 5 ss., il significato di "adeguatezza" risulta riconducibile a "commisurare, rendere idoneo o conveniente".

<sup>22</sup> Come si osservava in precedenza, infatti, il riferimento agli "assetti adeguati" mostra le caratteristiche di una clausola generale (cfr. P. MONTALENTI, *Il Codice della crisi e dell'insolvenza: assetti adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in AA.VV., a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, Milano, 2021, 21; M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 361 ss.) e lascia all'interprete l'individuazione della concreta fisionomia degli "assetti organizzativi, amministrativi e contabili", i quali a loro volta devono rispondere ad un criterio di "adeguatezza": concetto che, per sé, sottintende un giudizio di relazione.

regole su modelli in concreto irrealizzabili, perché concepiti avendo quale punto di riferimento realtà completamente differenti, quali le società di capitali.

4. *La competenza “esclusiva” degli amministratori: un nuovo ruolo per gli amministratori delle società di persone.* – Le nuove regole insistono sull’organizzazione interna della società di persone indipendentemente dal sistema di amministrazione applicabile, imponendo gli obblighi di istituzione degli assetti adeguati sia nel caso in cui sia stata espressamente formulata una scelta, nei termini di un’amministrazione disgiunta, congiunta o “mista”, sia nel caso in cui non sia stata effettuata alcuna opzione e si applichi dunque il regime legale delineato dallo stesso art. 2257. In questo senso, si può ritenere che la concreta predisposizione degli assetti si ponga come premessa, o cornice, dell’agire degli amministratori, dovendo così relazionarsi con le eventuali disposizioni contenute nel contratto di società e, naturalmente, con le norme suppletive.

Vi è una sorta di duplice cornice all’interno della quale deve esprimersi la gestione operativa<sup>23</sup>, accessibile anche ai soci non amministratori<sup>24</sup>: il contratto sociale (o, in mancanza, le norme suppletive), cui risulta affidata la scelta del sistema di amministrazione; a questo si aggiunge l’istituzione degli assetti, affidata in via esclusiva agli amministratori<sup>25</sup>. Il legislatore, dunque, ha realizzato un’imperativa ripartizione di competenze, che vede l’attribuzione ai soli soci amministratori della “paternità” degli assetti<sup>26</sup>,

---

<sup>23</sup> Il riferimento alla gestione operativa vale per distinguere l’attività corrente degli amministratori rispetto alla gestione organizzativa, volta all’istituzione e al monitoraggio degli assetti.

<sup>24</sup> La gestione operativa risulta accessibile anche ai non amministratori, ma deve necessariamente “muoversi” nel rispetto degli assetti precostituiti. Il dovere dei soci non amministratori di attenersi al programma predisposto dagli amministratori in sede di attuazione degli assetti, sotto la responsabilità degli amministratori medesimi, derivante dal disposto dell’art. 2257, comma 1, potrebbe essere inteso come non congruente con il rinvio alle regole sul mandato contenuto nell’art. 2260; questa norma, infatti, nel delineare i diritti e gli obblighi degli amministratori, rinvia espressamente alle regole sul mandato, le quali non prevedono una simile ripartizione di competenze a favore del mandatario che, infatti, può ricevere istruzioni dal mandante e subire limitazioni nella propria attività (art. 1711). Va tuttavia osservato che, nonostante il richiamo al mandato in punto di responsabilità, l’amministratore non può essere considerato come mandatario degli altri soci, ma parte di un rapporto *sui generis*, diverso dal mandato, che può mutuare dalla disciplina di quest’ultimo talune disposizioni non incompatibili con le peculiarità del ruolo e delle funzioni dell’amministratore: D. REGOLI, *L’organizzazione delle società di persone*, in AA.VV., *Diritto delle società (manuale breve)*<sup>5</sup>, Milano, 2012, 54 ss.; si deve, dunque, ritenere che le norme sul mandato si applichino solo in quanto compatibili con la disciplina delle società: così si applicherà la norma per cui il mandatario non può, senza espressa autorizzazione, farsi sostituire da altri nell’esecuzione dell’incarico, o quella relativa alla diligenza del mandatario: F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, *Le società*, Bologna, 2004, 65 ss.

<sup>25</sup> Questa ripartizione di competenze riguarda essenzialmente la gestione organizzativa della società, vale a dire quella seconda cornice all’interno della quale la società deve operare e che si aggiunge alle eventuali disposizioni, di carattere organizzativo, che possono essere contenute nel contratto sociale. I soci non amministratori, dunque, potrebbero anche contribuire a delineare gli assetti, quanto meno nei termini di una clausola nel contratto sociale che moduli i poteri degli amministratori ed eventualmente entri nel dettaglio dell’organizzazione interna della società. Ciò che, invece, risulta chiaramente vietato dalla legge, giusta il disposto dell’art. 2257, comma 1, è l’ingerenza dei soci non amministratori nella predisposizione degli assetti al di fuori del momento contrattuale.

<sup>26</sup> L’affidamento in via esclusiva agli amministratori del compito di istituire gli assetti evoca quanto previsto per la gestione dall’art. 2380 *bis*, con la differenza che nel nostro caso il vincolo di esclusiva non riguarda l’intera gestione, bensì il solo compito di istituire gli assetti amministrativi, organizzativi e contabili. Degna di menzione, anche per il folto dibattito che l’ha accompagnata, è l’avvenuta correzione dell’art. 2257, nonché degli artt. 2380 *bis*, 2409 *novies* e 2475, avvenuta a seguito dell’entrata in vigore del Decreto

alla stessa stregua di ciò che avviene per il diritto di opposizione regolato dall'art. 2257, comma 2<sup>27</sup>.

Questa situazione comporta due generi di conseguenze. In primo luogo, nell'ipotesi in cui, convenzionalmente, l'istituzione degli assetti risulti attribuita alla competenza di un socio<sup>28</sup>, quest'ultimo può a buon diritto essere considerato un amministratore<sup>29</sup>. In secondo luogo, la presenza eventuale delle scelte negoziali, poste in essere dai soci, nonché l'avvenuta istituzione degli assetti da parte degli amministratori impediscono che la società sia esposta alla contingente o occasionale volontà dei singoli, magari formulata in termini del tutto estemporanei<sup>30</sup>.

In particolare, e questo è forse il punto più evidente nelle realtà più piccole, la predisposizione degli assetti da parte degli amministratori comporta, nei suoi termini essenziali, una ripartizione di competenze esplicitata tra gli amministratori, con riferimento ad esempio agli adempimenti contabili, ai rapporti con il fisco e all'organizzazione interna della società; il rispetto di questa minima ripartizione di competenze implica un coordinamento minimo, comunque necessario per assicurare, nell'interesse dell'ente ed anche di coloro che si trovano in relazione con esso, un ordinato svolgersi dell'attività, scevro da improvvisazioni e decisioni estemporanee.

Allo stesso tempo, tuttavia, non si può soprassedere sul fatto che, specialmente in contesti molto snelli e caratterizzati da assetti organizzativi elementari<sup>31</sup>, la distinzione

Correttivo, d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147: l'art. 40 dell'appena evocato Decreto Correttivo, infatti, rettifica la precedente versione delle norme citate precisando che la competenza esclusiva in capo agli amministratori attiene non alla "gestione" della società, come esplicitato nella prima versione della norma, bensì alla "istituzione degli assetti di cui all'art. 2086, secondo comma". Con il Decreto Correttivo, dunque, il legislatore ha inteso manifestare la volontà di non "ingessare" eccessivamente il governo delle società di persone, consentendo di attribuire la gestione operativa delle stesse, o una porzione della stessa, ai soci non amministratori; al contempo, però, ha voluto attribuire "esclusivamente" agli amministratori proprio quell'attività che si pone in termini prodromici rispetto agli atti esecutivi, o operativi.

<sup>27</sup> L'esercizio del potere di veto implica un monitoraggio dell'attività di gestione e si fonda, da una parte, sull'esistenza di un contrasto tra amministratori e, dall'altra, sulla corresponsabilità degli stessi in merito alla gestione della società ex art. 2260: cfr. S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Società semplice, Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2021, 143.

<sup>28</sup> Naturalmente ciò risulta possibile quando, nella società semplice e nella società in nome collettivo non a tutti i soci sia attribuita la funzione di amministratore; peraltro con una differenza essenziale, tra i due tipi: mentre nella società in nome collettivo, in presenza dell'inderogabile disposto dell'art. 2291, comma 1, anche il socio che sia privato della funzione amministrativa rischia il proprio patrimonio; nella società semplice il socio non amministratore – e soltanto quello, secondo l'interpretazione preferibile (sul punto si rinvia a S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *op. cit.*, 265 ss.) – può avvalersi di una clausola di limitazione della responsabilità, ai sensi dell'art. 2267.

<sup>29</sup> La riserva di competenza agli amministratori è norma imperativa, con la conseguente impossibilità di affidare l'istituzione degli assetti a terzi o ai soci non amministratori, nemmeno in virtù di un'apposita clausola del contratto sociale.

<sup>30</sup> In questa particolare situazione, rimane certamente quale dato di assoluta novità, rispetto alla tradizione delle società di persone, la presenza di una ripartizione di competenze che vede definitivamente esclusi i soci non amministratori, indipendentemente dalla responsabilità illimitata o limitata degli stessi, dalle decisioni "di vertice" della società, o comunque da quelle decisioni, estranee rispetto al contenuto del contratto sociale e che, avendo ad oggetto gli assetti amministrativi, organizzativi e contabili, sono destinate ad esplicitare i propri effetti nel tempo e a condizionare, o modulare, le stesse decisioni di carattere propriamente operativo.

<sup>31</sup> Ciò vale non solo per le società di persone, ma anche per le s.r.l. di dimensioni ridotte e assetti organizzativi del tutto elementari, in ordine alle quali le decisioni a prima vista definibili come operative possono in realtà comportare una profonda modificazione degli assetti interni. Non è del tutto estranea a questa considerazione la circostanza per cui, proprio nelle s.r.l., è prevista una inderogabile competenza dei soci in ordine

fra l'attività di gestione in generale e la vera e propria predisposizione degli assetti può rivelarsi operazione non semplice: la gestione operativa, infatti, accessibile anche al socio non amministratore può, per la rilevanza economica e le concrete ricadute sull'attività della società, in concreto richiedere una profonda revisione degli assetti preventivamente istituiti dai soci amministratori.

5. *Assetti adeguati e sistemi di amministrazione.* – Il riparto di competenze che attribuisce soltanto agli amministratori il compito di disegnare gli assetti adeguati, analogo a quanto previsto per le società di capitali, risulta particolarmente significativo proprio nelle società di persone, in cui gli amministratori stessi si trovano a predisporre gli assetti nell'assoluta mancanza di interlocutori istituzionali interni con la funzione di vigilanza sull'attività compiuta o omessa, nonché di reazione nel caso in cui siano adottate determinazioni di natura organizzativa del tutto estemporanee. La completa assenza di un momento successivo di verifica comporta che gli amministratori, risultando privi di stabili interlocutori interni ed essendo anche esenti da forme di controllo esterne ed eventuali (come, ad esempio, la denuncia *ex art.* 2409), dispongano, in concreto, di margini di libertà molto ampi.

A ciò si aggiunge il fatto che i doveri relativi all'istituzione degli assetti implicano anche doveri di informazione, accertamento e monitoraggio continuo sui medesimi assetti<sup>32</sup>: la "revisione" può rendersi necessaria periodicamente o al verificarsi di rilevanti modificazioni della natura e delle dimensioni dell'impresa collettiva<sup>33</sup>.

In questo contesto, si pone la questione relativa alla concreta possibilità che i doveri relativi agli assetti risultino affidati solo ad alcuni degli amministratori, o che di fatto gli assetti medesimi siano istituiti e monitorati per iniziativa di solo alcuni di essi.

La prima ipotesi, che si concreta in una delega di potere gestorio, risulta non compatibile con il regime legale di amministrazione disgiunta, in quanto i co-amministratori conservano sempre, individualmente, il potere di porre il veto e ciò vale anche per gli atti di gestione organizzativa. Anche in presenza di una deroga convenzionale all'amministrazione disgiunta, l'eventuale ripartizione interna di competenze, pure nei fatti possibile, non va certo a sollevare gli amministratori dal potere-dovere di provvedere all'istituzione degli assetti e non può valere, in ultima analisi, come divisione di responsabilità<sup>34</sup>.

---

alla decisione di compiere operazioni che comportino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo (art. 2479, comma 1, n. 5), con l'individuazione, pertanto, di operazioni che, per le caratteristiche "intrinsiche" delle medesime, non possono essere considerate come "gestione operativa", avendo invece forti ricadute in merito alle stesse caratteristiche dell'investimento in capitale di rischio.

<sup>32</sup> Naturalmente i doveri di predisposizione degli assetti e i collegati doveri di monitoraggio degli stessi devono essere commisurati, come prevede lo stesso art. 2257, comma 1, alla natura e alle dimensioni dell'impresa, con la conseguenza che la gestione organizzativa può anche essere particolarmente snella, perché rapportata ad attività prive di elementi di particolare complessità; ciò non toglie che la successiva attività gestoria debba, comunque, essere coerente con quanto predisposto dagli amministratori e debba svolgersi sotto la loro responsabilità, pena il venir meno di qualsiasi utilità dell'attività, anche elementare, di pianificazione nei termini di adeguatezza degli assetti richiesta dalla legge.

<sup>33</sup> Come osserva ancora V. BUONOCORE, *op. cit.*, 5 ss., anche se per un differente contesto normativo, l'obbligo di predisporre assetti adeguati implica anche quello di "aggiornare" costantemente gli assetti alle circostanze sopravvenute, quali le modifiche normative o il progresso scientifico o tecnologico.

<sup>34</sup> Cfr. M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017, 137 ss., la quale a sua volta rinvia a Cass., 5 maggio 2010, n. 10910, reperibile in [www.deiure.it](http://www.deiure.it).

La seconda ipotesi, vale a dire l'istituzione degli assetti per iniziativa di solo alcuni degli amministratori, o di solo uno di essi, risulta invece compatibile con il sistema di amministrazione disgiuntiva: l'art. 2257, comma 1, infatti non impone specifiche formalità in merito e nemmeno esige che l'adempimento di questo obbligo sia necessariamente condiviso fra gli amministratori. Per vero, questa conclusione, pur essendo coerente con la disciplina in tema di amministrazione disgiuntiva, desta qualche perplessità, non sembrando del tutto serenamente accettabile che una decisione che è richiesta – sia pure in modo sostanzialmente aperto e flessibile – dalla legge stessa sia lasciata all'iniziativa di quello, tra gli amministratori, che si dimostri più solerte.

Una simile conclusione, affidando all'iniziativa individuale e non coordinata con gli altri amministratori l'istituzione degli assetti, può certamente presentare il concreto vantaggio di agevolare l'adempimento degli obblighi previsti dall'art. 2257, grazie proprio alle specificità del sistema di amministrazione disgiuntiva e salvo naturalmente il diritto di veto del singolo co-amministratore. Si deve però osservare, richiamando quanto rilevato in precedenza, che gli assetti costituiscono una sorta di cornice all'interno della quale deve esprimersi tutta la gestione operativa, compresa l'attività dei co-amministratori e quella dei soci; queste circostanze inducono a ritenere che le esigenze di celerità decisionale, ben soddisfatte dal sistema di amministrazione disgiuntiva, dovrebbero essere adeguatamente coordinate con la condivisione delle decisioni di carattere organizzativo.

Del resto, un'estrema valorizzazione delle esigenze di celerità decisionale porterebbe, in questo contesto, ad una possibile modificazione della struttura interna da parte del singolo amministratore all'insaputa degli altri, vale a dire ad un sistema di assetti "liquidi", sempre pronti ad essere variati in maniera estemporanea ed occasionale da ciascun amministratore e, comunque, ben lontani da quella struttura organizzativa che risulta stabilmente affidata all'imprenditore dall'art. 2086, comma 2<sup>35</sup>.

La circostanza per cui gli assetti costituiscono una cornice, entro la quale si attua la gestione operativa e, in questa loro funzione, si aggiungono e si coordinano al contratto sociale, potrebbe far ritenere necessario un concorso di volontà dei soci, in grado di confermare e, allo stesso tempo, dare stabilità alle decisioni organizzative adottate dal singolo amministratore. Una simile soluzione si mostrerebbe coerente con quanto dispone l'art. 2479, comma 1, n. 5, in tema di s.r.l., che attribuisce inderogabilmente ai soci la decisione di compiere operazioni che comportino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo. Nella disciplina delle società di persone, inoltre, il coinvolgimento dei soci in una decisione dai risvolti organizzativi si

---

<sup>35</sup> Secondo la dottrina, la costante presenza dell'obbligo di predisporre "assetti adeguati", nelle disposizioni che riguardano tutte le imprese collettive, comporta l'espressa estensione a tutte queste iniziative imprenditoriali, comprese le società di persone, del principio di corretta amministrazione, inteso come conformità delle scelte imprenditoriali ai criteri di razionalità economica; cfr. M. SPIOTTA, *op. cit.*, 44 ss. Per la dottrina che ritiene che il dovere di predisporre assetti adeguati concorra a definire il dovere di corretta amministrazione, che si "traduce nel rispetto di principi di comportamento e di regole anche tecniche, codificate nella prassi, di buona amministrazione", si veda: M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 67 ss.; cfr. P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 779 ss. e in ID., *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017, 41 ss., *ivi* 44; ID., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, a cura di M. IRRERA, Bologna, 2016, 3 ss.

realizza con la proroga tacita, in occasione della quale i soci medesimi hanno la possibilità di optare per il tacito sostegno alla scelta organizzativa di proseguire l'attività, oppure per l'esercizio del diritto di recesso (art. 2307, comma 3).

Ciononostante, il coinvolgimento dei soci nelle decisioni in merito alle modifiche degli assetti non pare una strada percorribile, in parte perché la norma in materia di modificazioni del contratto sociale (art. 2252) sembra riferibile esclusivamente alle modifiche formali, in parte perché è opinione comune che, quantomeno in materia di società di capitali, anche le scelte di carattere organizzativo siano prerogativa degli amministratori<sup>36</sup>. Inoltre proprio l'estensione (anche) alle società personali del principio secondo cui la gestione compete in via esclusiva agli amministratori "dovrebbe semplificare [...] l'adempimento dei doveri organizzativi indicati nell'art. 2086 c.c."<sup>37</sup>. Va tuttavia notato che queste parole sono state scritte prima del Decreto correttivo citato nella nota 26, che ha ridimensionato, come si è visto, il disposto del comma 1 dell'art. 2257.

6. *L'adeguatezza degli assetti e la condivisione delle informazioni fra gli amministratori.* – La realizzazione di un assetto pienamente condiviso tra gli amministratori risulta agevolmente prospettabile nel caso in cui i soci abbiano optato per il sistema congiuntivo, caratterizzato dal necessario confluire dei consensi di tutti gli amministratori<sup>38</sup>.

Diversamente, l'istituzione degli assetti ad iniziativa del singolo amministratore in un contesto regolato dall'amministrazione disgiuntiva presenta, come si diceva, non pochi inconvenienti, riepilogabili in una possibile coesistenza o in un'immediata successione di decisioni unilaterali incompatibili, o quanto meno fra loro incoerenti.

La conciliazione fra le due diverse e fondamentali esigenze, riassumibili nella preservazione della celerità decisionale propria dell'amministrazione disgiuntiva e nella necessità di condivisione delle decisioni di carattere organizzativo, passa necessariamente attraverso un'interpretazione evolutiva del meccanismo dell'amministrazione disgiuntiva. Si tratta, in specie, di verificare se, in capo all'amministratore che intenda intraprendere un'operazione di gestione organizzativa, sia riconoscibile un generale dovere di informazione verso gli altri amministratori<sup>39</sup>.

L'esistenza di un dovere di informazione è tradizionalmente negata in vista della preservazione proprio di quella caratteristica di celerità decisionale che caratterizza l'amministrazione disgiuntiva: se l'amministratore "dovesse dare notizia, il beneficio della loro contemporanea attività, spesso distribuita in luoghi e in tempi diversi, an-

<sup>36</sup> Sul punto, cfr., ad es., Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Società*, 2020, 1339 ss., con nota adesiva di A. BARTALENA.

<sup>37</sup> M. BIANCA, *Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale*, in *ODC*, 2020, I, 64 s.

<sup>38</sup> Se invece i redattori del contratto sociale abbiano abiurato ad entrambe le soluzioni "progressivamente" di "default", deciderà la maggioranza degli amministratori, secondo modalità non rispondenti alle regole collegiali, a meno che le stesse non siano imposte dal contratto sociale. In questo caso l'istituzione degli assetti mostrerà un certo livello di "stabilità", almeno fino al sopraggiungere di una diversa maggioranza, pur non essendo unanimemente condivisa dagli amministratori.

<sup>39</sup> Cfr. S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *op. cit.*, 141 s.

drebbe perduto”<sup>40</sup>; e d'altra parte il correttivo, in tale situazione, sarebbe rappresentato dal potere di opposizione che può essere esercitato dagli altri amministratori<sup>41</sup>.

A ciò si aggiunge la circostanza per cui di un dovere di informazione non si trova alcuna traccia esplicita nella legge; va, tuttavia, ricordato che l'art. 2260, comma 1, fa espresso richiamo alle norme sul mandato, e dunque al normale dovere di diligenza che, per l'effetto, è posto in capo a tutti gli amministratori da ciò è possibile desumere “l'obbligo di darsi reciproco preavviso e di consultarsi in anticipo, ogni volta che sia possibile e ne valga la pena”<sup>42</sup>.

Il coordinamento fra le esigenze di semplicità e agilità esecutiva di cui la norma si fa garante e la necessità che l'attività di gestione si doti di una strutturazione anche minima, con l'istituzione di adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili, risulta difficilmente realizzabile in una condizione in cui ogni socio amministratore si trova a poter compiere “tutti gli affari compresi nel contratto sociale senza darne notizia agli altri, perché ognuno di essi esercita l'amministrazione nella totalità dei suoi rapporti”<sup>43</sup>, e in un contesto in cui il diritto di opposizione dei singoli soci co-amministratori è visto “come un rimedio eccezionale, che deve subordinarsi al diritto di esercitare l'ufficio di amministratore”<sup>44</sup>.

Una moderna visione della società di persone, in cui siano considerati rilevanti quegli “standard minimi ed irrinunciabili di serietà imprenditoriale e di informazione, adeguati alla realtà dell'attuale sistema economico” cui faceva riferimento il progetto Di Sabato nell'introdurre il canone imperativo della correttezza, comporta forme di reciproco coordinamento fra gli amministratori, oltre alla condivisione delle informazioni, nell'ambito di una procedimentalizzazione (magari elementare) delle decisioni. Questo risultato risulta conseguito dalla necessaria istituzione di assetti amministrativi e organizzativi adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa: infatti, l'adozione di schemi d'azione anche elementari determina, come minima forma di coordinamento, la necessaria condivisione delle informazioni tra gli amministratori, in modo da garantire ai co-amministratori di accedere in modo completo e corretto alle informazioni relative alla gestione della società e, quindi, di agire in modo informato<sup>45</sup>.

<sup>40</sup> Sono parole di C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, V ed., II, Milano, 1929, 111. cfr. V. BUONOCORE, *op. cit.*, 96 s.; ID., *Fallimento e impresa*, Napoli, 1969, 73, per la precisazione che, al fine di preservare le caratteristiche dell'amministrazione disgiuntiva, non può essere previsto un obbligo di preventiva informazione a carico degli amministratori sulle operazioni che intendono compiere, dovendo invece essere gli altri amministratori ad attivarsi; cfr. D. RESTUCCIA, *Amministrazione e controllo nelle società personali*; in *Dir. fall.*, 2012, I, 199 ss., *ivi* 206. Lo schema dell'amministrazione disgiuntiva, infatti, è stato letto quale struttura elementare, espressione della matrice storica che delinea i soci della collettiva come *plures mercatores unam mercantiam gerentes*, con l'effetto dell'attribuzione integrale a ciascuno di essi della piena titolarità del potere d'amministrazione: P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 218; F. GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960, 78 ss.; cfr. L. MOSSA, *Società commerciali personali*, in *Trattato del nuovo diritto commerciale*, II, Padova, 1951, 280 ss.

<sup>41</sup> Cfr. V. BUONOCORE, *Società in nome collettivo*, in *Il codice civile commentato*, diretto da SCHLESINGER, Milano, 1995, 96.

<sup>42</sup> Cfr. G. COTTINO, M. SARALE, R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi*, nel *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO, III, Padova, 2004, 145.

<sup>43</sup> C. VIVANTE, *op. cit.*, 110, s.; V. BUONOCORE, *op. cit.*, 96 s.; D. RESTUCCIA, *Amministrazione e controllo nelle società personali*; in *Dir. fall.*, 2012, I, 199 ss., *ivi* 206.

<sup>44</sup> C. VIVANTE, (nt. 37), 111.

<sup>45</sup> La necessaria predisposizione e il monitoraggio degli assetti impongono l'individuazione di una strut-



Il riconoscimento del suddetto obbligo non comporta ovviamente un'esiziale limitazione della libertà del singolo socio amministratore di operare come se fosse amministratore unico (diversamente, verrebbe meno la *ratio* medesima del sistema disgiuntivo). Comporta però, per così dire in negativo, che non è consentito all'amministratore "di agire persino "furtivamente" e senza mettere a disposizione dei co-amministratori quanto utile per evitare qualsiasi "effetto sorpresa"<sup>46</sup>.

Questo coordinamento, reso necessario dalla nuova formulazione dello stesso art. 2257, comma 1, tra l'obbligo di istituire assetti adeguati e la concreta fisionomia del regime legale di amministrazione disgiunta, risulta comunque rispettoso delle sue caratteristiche essenziali, se si pone mente alla circostanza per cui un conto è la necessaria condivisione delle informazioni, un altro invece l'obbligo di ricercare il consenso dei co-amministratori (come, invece, avviene nel ben diverso schema dell'amministrazione congiuntiva).

In questo contesto, il diritto di veto non presenta le caratteristiche di una prerogativa eccezionale, subalterna rispetto alla piena titolarità della gestione di ciascun socio<sup>47</sup>: poiché l'esercizio delle prerogative gestorie, pur essendo interamente imputabile a ciascun socio, è suscettibile di un coordinamento e prevede lo scambio reciproco di informazioni, il diritto di veto può anche acquisire, invece, il ruolo di strumento a salvaguardia dello schema organizzativo condiviso tra i gestori<sup>48</sup>.

---

tura interna che, per quanto possa essere elementare, costituisca il referente degli adempimenti amministrativi (iscrizioni e depositi di legge quando previsti) e contabili che, appunto, non possono essere improntati ad improvvisazione e mancanza di coordinamento. Per conseguenza, l'obbligo di predisporre assetti amministrativi adeguati impone la necessità di attuare un corretto comportamento anche circa i tempi delle decisioni, dato che l'eventuale intenzionale agire in via d'urgenza, al solo scopo di giustificare la mancata condivisione delle informazioni, quando risulta invece possibile agire con una tempistica corretta, può esporre l'amministrazione a responsabilità nei confronti della società, anche per aver dolosamente frustrato il diritto di veto dei co-amministratori.

<sup>46</sup> Così S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *op. cit.*, 139.

<sup>47</sup> Come osserva anche la dottrina, infatti, la conoscenza dei fatti concernenti la società è "essenziale anche nella ipotesi di amministrazione disgiuntiva, posto che ciascun socio, per esercitare il diritto di opporsi all'operazione che altro socio voglia compiere (*ex art. 2257, ultimo comma*), deve essere al corrente dell'attività che gli altri soci amministratori pongono in essere: in tal caso ciascun socio amministratore ha non solo un diritto, ma anche un dovere di informazione e di conoscenza sui fatti concernenti la società": M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959, 80, testo e n. 29; cfr. anche per la necessità, in caso di amministrazione congiuntiva, di una conoscenza da parte di ogni amministratore, tramite i poteri di rendiconto ed informazione, degli atti compiuti in via d'urgenza da uno solo di essi: R. BOLAFFI, *La società semplice: contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 1947, 363. Per una recente analisi, si rinvia a F. VESSIA, *La responsabilità per la gestione nella società di persone*, Napoli, 2017, spec. 261 e 263 ss., in cui l'Autrice osserva che in ipotesi di amministrazione disgiuntiva spetta "a ciascun socio amministratore il «dovere/diritto» di tenersi informato sul generale andamento della gestione, il che significa conoscere le iniziative che gli altri amministratori intendano prendere in punto di gestione sociale, al fine di poter essere in condizione di utilizzare la forma tipica di intervento prevista dall'art. 2257 c.c., cioè il veto sull'operazione non ancora conclusa (...)".

<sup>48</sup> Sotto altro angolo visuale si potrebbe, inoltre, ipotizzare che il dovere di informare gli altri amministratori sia idoneo a fungere da contrappeso rispetto alla limitazione di carattere temporale che subisce il diritto di opposizione degli altri amministratori. In effetti, la possibilità di opporsi ad una operazione "prima che sia compiuta" (art. 2257, comma 2) limita fortemente il potere di reazione degli altri soci amministratori; laddove la predicata necessità che gli stessi siano preventivamente – e sia pure, in ipotesi, in modo sommario – informati delle intenzioni del titolare dell'iniziativa potrebbe limitare/eliminare il rischio di quell'azione "furtiva" del singolo cui si è poc'anzi fatto cenno; cfr. G. FERRI, *Delle società*, nel *Commentario del codice civile*, a cura di SCIALOJA, BRANCA, Bologna-Roma, 1981, 156, nt. 7, il quale sembra colle-

Per quanto riguarda, nello specifico, la predisposizione degli assetti adeguati, il dovere di informare sembra addirittura predicabile a prescindere dalla immanenza, o meno, dello stesso in linea generale. Invero questa attività di gestione *sui generis* non si risolve in una singola operazione, ma produce un effetto permanente sulla struttura organizzativa della società, ed in specie sull'articolazione interna dei rapporti tra gli amministratori.

La specificità di questa decisione, dunque, sembrerebbe tale da suggerire, anche nell'ipotesi in cui si ritenga che il sistema disgiuntivo debba dispiegarsi secondo il dettato formale della norma che lo disciplina, che la predisposizione degli assetti non possa essere decisione di competenza esclusiva, ma debba essere condivisa, almeno a livello informativo. E in questa prospettiva si potrebbe addirittura ipotizzare che l'informativa debba essere estesa anche ai soci non amministratori, che sono anch'essi interessati a che la società presenti una certa struttura in punto di rapporti tra gli amministratori e, più in generale, di struttura interna.

In altre parole, in ragione della peculiarità della decisione in esame, potrebbe essere ragionevole affermare che, ancorché si neghi che dal sistema sia desumibile la presenza di un generale dovere di informazione in capo al singolo amministratore, la condivisione della decisione sia però necessaria quando si tratti di dettare gli assetti adeguati.

Del resto, non sembrerebbe ammissibile, anche al di fuori della specifica problematica degli assetti adeguati, che il singolo amministratore imponesse agli altri un'ipotesi di articolazione della *governance*: articolazione che ragionevolmente, anche in regime di amministrazione disgiuntiva, dovrebbe ottenere anche il consenso, sia pure sotto il profilo, indiretto, della mancata opposizione, degli amministratori che non abbiano assunto l'iniziativa.

Il coordinamento fra il canone dell'adeguatezza degli assetti e le norme relative alla gestione comporta, dunque, una sorta di ammorbidimento del sistema disgiuntivo e per l'effetto un almeno ipotetico superamento di quello che è sempre stato individuato come il maggiore difetto del sistema stesso: quello appunto costituito da un limite temporale (il compimento dell'operazione) che diventa sovente determinante, proprio in virtù del fatto che – ove non si accolgano le argomentazioni precedentemente svolte – il singolo amministratore può agire, se non in modo “clandestino”, senza comunque doversi curare di avvertire gli altri.

7. *Breve postilla sul diritto di veto, le decisioni relative alla predisposizione degli assetti e lo scioglimento della società.* – Le interferenze sulla gestione delle società di persone delle nuove regole relative agli assetti si estendono anche all'istituto del veto, quale limite generale ed esterno con cui, nell'amministrazione disgiuntiva, il singolo amministratore si deve sempre confrontare.

Per quanto riguarda la titolarità del diritto, non sembrano sussistere dubbi interpretativi: la norma, si riferisce al “socio amministratore”, così precludendo, come si accennava, la possibilità che l'opposizione possa essere sollevata dal semplice socio<sup>49</sup>.

---

gare necessariamente il meccanismo dell'opposizione preventiva alla consapevolezza, da parte degli altri amministratori, dei contenuti dell'operazione di gestione.

<sup>49</sup> Sulla base di questa constatazione, G. RAGUSA MAGGIORE, *Le società in generale. La società di persone*, nel *Trattato delle società*, I, Padova, 2000, 223, ipotizza che i soci non amministratori, i quali rischia-

Più complessa è l'individuazione del ruolo dei soci una volta esercitato il veto, quando quest'ultimo riguardi una decisione ascrivibile all'istituzione degli assetti: l'art. 2257, comma 3, infatti, si deve confrontare con la previsione contenuta nell'art. 2086, comma 2, ove espressamente si prevede che "l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile" e, allo stesso tempo, con l'art. 2257, comma 1, che riserva l'istituzione dei medesimi assetti agli amministratori, i quali soli, dunque, ne assumono, come si diceva, la "paternità".

Dunque, nell'eventualità in cui il veto risulti rivolto a disinnescare decisioni attinenti alla predisposizione, o alla rimodulazione degli assetti, il previsto coinvolgimento dei soci, chiamati a decidere nei termini indicati dall'art. 2257, comma 3, comporterebbe un'ingerenza degli stessi in ordine ad un piano decisionale dal quale sono, nel sistema delineato dopo il Codice della crisi e dell'insolvenza, del tutto esclusi.

L'eventuale opposizione sull'istituzione degli assetti ad opera di uno dei co-amministratori, pertanto, dà origine ad una controversia che deve trovare adeguata soluzione esclusivamente sul piano della gestione e, quindi, fra gli amministratori medesimi<sup>50</sup>. In questo caso, infatti, l'oggetto del veto non è un singolo atto, o una serie di atti di gestione collegati, ma una programmazione, la predisposizione di procedure interne, la ripartizione di competenze e, in definitiva, la realizzazione di quella "cornice" che il legislatore riserva agli amministratori e all'interno della quale si deve esprimere la gestione operativa.

---

no di vedere aggredito il proprio patrimonio, si rivolgano all'autorità giudiziaria "per impedire la propagazione della responsabilità sociale nei loro confronti.

<sup>50</sup> Nel caso in cui non sia possibile, per gli amministratori, raggiungere una soluzione condivisa sugli assetti, si verifica la causa di scioglimento prevista dall'art. 2272, n. 2. Questa fatale conseguenza trova fondamento nella natura delle decisioni in ordine alla gestione organizzativa e nella necessità che queste siano, in ultima analisi, accettate e condivise dai co-amministratori. Non sfugge, tuttavia, la circostanza per cui, dal coordinamento fra i sistemi di amministrazione e i principi in materia di adeguatezza degli assetti, si evince come l'eventuale rischio, per la prosecuzione dell'attività, cagionato dal dissenso di un amministratore relativo agli assetti sia particolarmente elevato nell'amministrazione disgiunta e, invece, risulti facilmente disinnescabile nell'amministrazione congiunta a maggioranza e nell'ipotesi in cui si accolga, sempre convenzionalmente, il metodo collegiale.

# LE SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE IN PROSPETTIVA COMPARATIVISTICA

di Marco Speranzin

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le linee principali di sviluppo: ampliamento della portata della clausola di maggioranza e del ruolo dell'accomandante nelle decisioni sociali (la revoca dell'accomandatario). – 3. (*Segue*): diritto di informazione e controllo dell'accomandante e l'attenuazione del divieto di immistione. – 4. Società in accomandita semplice tra professionisti.

1. *Premessa*. – Uno dei contributi fondamentali forniti dall'Onorato in materia di diritto societario riguarda, come noto, un tema che, con poche eccezioni – una delle quali rappresentata proprio dalla Scuola torinese –, risulta nella letteratura italiana recente piuttosto negletto, ossia quello delle società di persone<sup>1</sup>.

Questa circostanza risulta *da un lato* giustificata dal minor rilievo di quest'ultime rispetto alle società di capitali, anche se i dati statistici continuano ad essere significativi<sup>2</sup>; e *d'altro lato* è l'effetto del sempre più importante ruolo assunto dalle s.r.l., anche alla luce della loro ormai elevata flessibilità e varietà di utilizzo<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Il riferimento è ovviamente a P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, Milano, 1985. V. inoltre G. COTTINO, R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in *Società di persone e consorzi*, a cura di G. COTTINO, M. SARALE, R. WEIGMANN, nel *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, III, Padova, 2004, 3 ss.; G. COTTINO, *Le società di persone*, Bologna, 2019.

Una parte della dottrina ha criticato la aprioristica collocazione dell'accomandita semplice (che sarà oggetto della successiva analisi) all'interno delle società di persone, in quanto ciò determina dei rischi di sopravvalutazione della qualificazione dal punto di vista interpretativo: v. G.C.M. RIVOLTA, *In tema di società in accomandita semplice*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 117 ss.; nonché già P. SPADA, *Tipologia delle società e società di persone*, in *Le disposizioni generali sulle società e le società di persone*, a cura di N. ROCCO DI TORREPADULA, Milano, 2001, 76: altamente opinabile legittimità conoscitiva. Ma v. dopo il 2003 ID., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 491, ove osservato che la riforma delle società di capitali impone di dare un contenuto normativo all'appartenenza alla classe; v. di recente per un quadro M. SCIUTO, *La classe delle società di persone*, in *Trattato delle società*, I, diretto da V. Donativi, Milano, 2022, 1249 ss. V. a livello monografico di recente, nella dottrina tedesca, C. BEHME, *Die Gesellschaft mit persönlicher Gesellschafterhaftung als Rechtsformtyp*, Tübingen, 2022.

<sup>2</sup> Cfr. L. PISANI, *Le società di persone*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale. III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 73, cui si aggiunga che nel terzo trimestre 2021 risultano registrate 935.948 società di persone, di cui 429.565 s.a.s. (dati Unioncamere).

<sup>3</sup> Cfr., con vari accenti, G. ZANARONE, *Gli strumenti di finanziamento delle imprese nelle recenti misure per lo sviluppo economico, con particolare riferimento alla s.r.l.*, in AA. VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, I, Torino, 2014, 663 ss.; P. MONTALENTI, *Start up. P.M.I. innovative: tipi, modelli e mercati finanziari*, in *Start up e P.M.I. innovative*, a cura di O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI, Bologna, 2020, 39 ss., nonché i contributi raccolti in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, 1 ss. Per un'analoga osservazione con riferimento al declino funzionale della s.a.p.a. G. FERRI JR., *Della società in accomandita per azioni*, in *Commentario Schlesinger*, diretto da F.D. BUSNELLI, Mila-

La società in accomandita semplice, ossia l'oggetto dell'analisi monografica dell'Onorato, rimane, tuttavia, di importanza centrale all'interno delle società di persone e nel sistema imprenditoriale italiano per la combinazione tra disciplina fiscale e contabile (che comporta minori costi e maggiore riservatezza) e flessibilità, ancora maggiore rispetto alla s.r.l.<sup>4</sup>. In particolare il tipo s.a.s. rimane molto utilizzato nelle società familiari<sup>5</sup>, nonché all'interno dei gruppi, mediante l'attribuzione del ruolo di accomandatario ad una società di capitali, tipicamente ad una s.r.l.<sup>6</sup>, struttura molto utile ai fini del passaggio generazionale<sup>7</sup>.

Nonostante la giurisprudenza in materia continui a testimoniare l'importanza, ma anche le problematiche, di questo tipo di società, non si riscontrano ipotesi di riforma del diritto italiano; l'ormai risalente progetto Rovelli non ha avuto seguito, e comunque aveva previsto che la disciplina dell'accomandita semplice restasse sostanzialmente immutata<sup>8</sup>.

In altri sistemi si riscontrano, invece, articolati sviluppi normativi ed interpretativi, che pare opportuno indagare in quanto *comparare necesse est* anche con riferimento

---

no, 2020, 7, e con riferimento all'avvento delle LLCs negli Stati Uniti L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Unincorporation*, London, 2010, 128 ss.

<sup>4</sup> Posizione che la giurisprudenza italiana in parte, e proprio con riferimento al ruolo dell'accomandante, non divide, ma che pare possa essere oggetto di un'interpretazione evolutiva, come già è stato con riferimento alla – in passato discussa – partecipazione di una società di capitali ad una s.a.s. anche come accomandante: v. la nota Cass., Sez. Un., 17 ottobre 1988, n. 5636, in *Giur. it.*, 1989, I, 1, 59, e le valutazioni di G.E. COLOMBO, *La partecipazione di società di capitali ad una società di persone*, in *Riv. soc.*, 1998, 1513 ss.; v. anche P. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*<sup>7</sup>, Milano, 2010, 174, che osservano che l'ostilità giurisprudenziale abbia avuto l'effetto di privare il tipo sociale di una delle più moderne possibilità di sviluppo. Sul tema si tornerà *infra*, par. 3.

<sup>5</sup> G. COTTINO, *Le società di persone*, cit., 221 ss.

Il tema dell'importanza e delle caratteristiche delle società familiari, ossia quelle in cui, in senso atecnico, una o poche famiglie detengono la maggioranza o la totalità del capitale sociale, sta assumendo sempre maggiore attenzione sia a livello italiano (v. i *Principi per il governo delle società non quotate a controllo familiare. Codice di autodisciplina*, ottobre 2017, da cui la definizione riportata) che comparatistico: v. in particolare S. KALSS, *Rechtsformalternativen in Familiengesellschaften*, in H. FLEISCHER, S. KALSS, H.U. VOGT (hrsg.), *Recht der Familiengesellschaften*, Tübingen, 2017, 3 ss.; i contributi pubblicati in H. FLEISCHER, A. RECALDE, G. SPINDLER (edited by), *Family firms and closed companies in Germany and Spain*, Tübingen, 2021; a livello monografico T. HUECK, *Die Familienverfassung – Rechtliche Konturen eines Instruments der Governance in Familienunternehmen*, Tübingen, 2017, 22 ss.

Nella giurisprudenza v. per il rilievo del carattere familiare della società di recente Trib. Milano, 27 ottobre 2020, in *Contratti*, 2021, 549, in relazione ad un'azione di simulazione della cessione di una quota di una s.a.s. qualificata come familiare; Trib. Milano, 27 marzo 2021, in *Società*, 2021, 1029, in relazione ad un'azione ex art. 2476, comma 3°, c.c.; Cass., 14 giugno 2021, n. 16743, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2021, I, 1043 ss., con riferimenti ai rapporti contrattuali tra società (s.r.l.) e socio.

<sup>6</sup> U. TOMBARI, *Sulla società in accomandita semplice di gruppo*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 253 ss.; ID., *La partecipazione di società di capitali in società di persone come nuovo modello di "organizzazione dell'attività d'impresa"*, in *Riv. soc.*, 2006, 185 ss.; A. BARTALENA, *La partecipazione di società di capitali in società di persone*, in *Il Nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, vol. I, Torino, 2007, 97 ss.; M. GARCEA, *I gruppi di società di persone*, Napoli, 2008, 87 ss.; A. CETRA, *La partecipazione di società di capitali in persone nel passaggio generazionale dell'impresa*, in *Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 181 ss.

<sup>7</sup> V. in particolare A. CETRA, *La partecipazione di società di capitali in società di persone nel passaggio generazionale dell'impresa*, cit., 181 ss.; ID., *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, 9 ss.

<sup>8</sup> Cfr. la *Relazione accompagnatoria* del Progetto Rovelli (n. 23).

alle società di persone<sup>9</sup>. In alcuni degli ordinamenti vicini al nostro, infatti, è confermato l'ampio utilizzo delle s.a.s.<sup>10</sup>, e si rilevano di recente modifiche legislative, già approvate o in corso di discussione, volte ad *ampliare* l'utilizzo dell'accomandita, sia attraverso una migliore determinazione della disciplina generale, sia introducendo nuove varianti della s.a.s. siano esse sottipi o modelli<sup>11</sup>, oppure fenomeni di ibridazione dei tipi<sup>12</sup>.

Per quanto riguarda una riforma *generale*, si segnala la legge di modernizzazione del diritto delle società di persone tedesco, pubblicata il 22 gennaio 2021, ed approvata dal Parlamento in data 25 giugno 2021, con entrata in vigore prevista per il 1 gennaio 2024<sup>13</sup>, volta, con riferimento alla s.a.s., a meglio delimitare le ipotesi di responsabilità

<sup>9</sup> V. in questo senso C. WINDBICHLER, *Eine internationale Landkarte der Personengesellschaften*, in *ZGR*, 2014, 110 ss.; H. FLEISCHER, S. COOLS, *Internationale Trajektorien und Trends im Recht der Personengesellschaften*, in *ZGR*, 2019, 463 ss. e 505.

Nella dottrina italiana v. in generale V. CARIELLO, *Comparazioni e interpretazione*, Torino, 2020, e ID., *In cammino verso la comparazione nel e per il diritto societario (a favore di un'ermeneutica della comparazione)*, in *Comparazione e diritto positivo. Un dialogo tra saperi giuridici*, a cura di A. SOMMA, V. ZENO-ZENCOVICH, Roma, 2021, 75 ss.; G.B. PORTALE, *Il diritto societario fra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss., nonché, con riferimento alle società di persone, C. ANGELICI, *Variazioni su responsabilità e irresponsabilità del socio*, in *Diritto, mercato ed etica. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, 197.

<sup>10</sup> V. per alcuni saggi comparatistici e riferimenti, con riferimento a Francia, Germania, Inghilterra e Stati Uniti, M.M. SIEMS, *Regulatory Competition in Partnership Law*, in *Intern. Compar. Law Quart.*, 2009, 767 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 128 ss.; E. RÖDER, *Die Kommanditgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *RabelsZ*, 2014, 109 ss.

In Germania v. J. LIEDER, T. HOFFMANN, *Erscheinungsformen der KG am Beispiel des Registerbezirks Hamm*, in *NZG*, 2021, 1045 ss., i quali riportano un numero di circa 280.000 KG registrate al 1 gennaio 2020, progressivamente in aumento per un totale del 18% nel decennio 2010-2020, che le rende il secondo tipo più diffuso (dopo la GmbH) e le più apprezzate tra le società di persone, con particolare preferenza della forma GmbH & Co. KG (57% del campione statistico analizzato dagli Autori; su quest'ultima v. di recente anche H. WIEDEMANN, *Die GmbH & Co. KG: Interessen – oder Organisationseinheit?*, in *NZG*, 2021, 45 ss.); al 1 gennaio 2021 le KG registrate risultano salite addirittura al numero di 319.982, con un ulteriore rilevante aumento. Nel Regno Unito alla data del 31 marzo 2021 risultano registrate (v. *Company register activities*, in [www.gov.uk/government/statistics](http://www.gov.uk/government/statistics)) 54.604 *limited partnerships*, di cui 18.932 in Inghilterra e Galles, 34.891 in Scozia e 781 in Nord Irlanda. Negli Stati Uniti a fine 2018 le *limited partnerships* sono 446.713 (v. [www.irs.gov/statistics](http://www.irs.gov/statistics)), pari all'11,1% del totale, con la precisazione però che rappresentano il 30% degli utili complessivi delle *partnerships* (quest'ultime comprensive anche delle LLCs). In Belgio sono indicate 35.323 *société en commandite simple* (dati al 21 settembre 2021: v. [www.statbel.fgov.be](http://www.statbel.fgov.be)).

La s.a.s. non è invece molto utilizzata in Francia (*très rare*: v. P. LE CANNU-B. DONDERO, *Droit des Sociétés*<sup>9</sup>, Paris, 2022, 956), Spagna (70 *sociedades comanditarias* nel 2019) e Portogallo: in quest'ultimo ordinamento nel 2020 risultano registrate solo 119 *sociedades em comandita*: sul tema P. DE TARSO DOMINGUES, *As sociedades em comandita: um tipo esquecido e ignorado. Análise do respetivo regime das alterações estatutárias*, in *Dir. Soc. em revista*, 2021, 71 ss.

<sup>11</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai «tipi» ai «modelli»*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.; con riferimento alla s.a.s. M. CALLEGARI, *La s.a.s.: evoluzione di un modello societario sempre attuale*, 2012, 114 ss.

<sup>12</sup> Sulla ibridazione dei tipi in generale v. M. SCHAPER, *Selektion und Kombination von Gesellschaftsformen im institutionellen Wettbewerb*, Berlin, 2012, nonché di recente v. l'analisi in corso di H. FLEISCHER, *Rechtsforminnovationen rund um den Globus*, in *NZG*, 2022, 49 ss.

<sup>13</sup> Cfr. <https://bmjv.de>. Per una ricostruzione dei contenuti della riforma tedesca ed i necessari riferimenti v. C. ANGELICI, «Società in Europa»: parole e paradigmi, in *Trattato delle società*, I, diretto da V. Donativi, Milano, 2022, 3 ss.; nonché sia consentito il rinvio a M. SPERANZIN, *Diritto comparato e società di persone: la riforma tedesca*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*, 2022.

esterna dell'accomandante nonché ad introdurre frammenti di disciplina della *GmbH & Co. KG*<sup>14</sup>. Per quanto riguarda le *nuove forme di s.a.s.*, esse hanno principalmente lo scopo di fornire, in particolare, un ulteriore (o più utile) strumento per la raccolta di investimenti tra il pubblico<sup>15</sup>, visto in particolare l'utilizzo, sia negli Stati Uniti che in Europa, dell'accomandita da parte di *private equity*, *venture capital* o *hedge funds*<sup>16</sup>; oppure per l'esercizio delle professioni in forma societaria<sup>17</sup>; oppure ancora, *de iure condendo*, per l'organizzazione di una «società digitale» quale strumento di raccolta di criptovalori (*Decentralized Autonomous Organization: DAO*)<sup>18</sup>.

Si noti d'altro lato che, in senso diametralmente opposto, è discusso in altri ordinamenti (in particolare con riferimento alle società in accomandita semplice costituite in Scozia) se sia necessario incrementare l'imperatività della regolazione, soprattutto dal punto di vista della pubblicità dei bilanci e della compagine sociale, in considerazione del contestato utilizzo delle stesse in attività potenzialmente illecite<sup>19</sup>.

<sup>14</sup> K. SCHMIDT, *Ein neues Zuhause für das Recht der Personengesellschaften*, in ZHR, 2021, 41.

<sup>15</sup> Ad esempio in Germania, ove già risultava e risulta diffusa la *Publikums-KG* (v. H. FLEISCHER, *Personengesellschaften im Rechtsvergleich: Vergangenheit – Gegenwart – Zukunft*, in *Personengesellschaften im Rechtsvergleich*, in ID. (hrsg.), *Personengesellschaften im Rechtsvergleich*, München, 2021, 100 ss.; T. CÖSTER, *Minderheitenrechte in der Publikumspersonengesellschaften*, Berlin, 2021, 30 ss.), ma è stata altresì introdotta nel 2013 la *Investment-KG* (ritenuta una *Rechtsformvariante*: J. LIEDER, M. BECKER, *Das Sonderrecht der Rechtsformvarianten am Beispiel der UG*, in NZG, 2021, 358; v. sul tema H. WIEDEMANN, *Alte und neue Kommanditgesellschaft*, in ZGR, 2013, 1041 ss.); in Svizzera è stata prevista la società in accomandita per gli investimenti collettivi (su cui v. M. MANN, A. SONNENBERG, *Schweiz*, in *Personengesellschaften im Rechtsvergleich*, cit., 158 ss.; ancora T. CÖSTER, *Minderheitenrechte in der Publikumspersonengesellschaften*, cit., 157 ss.); in Inghilterra la nuova forma di *limited partnership* rappresentata dalla *Private Fund Limited Partnership* introdotta nel 2017 (E. BERRY, *Limited partnership law and private equity: an instance of legislative capture?*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2019, 105 ss.).

Il ruolo della società in accomandita come strumento di raccolta di investimenti (in particolare nei sistemi diversi da quello tedesco, in considerazione dell'assenza, in quest'ultimo, del divieto di immistione: v. *infra*, par. 3) è sottolineato da E. RÖDER, *Die Kommanditgesellschaft im Rechtsvergleich*, cit., 109 ss., nonché da H. FLEISCHER, T. WANSLEBEN, *Die GmbH & Co. KG in den Auslandsrechten*, in *GmbHR*, 2017, 642. Per l'utilizzo delle *limited partnerships* (nonché delle *limited liability partnerships*) quale strumento di raccolta di investimenti negli Stati Uniti v. C. HURT, *Extra Large Partnerships*, 2020, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>16</sup> V. L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 222 ss.; J. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, in *EBOR*, 2011, 564 ss.; C. HURT, *Startup Partnerships*, in *Boston College Law Review*, 2020, 2488 ss.; in senso critico nei confronti della modifica del diritto delle società di persone inglese del 2017 E. BERRY, *Limited partnership law and private equity: an instance of legislative capture?*, cit., 105 ss., secondo la quale il legislatore avrebbe dovuto estendere le novità introdotte per la *Private Fund Limited Partnership* (e in particolare: attenuazione dell'obbligo di un conferimento di capitale, nonché degli altri obblighi, a carico degli accomandanti; incremento delle attività relative all'amministrazione consentite a quest'ultimi, comportamenti che si presume *ex lege* non violino il divieto di immistione) a tutte le *limited partnerships*.

<sup>17</sup> In questa ipotesi addirittura introducendo una forma di società di persone a responsabilità limitata, come previsto in Inghilterra dal *Limited Liability Partnership Act* del 2000 (v. E. BERRY, *Limited partnership law and private equity: an instance of legislative capture?*, cit., 110, la quale nota tuttavia che ciò non ha ridotto l'utilizzo della *limited partnership* in considerazione dell'elevata regolazione – in particolare collegata alla maggiore pubblicità richiesta – a carico della *LLPs*, sebbene quest'ultime siano ormai un numero – 52.262 – quasi uguale alle *limited partnerships*) o negli Stati Uniti con *LLPs* e *LLLPs* (M.M. SIEMS, *Regulatory Competition in Partnership Law*, cit., 769 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 127 ss.). V. *infra*, par. 4.

<sup>18</sup> Così, prendendo spunto dalla disciplina della Wyoming *DAO LLC*, in vigore dal 1 luglio 2021, H. FLEISCHER, *Ein erstes Rechtskleid für die Decentralized Autonomous Organization: die Wyoming DAO LLC – Vorbild auch für Deutschland?*, in ZIP, 2021, 2206 ss., e 2213 in particolare: disciplina *DAO* quale variante della *KG*.

<sup>19</sup> Cfr. l'ampio dibattito in *Department for Business, Enterprise and Industry Strategy, Review of Limi-*

2. *Le linee principali di sviluppo: ampliamento della portata della clausola di maggioranza e del ruolo dell'accomandante nelle decisioni sociali (la revoca dell'accomandatario).* – Negli altri ordinamenti le tendenze legislative o interpretative in atto, e che risultano di interesse in questa sede, paiono, nello specifico, essenzialmente tre, tra loro collegate: il riconoscimento di un maggiore spazio al ruolo dell'accomandante sia dal punto di vista delle decisioni dei soci che dal punto di vista del diritto di informazione e controllo; la collegata attenuazione (o in alcuni casi soppressione) del divieto di immistione; infine l'utilizzo dell'accomandata per le società tra professionisti.

L'Onorato ha dimostrato che, sia in considerazione dello sviluppo storico del tipo, sia in comparazione con gli altri ordinamenti, l'accomandante non deve necessariamente rivestire una posizione di totale estraneità rispetto alla gestione, e i poteri che il sistema gli riconosce non sono solo strumentali alla tutela dei suoi diritti patrimoniali. Il legislatore non ha, in altre parole, considerato l'accomandante solo come investitore-risparmiatore, ma ne ha apprezzato l'interesse alla partecipazione alla conduzione degli affari, pur vincolando i poteri diretti alla realizzazione di quell'interesse entro parametri ritenuti idonei ad impedire un sovvertimento dei ruoli<sup>20</sup>.

Il concorso del socio accomandante alle decisioni sociali è ritenuto, da questo punto di vista, non un atto di gestione, bensì di esercizio di poteri, propri della figura dell'accomandante, di controllo sulla gestione<sup>21</sup>; o, secondo un'altra ricostruzione, di esercizio in comune dell'impresa sociale, ossia dei poteri direttivi propri dell'imprenditore, che comprende anche atti non propriamente gestori<sup>22</sup>.

Proprio con riferimento ai poteri di concorso dell'accomandante alle decisioni so-

---

*ted Partnership Law: Call for Evidence*, 16 gennaio 2017, il report Transparency International UK, *Offshore in the UK: Analysing the use of Scottish Limited Partnerships in Corruption and Money Laundering*, 2017, nonché in [www.gov.uk/government](http://www.gov.uk/government) e il successivo *Limited Partnerships: Reform of Limited Partnership Law*, dicembre 2018, tutti in [www.gov.uk/government](http://www.gov.uk/government), nonché il rilevante numero (soprattutto se comparato con quello di Inghilterra e Galles) delle *limited partnerships* attive in Scozia, considerando che il numero delle società in generale è, all'opposto, totalmente sbilanciato a favore del primo ambito (4.408.528 vs. 237.124). V. sul tema E. BERRY, *Partnership Law: Used, Misused or Abused?*, in *European Business Law Review*, 2021, 207 ss., ove invocata la necessità di prevedere una maggiore trasparenza delle informazioni relative alle società e un ruolo più efficace del registro delle imprese; J. HARDMAN, *Reconceptualising Scottish limited partnership law*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2021, 179 ss. V. ora nel senso indicato gli artt. 99 e ss. dell'*Economic Crime and Corporate Transparency Bill* in discussione ([www.bills.parliament.uk](http://www.bills.parliament.uk))

<sup>20</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 116 ss.; v. anche F. DENOZZA, *Società in accomandita*, I) *Società in accomandita semplice*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993, 3 ss. Per analogia recente considerazione, strumentale al riconoscimento di un maggior spazio alle azioni di responsabilità esercitata dal socio nella s.a.s. v. N. DE LUCA, *Le azioni di responsabilità nelle società in accomandita semplice*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 1152 ss. nonché in quest'*Opera*.

<sup>21</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 305 ss., nonché V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 173 ss.; M. BUSSOLETTI, *Società in accomandita semplice*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 964 ss.

<sup>22</sup> V. già M. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, 38 ss.; FR. VASSALLI, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società commerciali*, Milano, 1973, 114 ss.; F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio di impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 102 ss.; G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Commentario Schlesinger*, diretto da F. BUSNELLI, Milano, 2008, 183 ss., nonché ID., *Gli aspetti non gestori dell'esercizio in comune nelle società lucrative*, in *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021. Liber amicorum per A. Jorio*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, 2021, in partic. 1164 ss. In generale sulla rilevanza centrale dell'esercizio in comune v. da ultimo, con ampio esame comparatistico, C. ANGELICI, *«Società in Europa»: parole e paradigmi*, cit., 9 ss.



ciali, una recente sentenza della Suprema Corte tedesca<sup>23</sup> fornisce un contributo innovativo in materia di legittimità e interpretazione estensiva della clausola di maggioranza nelle s.a.s.<sup>24</sup>, e offre alcuni spunti di riflessione sulla posizione dell'accomandante in relazione all'incidenza delle decisioni sul socio accomandatario amministratore. Secondo il *BGH* il potere di amministrazione e rappresentanza dell'accomandatario è un diritto relativamente indisponibile (*relativ unentziehbares Recht*), e, in quanto tale, siffatto potere può essere revocato (a certe condizioni) da una decisione dei soci a maggioranza, e anche senza giusta causa, ove ciò sia previsto nel contratto di società.

Nel dialogo tra sistemi, entrambi i profili hanno rilevanza nella prospettiva d'indagine italiana. Innanzitutto, anche nel nostro ordinamento si deve ritenere che, in presenza di apposita clausola, possano modificarsi a maggioranza le regole (tutte le regole) del contratto di società e tale soluzione si estende anche all'accomandita semplice, come confermato dall'art. 2500-ter c.c.<sup>25</sup> nonché dall'art. 152 l. fall. (ora art. 265 CCI)<sup>26</sup>. Non pare, infatti, che la tesi restrittiva (in particolare sostenuta in materia di decisione di trasformazione di s.a.s. in s.r.l.) possa prevalere sull'esercizio dell'autonomia statutaria<sup>27</sup>.

In secondo luogo, la conferma dell'abbandono, da parte della Suprema Corte tedesca, della tutela rafforzata del *Kernbereich* della partecipazione sociale, ossia un nucleo di diritti assolutamente indisponibili del socio (nel caso di specie accomandatario), consente di superare l'assunto secondo cui il potere di amministrazione di quest'ultimo rappresenterebbe un diritto afferente al nucleo essenziale della *Mitgliedschaft* che, in

---

<sup>23</sup> *BGH*, 13 ottobre 2020, in *NZG*, 2020, 1384 ss., con commento di S. BORRIES, *Anforderungen an Mehrheitsbeschlüsse in Personengesellschaften*, in *NZG*, 2021, 194 ss.; e con nota di V. ANTONINI, *Diritti (relativamente) indisponibili del socio accomandatario e potere della maggioranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 121 ss.

<sup>24</sup> Sotto questo profilo, la sentenza in commento sviluppa ulteriormente il precedente orientamento della giurisprudenza tedesca, tesa a superare il *Bestimmtheitsgrundsatz* (v. *BGH*, 15 gennaio 2007 – *Otto*, in *NJW* 2007, 1685 ss.; e poi soprattutto *BGH*, 21 ottobre 2014, in *RDS*, 2017, 276 ss., con nota di M. SPERANZIN, *Modifica a maggioranza del contratto di società di persone: dai diritti indisponibili dei soci al controllo secondo buona fede*, *ivi*, 281 ss., che estende, dal punto di vista ermeneutico, l'ambito applicativo della clausola di maggioranza a tutte le modifiche del contratto sociale). Sull'interpretazione ampia della clausola di maggioranza nei contratti di società di persone v. anche di recente *LG Mannheim*, 18 marzo 2021, in *GWR*, 2021, 298 ss., che ritiene che la previsione ricomprenda anche la delibera di scioglimento anticipato della s.a.s.

<sup>25</sup> Sulla legittimità di clausole (anche generiche) di maggioranza nelle società di persone, v. di recente, anche per ulteriori riferimenti, M. SPERANZIN, sub art. 2500-ter, in *Trasformazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2021, 131. Il punto era stato oggetto di discussione in materia di s.a.s. prima della riforma del diritto societario in occasione della sentenza (favorevole ad un'ampia interpretazione della clausola di maggioranza) di Pret. Cuneo, 7 marzo 1983, in *Giur. comm.*, 1983, II, 925 ss., con nota critica di G. COTTINO, e favorevole di E. GLIOZZI.

<sup>26</sup> V. per la rilevanza della disposizione in materia di s.a.s. il caso deciso da Trib. Napoli, 19 gennaio 2000, e la nota di L. PISANI, *Società in accomandita semplice e proposta di concordato: la posizione del socio accomandante*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 367 ss.

<sup>27</sup> Cfr. già L. PISANI, *Società di persone "a struttura corporativa"*, Torino, 2000, 119 ss.; e dopo la riforma ID., *Il principio di maggioranza nella nuova disciplina della trasformazione di società di persone*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 371 ss. In senso diverso C. TEDESCHI, *La trasformazione delle società di persone in società di capitali: qualche spunto di riflessione*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 669 ss., secondo la quale nel caso di trasformazione di s.a.s. dovrebbe applicarsi analogicamente l'art. 2460 c.c., e quindi ritenersi necessario il consenso degli accomandatari.

quanto tale, risulta imm modificabile senza il consenso dell'interessato<sup>28</sup>. Un'interpretazione, quella respinta dalla Suprema Corte tedesca, che parrebbe, invece, desumersi anche nel nostro ordinamento dagli artt. 1723, comma 2°, 2252, 2259 e 2319 c.c. con riferimento all'accomandatario nominato amministratore nell'atto costitutivo, per la cui revoca si richiede il consenso di tutti i soci, oltre all'esistenza di una giusta causa<sup>29</sup>.

La sentenza del *BGH* supporta, tuttavia, l'argomento a favore dell'ammissibilità di una specifica clausola contrattuale che non solo renda legittima la revoca a maggioranza del potere di amministrazione, ma anche consenta tale revoca pure in mancanza di giusta causa<sup>30</sup>. Per un verso la modifica del contratto di società – qualora vi sia, lo si ripete, un'apposita clausola che deroga all'art. 2252 c.c. (e quindi la diversa disposizione dell'atto costitutivo richiamata dall'art. 2319 c.c.) – può ritenersi estesa anche alla decisione di revoca del potere di amministrazione e rappresentanza dell'accomandatario nominato nell'atto costitutivo: soluzione interpretativa che, pur rappresentando una «spada di Damocle» per l'accomandatario, la cui autonomia gestionale è indirettamente incisa dall'estensione del potere dei soci accomandanti, conferma la partecipazione attiva (ancorché solo internamente) di questi ultimi alle decisioni amministrative<sup>31</sup>. Per

---

<sup>28</sup> *BGH*, 13 ottobre 2020, cit., *Rdn.* 11. Si tratta dell'orientamento già affermato nella sentenza del *BGH*, 21 ottobre 2014, cit., spec. *Rdn.* 12 e 19, da cui deriva che, in presenza di una clausola di maggioranza, si verifica una rilevante riduzione della tutela per il socio di minoranza. Motivo per cui una parte della dottrina tedesca critica la posizione e propende, invece, per il mantenimento del *Kernbereichseingriff als Kontrollmaßstab* delle decisioni dei soci: C. SCHÄFER, *Vom Einstimmigkeitsprinzip zum treupflichtgetragenen Mehrheitsentscheid im Personengesellschaftsrecht*, in *ZGR*, 2013, 250 ss.; P. ULMER, *Mehrheitsbeschlüsse in Personengesellschaften: definitiver Abschied vom Bestimmtheitsgrundsatz*, in *ZIP*, 2015, 659; a livello monografico v. B. STAUDINGER, *Minderheitschutz im Personengesellschaftsrecht*, Baden-Baden, 2020, 44 ss. E v. anche l'autorevole opinione di H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht, Band II. Personengesellschaften*, München, 2004, 219: la *Kernbereichslehre* costituisce uno dei risultati più importanti della giurisprudenza della seconda sezione del *BGH* della seconda metà del ventesimo secolo.

Sul tema degli strumenti di tutela della minoranza, tra principio di unanimità e controllo di buona fede, ha di certo un impatto rilevante la recente e ricordata riforma del diritto delle società di persone tedesco, ma su tale sviluppo si tornerà in altra sede.

<sup>29</sup> In questo senso, ad es., Cass., 12 giugno 1996, n. 5416, in *Foro it.*, 1996, I, 3093 ss., seppure in un caso in cui la maggioranza, rappresentata dagli accomandanti, non si era limitata a revocare l'accomandatario, ma ne aveva anche «trasformato» (così il testo della decisione) la partecipazione sociale in accomandante. Alla stessa conclusione (dell'immodificabilità senza il consenso anche dell'accomandatario amministratore), ancorché con motivazione diversamente articolate, giungono M. BUSSOLETTI, *Società in accomandita semplice*, cit., 963 ss.; F. BELVISO, *Contratto di società e contratto di amministrazione nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 2001, 743; nonché G. D'AIELLO, N. DE LUCA, *La revoca della facoltà di amministrare*, in *Trattato delle società di persone*, a cura di C.A. BUSI-F. PREITE, Torino, 2015, 760, secondo cui, nel caso di mancato concorso del voto del socio amministratore, rimane comunque percorribile la strada della revoca giudiziale per giusta causa ai sensi dell'art. 2259, comma 3°, c.c.

Diversamente, seppure con riferimento all'art. 2259, comma 1°, c.c., Cass., 12 giugno 2009, n. 13761, in *Giur. comm.*, 2010, II, 481 ss., che propende per l'applicazione dell'art. 2373 c.c.; M. GHIDINI, *Società personali*, cit., 393; M. ROSSI, *La revoca degli amministratori di s.r.l.*, Milano, 2012, 51 ss., secondo cui l'incaricato all'amministrazione non partecipa alla decisione di revoca.

<sup>30</sup> *BGH*, 13 ottobre 2020, cit., *Rdn.* 19. Sull'ammissibilità della clausola v. P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 70, con riferimento alla soluzione affermativa della (prevalente) dottrina francese pur successiva all'introduzione del divieto di immistione nel *Code de Commerce* del 1807; in senso contrario v. però l'autorevole opinione di P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 367 nt. 245: la revoca collettiva prevista all'art. 2259, comma 1°, c.c. non può essere maggioritaria, in quanto tale regola pattizia sarebbe in contrasto con il potere individuale previsto all'ultimo comma dell'art. 2259 c.c.

<sup>31</sup> Le espressioni sono di P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 70 e 307, che per questo motivo allude a «l'obbligatorietà (se pur interna) delle decisioni a cui partecipano gli accomandanti».

*altro verso* la dottrina prevalente ritiene legittima la deroga alla necessità della giusta causa prevista all'art. 1723, comma 2°, c.c.<sup>32</sup>.

Quest'orientamento pare convincente sia ove si guardi alla revoca quale forma indiretta di controllo sulla gestione e si consideri che, sotto questo profilo, le volontà dei soci accomandanti e accomandatari dal punto di vista interno si pongono sullo stesso piano giuridico<sup>33</sup>; sia qualora si consideri il potere di (nomina e) revoca degli amministratori, così come quello di modificare il contratto, quale espressione della potestà imprenditoriale, e quindi di esercizio dell'impresa, spettante anche agli accomandanti<sup>34</sup>. Del resto, l'autonomia privata in materia è a tal punto estesa da far propendere autorevole dottrina anche per l'ammissibilità di clausole contrattuali che riservino il potere di revoca degli amministratori a una sola categoria di soci o a un singolo socio, e quindi anche ai soli accomandanti o ad uno di essi<sup>35</sup>.

Se quindi la modifica a maggioranza del contratto sociale, e quindi anche la revoca dell'amministratore, è in astratto legittima anche in mancanza di giusta causa se lo prevede l'atto costitutivo, un ulteriore piano del controllo riguarda il contenuto della decisione dei soci secondo buona fede: la sentenza del *BGH* individua il regime di sindacabilità della decisione di revoca, sottoponendola a un controllo affine a quello tradizionalmente richiesto nelle società di capitali per alcune delibere che incidono sui diritti della minoranza<sup>36</sup>. Il potere di amministrazione può essere modificato o eliminato, oltre che mediante il consenso del socio interessato, anche con una decisione a maggioranza, purché la stessa sia necessaria dal punto di vista della società e tollerabile per il socio, tenendo conto dei suoi interessi degni di protezione<sup>37</sup>. Infatti, il solo fatto che la revoca trovi giustificazione nell'interesse della società non è ritenuto sufficiente a legittimare la relativa decisione dei soci, perché ciò non significa che la revoca sia anche indispensabile o necessaria per la società stessa, e quindi non abusiva<sup>38</sup>.

<sup>32</sup> G. MINERVINI, *Il mandato. La commissione. La spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, VIII, Torino, 1954, 191; A. LUMINOSO, *Mandato. Commissione. Spedizione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXXII, Milano, 1984, 101 nt. 144.

<sup>33</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 307 ss.

<sup>34</sup> G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, cit., 185 e nt. 166, e ID., *Gli aspetti non gestori dell'esercizio in comune nelle società lucrative*, cit., § 4. In senso contrario v. Cass., sez. lavoro, 31 maggio 2016, n. 11250, in *Giur. comm.*, 2019, II, 366 ss.: il potere di direzione dell'impresa spetta solo agli accomandatari; per la tesi secondo cui anche nelle società di persone la direzione dell'impresa spetta, inderogabilmente e in via esclusiva, agli amministratori, v., anche per tutti i riferimenti, G. FERRI JR-M. ROSSI, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, cit., 575 ss., e 596 in particolare.

<sup>35</sup> In questo senso G. FERRI, *Delle società*<sup>3</sup>, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1981, 483; la tesi, tuttavia, non è condivisa da P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 309 s., in quanto troppo radicale: la stessa, infatti, contrasterebbe con il necessario esercizio in comune dell'attività e, più in particolare, comporterebbe l'estraneazione di un'intera categoria di soci da una vicenda cruciale dell'agire sociale.

<sup>36</sup> Cfr. in dottrina L. KLÖHN, *Minderheitenschutz im Personengesellschaftsrecht*, in *AcP*, 2016, 313 ss.; B. STAUDINGER, *Minderheitschutz im Personengesellschaftsrecht*, cit., 105 ss.; W.G. PAEFGEN, *Überlegungen zur Dogmatik des Minderheitschutzes im Recht der Personengesellschaften*, in *Festschrift Grunewald*, Köln, 2021, 842 ss.; nella dottrina italiana C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 122 ss.

<sup>37</sup> *BGH*, 13 ottobre 2020, cit., *Rdn.* 17-24; v. analogamente *BGH*, 21 ottobre 2014, cit. Una sintesi degli strumenti di controllo da parte del giudice sull'esercizio del potere della maggioranza nelle società di persone in W.G. PAEFGEN, *Überlegungen zur Dogmatik des Minderheitschutzes im Recht der Personengesellschaften*, cit., 831 ss.

<sup>38</sup> *BGH*, 13 ottobre 2020, cit., *Rdn.* 17-24; v. analogamente *BGH*, 21 ottobre 2014, cit., che per prima ha

Tali riflessioni, se ritenute convincenti, non solo possono consentire – opportunamente – una maggiore autonomia contrattuale in materia di modifica del contratto di s.a.s., ma anche consentire un mutamento (o un’attenuazione) della rigida posizione della giurisprudenza italiana in materia di autorizzazioni e pareri che l’atto costitutivo consente possano essere previsti (art. 2320, comma 2°, c.c.), a favore degli accomandanti, per il compimento di determinate operazioni (da parte degli accomandanti)<sup>39</sup>; e ciò in particolare con riferimento alle operazioni di straordinaria amministrazione o superiori a certi importi, che in altri ordinamenti rientrano *ex lege* nella competenza decisoria di tutti i soci (*Mitwirkungsrechte*)<sup>40</sup>, e che quindi a maggior ragione potrebbero richiedere, in virtù di una scelta contrattuale, un potere di co-decisione (o di esercizio in comune non gestorio dell’attività) anche da parte degli accomandanti<sup>41</sup>.

### 3. (Segue): diritto di informazione e controllo dell’accomandante e l’attenuazione del divieto di immistione. – Centrale, quale ulteriore ambito di disciplina dell’esercizio

osservato che, nel caso in cui la decisione dei soci a maggioranza privi determinati soci dei propri diritti afferenti al nucleo essenziale della partecipazione, non è sufficiente che siffatta privazione trovi una generica giustificazione nell’interesse della società, in quanto la stessa deve anche essere indispensabile o necessaria. In dottrina W.G. PAEFGEN, *Überlegungen zur Dogmatik des Minderheitenschutzes im Recht der Personengesellschaften*, cit., 842 ss., che richiama altresì l’orientamento di *BGH*, 12 aprile 2016 – *Media Saturn*, in *RDS*, 2017, 945 ss., con nota di P. AGSTNER (applicazione anche alle decisioni della maggioranza, nel caso di specie una *GmbH*, della discrezionalità rappresentata dalla *business judgement rule*).

<sup>39</sup> V. con riferimento alla giurisprudenza restrittiva Cass., 3 ottobre 1997, n. 9659, in *Giur. comm.*, 1999, II, 519 ss., secondo cui è legittima la clausola statutaria di previa autorizzazione dell’accomandante per contrarre mutui di un certo ammontare, ma non la previsione di previa autorizzazione per il compimento di atti di straordinaria amministrazione e per l’assunzione di obbligazioni eccedenti una somma determinata; Cass., 6 giugno 2000, n. 7554, in *Giur. it.*, 2001, 530 ss., che conferma la nullità di una clausola che sottoponeva una serie di operazioni di gestione al preventivo consenso scritto di tutti i soci; Trib. Perugia, 16 marzo 2009, e Trib. Perugia, 29 dicembre 2009, in *Giur. comm.*, 2011, II, 687 ss., che ritiene illegittima la clausola che subordina il compimento di determinati atti al consenso vincolante dell’accomandante, con nota particolarmente critica di C.A. NIGRO, *La clausola sui pareri e le autorizzazioni degli accomandanti tra ingerenza, nullità parziale per violazione del relativo divieto e riqualificazione del rapporto contrattuale*. Per l’opinione restrittiva v. anche G. COTTINO, R. WEIGMANN, *Le società di persone*, cit., 208; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*<sup>10</sup>, II, a cura di M. CAMPOBASSO, Milano, 2020, 128 e nt. 15; M. RUBINO DE RITIS, *Atti di sostegno finanziario dell’accomandante per l’attività di impresa di società in accomandita semplice*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 83 ss.

<sup>40</sup> In Germania, per esempio, risulta pacifico che sia necessario il consenso anche degli accomandanti per la decisione delle operazioni di natura straordinaria, con l’eccezione dell’attribuzione o della revoca delle procure, ai sensi del richiamo al § 116 II *HGB* contenuto al § 164 *HGB*; soluzione ora confermata dai §§ 108 e 164 *HGB* delle legge di riforma del diritto delle società di persone, su cui v. *Begründung*, in *Druksache 19/27635*, 253, nonché J. LIEDER, *Geschäftsführung und Vertretung im modernisierten Personengesellschaftsrecht*, in *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, Berlin-Boston, 2021, 191.

<sup>41</sup> G. MIGNONE, *L’associazione in partecipazione*, cit., 183 ss. Favorevoli ad un ampliamento dell’autonomia statutaria anche agli atti gestori di straordinaria amministrazione, o superiori ad un certo importo: P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 190 ss., il quale evidenzia, tuttavia, che la soglia di valore non dev’essere talmente bassa da richiedere l’autorizzazione per la quasi totalità delle operazioni sociali; M. BUSSOLETTI, *Società in accomandita semplice*, cit., 965 ss.; P. BUTTURINI, *Le autorizzazioni e i pareri dell’accomandante*, in *Contr. impr.*, 2005, 376 ss.; M. CAVANNA, *I “diritti particolari” a contenuto gestorio dei soci non amministratori di società di persone: per una lettura transtipica di talune norme in materia di s.r.l.*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, cit., 212 ss.; L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 162 ss., secondo il quale, inoltre, tenuto conto della formulazione ampia dell’art. 2320, comma 2°, c.c., sono legittime anche le clausole che prevedono il rilascio di autorizzazioni o pareri per vicende societarie non propriamente legate alla gestione, come il trasferimento delle partecipazioni degli accomandanti.

in comune dell'attività, è l'inderogabile (ossia ritenuto, dalla tesi prevalente, assolutamente indisponibile) diritto di consultazione e controllo del socio accomandante (art. 2320, comma 2° e 3°, c.c.), considerato parte integrante della partecipazione sociale e strumentale alla verifica della gestione dei soci amministratori e all'esercizio dei diritti sociali<sup>42</sup>.

La recente riforma del diritto delle società di persone tedesca ha ampliato il diritto di informazione dell'accomandante (§ 166 *HGB*) che, sebbene rimanga di base più ristretto rispetto a quello del socio illimitatamente responsabile non amministratore, in quanto circoscritto al diritto di ricevere copia del bilancio di esercizio e della documentazione, anche contabile, a supporto di questo (*Einsichtsrecht*)<sup>43</sup>, può estendersi – come quello previsto a favore dei soci non amministratori nelle altre società di persone – ad ulteriori notizie sull'andamento degli affari nel corso dell'esercizio (*Auskunftsrecht*), qualora risultino strumentali all'esercizio dei diritti sociali. L'espansione del diritto di informazione e controllo pare non solo collegata, quindi, all'accertamento strumentale a verificare la produzione degli utili, ma anche a verificare l'andamento dell'amministrazione, come la giurisprudenza tedesca finora ha ritenuto<sup>44</sup>.

Nella giurisprudenza italiana è noto che *da un lato* un orientamento, approvato dalla dottrina, riconosce un ruolo ampio al diritto di informazione e controllo dell'accomandante<sup>45</sup>; *d'altro lato* alcune decisioni, partendo da un confronto tra artt. 2261 e 2320 c.c., ritengono che tale diritto debba essere limitato nelle sue modalità di esercizio, o dal punto di vista temporale<sup>46</sup>, oppure escludendo che l'accomandante possa richiedere agli amministratori notizie relative all'amministrazione o consultare la contabilità<sup>47</sup>.

---

<sup>42</sup> H. FLEISCHER, E. HEINRICH, *Informationsrechte in der BGB-Gesellschaft: Rechtsdogmatik – Rechtsvergleichung – Rechtspolitik*, in *DB*, 2020, 832 ss.; con particolare riferimento alle società di persone a struttura corporativa T. CÖSTER, *Minderheitenrechte in der Publikumpersonengesellschaften*, cit., 96 ss. e alla *Investment-KG* H. WIEDEMANN, *Alte und neue Kommanditgesellschaft*, cit., 1042. V. analogamente il *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act*, § 17-305, secondo cui il *limited partner's right to access information* può essere soggetto a *reasonable standards*, ossia ridotto o disciplinato, ma non può essere contrattualmente eliminato: v. *Parkcentral Glob. L.P. v. Brown Inv. Mgmt. L.P.*, 1A.3d291, 296 (*Del.* 2010). Ritengono che il diritto individuale del socio possa essere trasferito ad un organo interno avente specifica funzione di controllo P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., 421 ss.; A. BENUSSI, *Modello legale e statutario di organizzazione interna nelle società di persone*, Milano, 2006, 171 ss., secondo il quale permarrebbe, tuttavia, anche il potere individuale in capo al socio.

<sup>43</sup> In considerazione del *gesetzliche Leitbild des Kommandisten als Kapitalgeber: Begründung*, cit., 253.

<sup>44</sup> *BGH*, 14 giugno 2016, in *NZG*, 2016, 1102 ss.; favorevoli alla seconda alternativa già dopo la prima versione della legge (il c.d. progetto *Mauracher*) H. HECKSCHEN, E. NOLTING, *Reform des Personengesellschaftsrechts – Berichtigungsbedarf bei Teilfragen*, in *BB*, 2020, 2261; favorevole ad una completa omogeneità di posizione con il socio illimitatamente responsabile v. J. LIEDER, *Geschäftsführung und Vertretung im modernisierten Personengesellschaftsrecht*, cit., 208 ss.

<sup>45</sup> Trib. Salerno, 23 luglio 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Salerno, 18 settembre 2009, in *Corr. giur.*, 2010, 941 ss.; Trib. Milano, 18 ottobre 2016, in *Giur. it.*, 2017, 395 ss., che ha individuato quale giusta causa di recesso dell'accomandante l'inadempimento dell'accomandatario all'obbligo di dare accesso alla documentazione sociale. Cfr. P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 193 ss.; G. COTTINO, *Le società di persone*, cit., 235 ss.; C. LIMATOLA, *Considerazioni sul controllo del socio non amministratore nelle società di persone*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 316 ss.

<sup>46</sup> Trib. Padova, 9 agosto 2019 in *www.ilcaso.it*: il diritto di controllo può essere esercitato solo al termine dell'annualità in occasione della redazione del bilancio, e non nel periodo intermedio.

<sup>47</sup> Trib. Roma, 13 febbraio 2018, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 573: l'accomandante non gode dei più ampi poteri di controllo previsti per il socio non amministratore di s.n.c. dall'art. 2261 c.c., che possono configurarsi soltanto in capo agli accomandatari non amministratori.

Fermo restando che non pare discutibile che, come già si è osservato in tema di pareri e autorizzazioni al compimento di determinate operazioni, il diritto di informazione e controllo dell'accomandante possa essere *dal punto di vista contrattuale* ampliato<sup>48</sup>, le considerazioni sopra esposte, il dato comparatistico nonché il confronto con la disciplina della s.r.l. (art. 2476, comma 2°, c.c.), rendono senz'altro preferibile il primo orientamento<sup>49</sup>.

Se si condividono le osservazioni sviluppate in merito al ruolo dell'accomandante, occorre seriamente valutare se, nel momento in cui è legittima la costituzione della s.r.l. & Co. s.a.s. (ossia la s.a.s. in cui il ruolo di accomandatario è rivestito da una s.r.l., e in cui in astratto un soggetto potrebbe svolgere il ruolo, allo stesso tempo, sia di accomandante, che di socio unico e amministratore della s.r.l. accomandataria<sup>50</sup>) il disposto del rigoroso art. 2320 c.c. (altrove definito *control rule*), sebbene sia ancora dotato nel nostro ordinamento (e non solo) di un'efficacia caratterizzante il tipo<sup>51</sup>, possa essere oggetto di una rivisitazione interpretativa, in coerenza del resto con la sua origine storica<sup>52</sup>.

Come noto risulta molto discussa la *ratio* del divieto di immistione, ritenuto da una parte della dottrina collegato ad un'esigenza di ordine pubblico economico di relazione tra potere di amministrare e sopportazione del rischio d'impresa<sup>53</sup>, d'altra parte della dottrina ritenuta funzionale alla tutela dei creditori sociali e all'individuazione delle posizioni delle due categorie di soci<sup>54</sup>.

Poiché l'accomandante in quanto socio, come si è visto, partecipa e deve partecipare all'esercizio in comune dell'impresa sociale, e la s.a.s. può avere come socio illimi-

<sup>48</sup> V. ancora P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 198 ss.

<sup>49</sup> V. per una sintesi recente C. LIMATOLA, *Considerazioni sul controllo del socio non amministratore nelle società di persone*, cit., 327 ss.; M. CAVANNA, *I "diritti particolari" a contenuto gestorio dei soci non amministratori di società di persone: per una lettura transtipica di talune norme in materia di s.r.l.*, cit., 205 ss.; un cenno al confronto con la disciplina della GmbH anche nella relazione di accompagnamento della riforma tedesca: v. *Begründung*, cit., 253.

<sup>50</sup> L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 160, secondo il quale il divieto di immistione non è violato in ragione della differente soggettività del socio da un lato, e della società di capitali accomandataria dall'altro; v. in senso diverso G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 125 nt. 7, secondo il quale viola il divieto di immistione l'accomandante che assume l'incarico di amministratore della s.r.l. accomandataria.

<sup>51</sup> P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., 443; F. DENOZZA, *Società in accomandita, I) Società in accomandita semplice*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993, 2; in altri ordinamenti v. L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 62 e 128 ss.; H. FLEISCHER, *Zur unbeschränkter Haftung des herrschenden Kommanditisten*, in *NZG*, 2018, 1281 ss. Cfr. per un dubbio sul ruolo attuale del divieto di immistione e sull'efficacia caratterizzante il tipo L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 160.

<sup>52</sup> Linea metodologica del resto già proposta da P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 11 ss.; in senso contrario v. però l'autorevole opinione di G. COTTINO, *Le società di persone*, cit., 227 ss.

<sup>53</sup> Cfr. G. COTTINO, R. WEIGMANN, *Le società di persone*, cit., 207 ss.; F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*<sup>3</sup>, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni*, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2007, 463 ss.; Cass., 6 giugno 2000, n. 7554, cit. Secondo P. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Apunti di diritto commerciale. Impresa e società*<sup>7</sup>, cit., 176, si tratta di una norma che si basa sulla presunzione dell'esercizio, da parte dell'accomandante, di poteri simili a quelli riservati all'accomandatarario.

<sup>54</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 72 ss. e 322 ss. Nella s.a.s. del resto si ravvisa un'espressione, seppur embrionale, dell'organizzazione corporativa, in virtù della quale è possibile una limitazione della responsabilità per le obbligazioni sociali in quanto la gestione dell'impresa sia articolata in organi dotati di proprie funzioni definite per legge e di carattere inderogabile: v. sul punto V. CALANDRA BUONAURO, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, cit., 173 ss.; L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 159.

tatamente responsabile una s.r.l.<sup>55</sup>, può ritenersi giustificato un minor rigore nel valutare le attività di gestione consentite all'accomandante. E ciò non solo, come si diceva al paragrafo precedente, ampliando – rispetto a quanto finora ritenuto dalla giurisprudenza italiana – l'autonomia statutaria in materia di autorizzazioni e pareri a favore degli accomandanti (art. 2320, comma 2°, c.c.), ma anche interpretando estensivamente il sintagma «singoli affari» per cui essi possono ricevere procura (art. 2320, comma 1°, c.c.), in considerazione del fatto che si tratta di affari da valutare nell'ambito della più generale attività d'impresa, la cui direzione compete anche agli accomandanti<sup>56</sup>.

Del resto la riduzione della portata originaria della *control rule* viene riconosciuto essere, a livello comparato, un *international trend*<sup>57</sup>, ed in questo senso si muovono le più recenti riforme (con l'eccezione di quella belga del 2019)<sup>58</sup>, in particolare attraverso la previsione di una lista di attività di gestione espressamente consentite all'accomandante<sup>59</sup>. Risulta quindi opportuno sposare una linea interpretativa che non impedisca – come già avvenuto in passato – lo sviluppo di forme nuove o ibride per l'attività d'impresa diffuse a livello comparato<sup>60</sup>, se non, più in generale, si ritenga di valutare (ma allora *de iure condendo*) di rendere il socio accomandante che si ingerisce nella gestione responsabile esclusivamente per danni, e non per debiti (salva la prestazione di garanzie), al ricorrere dei presupposti della disciplina della responsabilità contrattuale o da illecito<sup>61</sup>.

<sup>55</sup> Con riferimento alla s.r.l. & Co. s.a.s. si è proposto, per quanto si ricordava nel testo, non di ritenere in sé illegittima la partecipazione dell'accomandante alla s.r.l. accomandataria, ma di agire sulla disciplina dell'organizzazione del patrimonio della s.a.s. partecipata, del corretto finanziamento dell'impresa, dell'obbligo della pubblicità del bilancio di esercizio: v. su tali aspetti A. CETRA, *La partecipazione di società di capitali in società di persone nel passaggio generazionale dell'impresa*, cit., 197 ss., ove anche riferimenti alla dottrina e giurisprudenza tedesche in argomento.

<sup>56</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 133 ss.; L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 160 e nt. 26; v. ancora G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, cit., 187 ss.; v. anche A. CETRA, *Parere inedito del 14 luglio 2010*, 6, che si è potuto consultare per cortesia dell'Autore.

Nella prassi si registra la tendenza ad attribuire al socio accomandante una posizione più ampia, consentendogli di presenziare in società e di trattare con i terzi, alla duplice condizione per cui l'ambito di operatività sia circoscritto e sussista un rapporto gerarchico tra lo stesso socio e gli accomandanti (L. PISANI, *Le società di persone*, cit., 161). È pacifico che non integri una violazione del divieto di immistione il compimento da parte dell'accomandante di atti riguardanti il momento esecutivo dei rapporti obbligatori della società, come confermato dalla giurisprudenza: Trib. Catania, 16 marzo 2017, in *Giur. comm.*, 2019, II, 420 ss.; Cass., 31 maggio 2016, n. 11250, cit.

<sup>57</sup> H. FLEISCHER, S. COOLS, *Internationale Trajektorien und Trends im Recht der Personengesellschaften*, cit., 497.

<sup>58</sup> L'art. 4:25 del *Code* prevede, sulla scia della disciplina francese, che il socio accomandante non può, neppure in virtù di una procura, compiere atti di gestione, a pena di responsabilità illimitata verso i terzi.

<sup>59</sup> Così è avvenuto negli *Stati Uniti* (v. ad esempio il *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act*, § 17-303), ove a livello federale (v. il *Comment* al § 303 *RULPA*) è stata anche rimossa la sanzione della responsabilità illimitata per l'accomandante (L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 143 e 152); oppure dal 2017 in *Inghilterra* per la *Private Fund Limited Partnership* (E. BERRY, *Limited partnership law and private equity: an instance of legislative capture?*, cit., 120 ss., ove critica da un lato all'ampiezza della lista consentita a favore di questa particolare variante di s.a.s., d'altro lato alla mancata estensione di tale lista, in una versione più ridotta, a tutte, e quindi anche alle ordinarie *limited partnerships*, come da tempo richiesto dalle Corti inglesi); o, ancora, è proposto nell'Avantprogetto *olandese* di riforma delle società di persone del 2019.

<sup>60</sup> V. Cass., Sez. Un., 17 ottobre 1988, n. 5636, cit., e le valutazioni critiche di G.E. COLOMBO, *La partecipazione di società di capitali ad una società di persone*, cit., 1513 ss., nonché la già ricordata osservazione di P. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*<sup>7</sup>, cit., 174.

<sup>61</sup> Sul ruolo fondamentale determinato dall'assenza, in Germania, del divieto di immistione così come

4. *Società in accomandita semplice tra professionisti.* – Già si ricordava in principio il ruolo rilevante riconosciuto alla s.a.s. quale società tra professionisti, e ciò risulta confermato a livello comparatistico sia dagli sviluppi, negli Stati Uniti e Gran Bretagna, in merito alla diffusione delle *LLPs* o *LLLPs*<sup>62</sup>; sia dalla recente riforma del diritto delle società di persone tedesco, che consentirà anche ai liberi professionisti (§ 107 I ult. parte *HGB* della nuova formulazione) – e nonostante già esistesse una forma societaria *ad hoc*, la *PartG*, eventualmente a responsabilità limitata per le obbligazioni derivanti dall'attività professionale<sup>63</sup> – di avvalersi delle forme delle società commerciali di persone. Tra queste viene in particolare menzionata, in vista del possibile interesse della prassi statutaria, proprio la *Kommanditgesellschaft*<sup>64</sup>.

La disciplina delle società professionali stabilita dalla l. n. 183/2011 (nonché dal successivo D.M. Giustizia n. 34/2013) comporta, però, come noto, numerose problematiche, amplificate – in particolare in presenza di soci non abilitati – per le società di persone, imponendo al contratto sociale di deviare rispetto al regime legale, al fine di introdurre clausole che consentano ai professionisti di mantenere il ruolo di primazia sull'attività<sup>65</sup>.

Come noto, dal combinato disposto delle discipline del tipo concretamente scelto e della s.t.p.<sup>66</sup>, deriva la sussistenza di un duplice rapporto: un primo rapporto, interno, è inerente alla partecipazione sociale; un secondo rapporto, di natura esterna, intercorre tra il socio professionista, tenuto a realizzare l'incarico intellettuale richiesto dal cliente, e quest'ultimo. Nelle s.t.p., oltre alla disciplina del rapporto sociale, assume dunque un rilievo primario l'ulteriore e diverso regime dei rapporti professionali instaurati con i clienti, tanto che l'atto costitutivo deve prevedere che l'incarico conferito alla s.t.p. venga materialmente eseguito da un socio professionista in virtù del principio della

---

previsto negli altri ordinamenti, orientamento seguito a partire dalla sentenza del *BGH*, 17 marzo 1966 (sentenza *Rektor*), in *NJW*, 1966, 1309 ss., cfr. R. KAMMERGRUBER, *Divergenzen der Innen- und Außenhaftung des Kommanditisten*, Frankfurt am Main, 2003; E. RÖDER, *Die Kommanditgesellschaft im Rechtsvergleich*, cit., 138 ss.; H. FLEISCHER, *Zur unbeschränkter Haftung des herrschenden Kommanditisten*, cit., 1281 ss. Favorevole, invece, ad un'interpretazione restrittiva del § 176 *HGB* e quindi della limitazione della responsabilità dell'accollandante C. LEHNEN, *Vom Grundsatz der komplementärtäglichen Kommanditistenhaftung*, Tübingen, 2013. V. per ulteriori riferimenti alla disciplina tedesca e alle forme di responsabilità (dell'amministratore persona giuridica) A. CETRA, *La persona giuridica amministratore*, cit., 131 ss.

<sup>62</sup> M.M. SIEMS, *Regulatory Competition in Partnership Law*, cit., 768 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, cit., 127 ss.

<sup>63</sup> Cfr. per tutti M. HENNSLER, *Partnerschaftsgesellschaftsgesetz Kommentar*<sup>3</sup>, München, 2018; F. KÜHN, *PartGmbH und UK-LLP als hybride Gesellschaftsformen*, Tübingen, 2017; C. RINALDO, *Die Haftung Dritter in Deutschland und Italien*, Berlin/Boston, 2017, 203 ss. (*PartG*) e 215 ss. (*PartGmbH*).

<sup>64</sup> V. J. WERTENBRUCH, *Die Öffnung der KG und GmbH & Co. KG für die Freien Berufe in der Reform des Personengesellschaftsrechts*, in *NZG*, 2019, 1081 ss.; D. UWER, *Die Öffnung der Personenhandelsgesellschaft für Freiberufler in berufsrechtlicher Perspektive*, in *Modernisierung des Personengesellschaftsrechts*, Berlin-Boston, 2021, 87 ss.; a livello monografico v. già J. GLINDEMANN, *Personengesellschaften zur Ausübung freier Berufe*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2019.

<sup>65</sup> M. CIAN, *Proprietà e gestione nella società tra professionisti*, in AA. VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, I, Torino, 2014, 255 ss.; Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 224-2014/I, 18 ss.

<sup>66</sup> L'art. 10, comma 3°, D.M. n. 34/2013 ha, infatti, introdotto la possibilità di esercitare le attività professionali attraverso società di ogni tipo, per cui la s.t.p. sarà assoggettata integralmente alla disciplina legale del modello societario prescelto, salve le deroghe e le integrazioni previste dalla propria normativa: v. Orientamento del Comitato Triveneto dei Notai Q.A.2, *Natura giuridica delle s.t.p.*



personalità dell'esecuzione dell'incarico (art. 2232 c.c.)<sup>67</sup>. Ne deriva una netta separazione tra conferimento dell'incarico, attribuito secondo la tesi prevalente alla società, ed esecuzione dello stesso, lasciato alla determinazione del singolo professionista<sup>68</sup>.

Dal momento che la prestazione professionale rientra tra le obbligazioni a carico della società, ne deriva che, qualora si opti per un tipo in cui i soci rispondono illimitatamente delle obbligazioni sociali, ogni socio risponderà col proprio patrimonio delle conseguenze dell'operato di ciascun professionista. Per questa ragione, i soci possono essere indotti comunque a sfruttare i vantaggi della società di persone (*in primis* quelli derivanti dalla maggiore riservatezza), ma scegliendo un modello con un regime di responsabilità limitata o misto, come quello della s.a.s., attribuendo, ad esempio ad un professionista più giovane subentrante, oppure ad un socio non abilitato, il ruolo di accomandante<sup>69</sup>. In questo modo si può lasciare, invece, ai soci più anziani ed esperti il ruolo di soci accomandatari, pertanto responsabili illimitatamente delle obbligazioni sociali e ai quali è riservata in via esclusiva l'amministrazione della società.

La partecipazione attiva del socio accomandante, la quale non è preclusa, per le ragioni sopra esposte, dal divieto di immistione, assume un significato ancor più pregnante proprio nella s.t.p., in cui (anche) lo stesso socio accomandante in possesso dei requisiti necessari per l'esercizio dell'attività professionale può essere tenuto all'esecuzione di un determinato incarico conferito alla società da parte di un cliente, pur sempre sotto la direzione del socio o dei soci accomandatari.

La prestazione d'opera di carattere esclusivamente materiale non pone alcun problema di violazione del divieto di immistione, svolgendo l'accomandante in tal caso un tipo di mansione che, per la sua stessa natura, non ha alcuna incidenza sull'amministrazione della società. Esclusa, in quest'ipotesi, l'applicazione dell'art. 2320 c.c., l'accomandante professionista, che intrattiene con la s.a.s. un rapporto sotto forma di conferimento d'opera o di contratto d'opera professionale o di altra natura, viene incaricato dalla società di eseguire una prestazione a favore di un cliente e non necessita, a tal fine, neppure di una procura speciale, restando sufficiente che egli presti la sua opera sotto la direzione dei soci accomandatari. A tal fine, *da un lato* l'esecuzione dell'opera deve esplicarsi all'interno di una funzione generale di indirizzo sovraordinato e riserva-

---

<sup>67</sup> V. in particolare con riferimento alle società tra avvocati e alla personalità dell'esecuzione dell'incarico: P. MONTALENTI, *L'amministrazione della società tra avvocati*, in AA.VV., *La società tra avvocati*, Milano, 2003, 165 ss.; ID., *La società tra avvocati*, in AA.VV., *Studi in onore di Piero Schlesinger*, Milano, 2004, 2897 ss. Con riferimento alla s.t.p. in generale: M. CIAN, *La nuova società tra professionisti. Primi interrogativi e prime riflessioni (art. 10, l. 183/11)*, in *NLCC*, 2012, 3 ss.; P. MONTALENTI, *Società tra professionisti, società tra avvocati, associazioni professionali: la montagna e il topolino*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 268 ss.; C. RINALDO, *Profili di responsabilità nelle società tra professionisti. Riflessioni sulla responsabilità personale e societaria dei soci*, in *NLCC*, 2014, 839 ss.

<sup>68</sup> La dottrina maggioritaria, secondo cui il rapporto d'opera s'instaura tra la società e il cliente (e non tra questi e il singolo socio professionista), si basa principalmente su due ordini di ragioni: *i*) sebbene l'individuazione del socio incaricato di eseguire la prestazione professionale sia compiuta dal cliente, qualora questa manchi, il nominato è scelto dalla società e a questi previamente comunicato (art. 10, comma 4°, lett. c), L. n. 183/2011); *ii*) in caso di recesso o di cessione della propria partecipazione da parte del professionista incaricato, è la società a dover garantire la continuità nell'espletamento dell'incarico, individuando un nuovo socio professionista.

<sup>69</sup> Sono 401 le s.t.p. in forma di s.a.s. iscritte ad ottobre 2021 nella sezione speciale del registro delle imprese (dati raccolti da Infocamere).

to agli accomandatari<sup>70</sup>; *dall'altro* la prestazione in concreto deve restare affidata all'accomandante professionista, incaricato di eseguirla secondo l'indipendenza e l'autonomia di giudizio propri della sua professione<sup>71</sup>. È secondo questa logica che dev'essere letto il potere direzionale degli accomandatari: la gestione del rapporto, a monte, è in capo a quest'ultimi, mentre le scelte professionali, a valle, restano esclusive dell'accomandante, il cui ruolo non è comunque relegato a quello di mero esecutore di decisioni altrui, ma assume una posizione caratterizzata da una rilevante discrezionalità tecnico-operativa consustanziale alla professione.

Diverso è il caso in cui l'esecuzione della prestazione professionale affidata al socio accomandante richieda, nell'interesse del cliente, di entrare in rapporto con ulteriori terzi e di trattare affari in nome e per conto della società, tipicamente nel caso dell'accomandante avvocato o dottore commercialista. In questo caso, l'attribuzione all'accomandante del potere di assolvere l'incarico professionale affidatogli è espressione dell'attribuzione al socio stesso della facoltà di curare un segmento dell'attività di amministrazione esterna, facoltà che deve rientrare nella procura speciale conferita dall'accomandatario *ex art. 2320 c.c.*<sup>72</sup>. L'accomandante professionista, a mezzo di procura speciale, esegue dunque un rapporto in nome e per conto della società; al contrario, se l'accomandante agisse in difetto di procura speciale, violerebbe il divieto di immistione, e, oltretutto, non imputerebbe nemmeno gli affari compiuti alla società per la quale ha assunto l'impegno.

La specialità della procura non può ritenersi esclusa quando essa sia conferita per una pluralità di atti come quelli collegati all'esecuzione di un incarico professionale, purché questi siano empiricamente determinati e non si traducano nella totalità dell'attività sociale di natura esterna<sup>73</sup>. Alla luce dell'interpretazione estensiva del concetto di procura speciale per singoli affari, non è necessario, pertanto, che l'accomandante sia investito di un autonomo negozio di procura per ogni singolo atto. Di conseguenza, l'accomandante abilitato della s.t.p., individuato quale professionista tenuto ad eseguire l'incarico conferito alla società nei confronti di un cliente, deve essere munito della procura speciale a monte, per eseguire quell'incarico professionale, non essendo necessaria la stessa, a valle, per ogni singolo atto che il socio è tenuto a compiere per gestire l'incarico a lui affidato<sup>74</sup>.

In questo contesto si determina un'inevitabile sovrapposizione tra le due discipline previste per la s.t.p. e per la s.a.s.: *da un lato*, il conferimento dell'incarico al socio professionista e il suo nominativo – indicato dal cliente o in mancanza dalla società – devono risultare da atto scritto (D.M. n. 34/2013, art. 4); *d'altro lato*, quando il socio pro-

<sup>70</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 159 ss., il quale ravvisa nella subordinazione degli accomandanti agli accomandatari l'acquisto dei poteri da parte dei primi a titolo derivativo.

<sup>71</sup> M. CIAN, *Società tra professionisti (professioni protette)*, in *Digesto discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Torino, 2015, 520 ss.; ID., *La nuova società tra professionisti*, cit., 16 ss.

<sup>72</sup> Così P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 133 ss.; v. anche A. CETRA, *Parere inedito del 14 luglio 2010*, cit., 6.

<sup>73</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 128, il quale specifica che "singolarità" dell'affare non corrisponde ad "unicità" dell'affare, bensì alla specificazione concreta delle operazioni alla cui realizzazione l'accomandante è legittimato. In giurisprudenza v. Cass., 19 dicembre 2008, n. 29794, secondo cui gli atti che l'accomandante può compiere in forza della procura non possono però essere illimitati e privi di collegamento al singolo determinato affare. In senso restrittivo v. anche M. RUBINO DE RITIS, *Atti di sostegno finanziario dell'accomandante per l'attività di impresa di società in accomandita semplice*, cit., 65.

<sup>74</sup> Infatti, per il compimento dell'affare non è richiesta la presenza degli accomandatari, la quale si esaurisce nella mera decisione da assumere a monte sull'affare stesso.

fessionista designato rivesta la qualifica di accomandante, è necessaria la procura speciale rilasciata dall'accomandatario perché l'accomandante possa portare a compimento la prestazione professionale. Quanto alla forma della procura speciale, la dottrina e la giurisprudenza sostengono che essa possa estrinsecarsi anche per fatti concludenti, salvo che una particolare forma sia richiesta dal tipo di atto da compiere; pertanto non è necessaria la forma notarile per la procura rilasciata all'accomandante, e ciò deve valere anche per l'abilitato di s.t.p.<sup>75</sup>.

La possibilità di limitare la responsabilità per le obbligazioni sociali non influisce sul regime di responsabilità professionale del socio accomandante nei confronti del cliente al quale egli ha reso il proprio incarico. Infatti alla responsabilità contrattuale della società nei confronti del cliente si aggiunge quella del socio accomandante, esecutore personale e diretto della prestazione, nei confronti del cliente stesso nei termini – secondo un'interpretazione – di contatto sociale, idoneo ad ingenerare nella controparte un affidamento e a dar vita ad un autonomo obbligo di protezione da parte del professionista verso quest'ultima<sup>76</sup>. Resta fermo che il socio professionista, anche accomandante, è obbligato nei confronti della società all'esecuzione della prestazione, come si accennava sia che il vincolo discenda da un contratto sia che il professionista debba eseguire la prestazione sotto forma di conferimento d'opera<sup>77</sup>.

In considerazione delle riflessioni qui maturate, emerge come la concreta ed oggettiva individuazione dei limiti della procura speciale legittimi l'accomandante ad operare in un ambito di attività esterna esteso nella realtà delle s.t.p., incrementando la sua istanza partecipativa all'attività sociale e rafforzando l'iniziativa e l'autonomia del professionista. Il ricorso della s.t.p. all'opera esterna dell'accomandante può dunque tradursi, senza ragione di ritenere questa una violazione del divieto di immistione, in una partecipazione costante e sistematica nella vita della società, sempre che l'accomandante riceva, per ogni affare, i propri poteri dall'accomandatario.

---

<sup>75</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 148 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Torino, 14 marzo 1994, in *Giur. It.*, 1995, I, 40 ss., con nota di ID., *Il divieto di immistione del socio accomandante: una sentenza innovativa*, il quale evidenzia il carattere innovativo della pronuncia, che supera l'errore di identificare la procura speciale come un negozio necessariamente consacrato dalla forma notarile, e che la trattazione dello specifico affare nel caso concreto è correttamente avvenuta sul “*fondamento di procura speciale verbale dell'accomandatario*”.

<sup>76</sup> M. CIAN, *La nuova società tra professionisti*, cit., 18 ss.; in senso critico C. RINALDO, *Profili di responsabilità nelle società tra professionisti*, cit., 836 ss., ove analisi della natura della responsabilità (contrattuale o aquiliana); S. LUONI, *Le società tra professionisti: questioni applicative*, in *Giur. it.*, 2020, 1267 ss.

<sup>77</sup> Sulla possibilità per il socio accomandante di conferire la propria opera, nella misura in cui l'acquisizione della sua attività al patrimonio sociale sia conveniente per la società, v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 125 nt. 8; PISANI, *Società in accomandita semplice*, cit., 156 ss.

# LE AZIONI DI RESPONSABILITÀ NELLE SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE

di *Nicola de Luca*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La responsabilità degli amministratori nelle società personali. Inquadramento generale. – 3. L'azione di responsabilità nelle società in accomandita semplice nella giurisprudenza. La tesi contraria. – 3.1. Trib. Roma, 5 aprile 2017. – 3.2. Trib. Milano, 13 novembre 2017. – 3.3. Trib. Santa Maria C.V., 29 aprile 2020. – 4. (*Segue*): ... e la tesi permissiva. – 4.1. Trib. Milano, 11 settembre 2003. – 4.2. Trib. Napoli, 3 marzo 2008. – 4.3. Arb. (Sanfilippo, arbitro unico), 10 aprile 2010. – 5. La legittimazione individuale del socio all'azione di responsabilità: impostazione della soluzione affermativa. – 5.1. Una digressione: l'azione di responsabilità esercitata in nome della società nelle s.r.l. – 5.2. La correlazione tra revoca per giusta causa e azione per danni. – 5.3. L'azione di responsabilità esercitata dal socio e la regola di tipicità delle legittimazioni straordinarie. – 5.4. L'esercizio dell'azione di responsabilità come potere di controllo del socio. – 6. L'azione di responsabilità esercitata dal singolo socio nelle società in accomandita semplice.

1. *Premessa.* – Paolo Montalenti ha fornito un fondamentale contributo allo studio delle società di persone, e della società in accomandita in particolare, soffermandosi estensivamente sulla figura di socio che connota questo tipo societario rispetto alla collettiva, e cioè il socio accomandante. In un passaggio di sintesi, Montalenti afferma con molta chiarezza che «l'accomandante non è dunque confinato in una posizione di estraneità rispetto alla gestione e i poteri che il sistema gli riconosce non possono essere apprezzati come meri poteri di tutela di diritti patrimoniali. Il legislatore non ha cioè considerato l'accomandante come mero investitore-risparmiatore, ma ha apprezzato con precisione l'interesse alla partecipazione alla conduzione degli affari, di cui egli è portatore, pur vincolando i poteri diretti alla realizzazione di quell'interesse entro parametri idonei ad impedire un sovvertimento della distribuzione funzionale dei ruoli»<sup>1</sup>.

Dopo avere così delineato la figura del socio accomandante all'interno dell'organizzazione societaria, in uno dei successivi capitoli della monografia, l'Autore dedica una sezione per affrontare alcune questioni – dichiaratamente a campione – che di questa impostazione sono ricadute, relative al concorso degli accomandanti *a)* alla nomina e alla revoca degli amministratori; *b)* alla soluzione del conflitto gestorio, qualora sia adottato il modello dell'amministrazione disgiuntiva, e *c)* all'approvazione del bilancio (scontata essendo l'impugnazione). Tutte e tre le questioni ricevono soluzione affermativa, dimostrandosi che il concorso del socio accomandante a tali decisioni costituisce

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, Milano, 1985, 222.

non atto di gestione, bensì di esercizio di poteri, sicuramente propri della figura del socio accomandante, di controllo sulla gestione<sup>2</sup>.

Rimane fuori dalla verifica a campione compiuta da Montalenti una questione, anche in passato rilevante ma meno di altre, che invece la più recente riflessione in materia di società in accomandita semplice ha posto sotto le luci della ribalta: e cioè se l'accomandante annoveri o meno, tra i propri poteri di controllo sulla gestione, anche quello di fare valere in nome proprio la responsabilità degli amministratori, per definizione accomandatari. Questo tema si è profilato soprattutto a seguito della riforma del diritto societario nel 2003, quando il potere di esercitare in nome proprio l'azione sociale di responsabilità è stato esplicitamente riconosciuto ai soci di s.r.l. che non partecipano alla gestione della società (art. 2476, comma 3, c.c.). In materia di società in accomandita, mentre la dottrina assume un atteggiamento fondamentalmente aperto ad una soluzione analogica transtipica, la giurisprudenza si è mostrata rigida nell'interpretazione formalistica dell'art. 2260, comma 2, c.c., esigendo che l'azione di responsabilità sia esercitata dalla società in nome dei suoi rappresentanti. Il che, però, proprio nelle società in accomandita e specie in quelle, assolutamente prevalenti, con un solo accomandataro, rende la norma sostanzialmente inapplicabile e finisce per porre addirittura dubbi di costituzionalità.

A questo tema sono destinate le riflessioni di questo scritto, con il quale si vuole onorare lo studioso che maggiormente ha contribuito a delineare la figura dell'accomandante come titolare di una funzione di controllo sulla gestione.

*2. La responsabilità degli amministratori nelle società personali. Inquadramento generale.* – Alle società in accomandita semplice è tra l'altro applicabile l'art. 2260, comma 2, c.c. Questa norma, dettata in materia di società semplice, afferma che gli amministratori sono solidalmente responsabili verso la società – salvo che, per alcuni, sia dimostrata l'assenza di colpa<sup>3</sup> – per l'adempimento degli obblighi ad essi imposti dalla legge e dal contratto sociale. La medesima norma fonda, perciò, l'azione di responsabilità nelle società di persone senza tuttavia offrire alcuna indicazione sulle modalità di decisione o di esercizio<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 305 ss., 311 ss., 313 ss.

<sup>3</sup> Con riferimento all'onere della prova liberatoria che grava sull'amministratore convenuto in giudizio, si distingue a seconda del regime di amministrazione. In regime di amministrazione disgiuntiva, l'amministratore può esimersi da responsabilità provando che, pur con la normale diligenza, egli non ha avuto conoscenza dell'atto o del fatto dell'altro amministratore o che, pur avendo fatto opposizione, la maggioranza dei soci ha deciso per il compimento dell'atto o, ancora, che vi era una ripartizione di compiti amministrativi. In regime di amministrazione congiuntiva, l'amministratore può esimersi da responsabilità soltanto in ipotesi di atto urgente, provando che è stato compiuto da un amministratore all'insaputa degli altri.

<sup>4</sup> Di rilievo è Cass., 13 gennaio 1987, n. 134, in *Giur. comm.*, 1987, II, 556 (nonché in *Società*, 1987, 481; in *Giust. civ.*, 1987, I, 843; in *Dir. fallim.*, 1987, II, 338; *Nuova giur. civ.*, 1987, I, 623; in *Vita not.*, 1987, 287), la quale ha riconosciuto legittimazione a ciascuno dei due soci di una società personale per agire, quale amministratore e l.r. nei confronti dell'altro, a tutela dell'interesse sociale. Questa la massima ufficiale: «in una società di persone composta da due soli soci, ciascuno, in quanto amministratore di diritto della società, può agire nei confronti dell'altro a tutela dell'interesse sociale, presumendosi che ciascun socio che agisce per la società abbia la rappresentanza sociale anche in giudizio». La questione delle modalità di esercizio dell'azione di responsabilità si combina molto spesso con quella della revoca (dell'amministratore) e dell'esclusione (del socio) e, nelle società di due soli soci, si intreccia alle volte anche con

Ed infatti, benché sia pacifico che l'azione di responsabilità di cui all'art. 2260 c.c. è diretta alla reintegrazione del patrimonio sociale, è invece altamente dibattuto come la stessa – a differenza di quanto è previsto in materia di società di capitali (artt. 2393-2476 c.c.) – debba essere decisa e, conseguentemente, esercitata: se, in particolare, la sua decisione competa ai soci o agli amministratori e se il suo esercizio debba farsi in nome della società anche quando di essa sia destinatario colui al quale attualmente spetta la rappresentanza della società<sup>5</sup>. Tali dubbi, come vedremo (n. 3), sono amplificati in materia di società in accomandita semplice dato che in queste, per vincolo tipologico, la responsabilità è (nella assoluta normalità dei casi) assunta dagli accomandatari, cui spettano tutte le decisioni gestorie, incluse quelle relative ad azioni giudiziarie, e gli atti di rappresentanza, incluso l'esercizio delle azioni giudiziarie.

Se l'esercizio di un'azione di responsabilità costituisse una comune decisione gestoria, la stessa spetterebbe senz'altro agli amministratori: congiuntamente, se tale è il modello che è stato prescelto, o – in difetto – disgiuntamente e cioè individualmente. È tuttavia evidente come non si tratti di una comune decisione gestoria, perché – concentrando non rapporti con i terzi, bensì la responsabilità dei medesimi amministratori, soprattutto se in carica<sup>6</sup> – il destinatario dell'azione di responsabilità, in conclamato conflitto di interesse, potrebbe ostacolarne l'esercizio<sup>7</sup>. Nel regime di amministrazione congiuntiva, il necessario concorso di ciascun amministratore alle decisioni gestorie fungerebbe da potere di veto. Nel regime di amministrazione disgiuntiva, l'esercizio del diritto di opposizione da parte dell'amministratore destinatario dell'azione imporrebbe di affidare la decisione ai soci, anche non amministratori, a maggioranza computata per quote di interesse: al momento della soluzione del conflitto gestorio, mediante votazione di tutti i soci per quote di interesse, l'iniziativa potrebbe essere definitiva-

---

quella dell'efficacia del recesso in pendenza di un procedimento per l'esclusione giudiziaria. Su questi profili si sono pertanto concentrati i commenti alla richiamata pronuncia: di S. AMBROSINI, *Concorso di recesso ed esclusione del socio di s.n.c.*, in *Società*, 1987, 481; di V. COLUSSI, *S.n.c. – Recesso ed esclusione – Divieto di concorrenza per il socio*, in *Nuova giur. civ.*, 1987, I, 630.

<sup>5</sup> Sullo specifico tema delle azioni di responsabilità nelle società di persone, v. soprattutto F. VESSIA, *La responsabilità per la gestione nelle società di persone*, Napoli, 2017, spec. 249 ss. (ove la trattazione *ex professo* del tema della legittimazione all'esercizio dell'azione); nonché G. DI CHIO, *L'azione sociale di responsabilità nelle società personali: legittimazione del singolo socio ad esperirla*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 89; M. BUSSOLETTI, voce *Società semplice*, in *Enc. dir.*, vol. XLII, Milano, 1990, 908, *ivi* a 923; F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*<sup>13</sup>, Milano, 2006, 279; F. DI SABATO, *La società semplice*, in *Trattato Rescigno*, 16, II, Torino, 1985, 86 (ID., *Società in generale. Società di persone*, Napoli, 2004, 170); G. FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, in *Trattato Vassalli*, X.3, Torino, 1987, n. 62, 244 (ID., *sub art. 2260, Società*<sup>3</sup>, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1981, 177 ss.); F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*<sup>3</sup>, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2007, 270 ss.; A. ZANARDO, *Azione di responsabilità*, in *Trattato delle società di persone*, I, a cura di F. PREITE-C.A. BUSI, Torino, 2015, 1663 s.; A. STAGNO D'ALCONTRES-N. DE LUCA, *Le società*, I, *Le società in generale. Le società di persone*, Torino, 2015, 190 s.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2., *Diritto delle società*<sup>10</sup>, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2020, 95, testo e nt. 84.

<sup>6</sup> Secondo il Trib. Biella, 30 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, 1899, in una società di persone l'azione sociale di responsabilità nei confronti dell'amministratore cessato è esercitata, dopo lo scioglimento della società per il venir meno della pluralità dei soci *ex art. 2272 n. 4 c.c.*, dall'unico socio rimasto.

<sup>7</sup> Si anticipa (ma il punto sarà compiutamente sviluppato al n. 5.3) che secondo F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 260 s. sarebbe addirittura una contraddizione in termini qualificare la decisione sull'esercizio della azione di responsabilità quale atto di gestione; l'Autrice ritiene, infatti, che si tratti di decisione attinente al controllo sulla gestione che come tale spetta, per definizione, ai soci non amministratori, nonché agli altri amministratori purché esenti da colpa.

mente stroncata da un voto maggioritario determinato dall'amministratore reputato responsabile, pur se contrario all'interesse sociale.

Non a caso, nelle società per azioni, l'azione di responsabilità contro gli amministratori è promossa in seguito a deliberazione dell'assemblea e ad essa non possono concorrere gli amministratori (art. 2373, comma 2, c.c.), nel senso che questi (quali azionisti) né votano né partecipano alla determinazione dei *quorum*. Questa norma è di per sé assai rilevante, anche a prescindere dal fatto – pure di rilievo, ma sotto questo profilo secondario – che nelle società per azioni l'esercizio dell'azione di responsabilità compete (oggi) anche all'organo sindacale (art. 2393, comma 3, c.c.) e alle minoranze (art. 2393-bis c.c.), e che in materia di s.r.l. compete a ciascun socio (art. 2476, comma 3, c.c.). Deve infatti ritenersi che l'attribuzione *ex lege* di una competenza all'assemblea, pur in relazione ad una decisione che indubbiamente dovrebbe spettare agli amministratori, come l'esercizio di qualunque azione giudiziaria, sia esattamente sintomatica della consapevolezza che tale scelta non può ad essi competere, per l'immanente conflitto di interessi che si deve normalmente presumere esistente a ragione della permanenza in carica di coloro ai quali l'azione è diretta: se così non fosse, non si spiegherebbe la regola che fa discendere la revoca degli amministratori medesimi come conseguenza automatica della decisione sull'esercizio dell'azione con una maggioranza anche inferiore a quella assoluta, ma non insignificante, di almeno un quinto del capitale (art. 2393, comma 5, c.c.)<sup>8</sup>.

Le difficoltà di decisione e, poi, di esercizio dell'azione, che il rapido confronto con la disciplina della società per azioni pone in immediata evidenza, hanno indotto alcune pronunce ed alcuni autori a riconoscere ai singoli soci di società personali il potere di agire in nome proprio quali sostituti processuali della società o con lo strumento, parimenti riconducibile alla legittimazione processuale straordinaria, dell'azione surrogatoria<sup>9</sup>. Tale soluzione viene confortata, in tempi più recenti, con argomenti tratti dalla

---

<sup>8</sup>La considerazione espressa nel testo – già anticipata in altra sede: A. STAGNO D'ALCONTRES-N. DE LUCA, *Le società*, II, *Le società di capitali*, Torino, 2017, 655 s. – non è inficiata dalla circostanza che, qualora il conflitto di interessi non sussista in concreto, in quanto l'azione è rivolta nei confronti di amministratori cessati, la competenza non torni in capo agli amministratori medesimi. Il legislatore, infatti, nel mantenere anche in questo caso la competenza in capo all'assemblea vuole evitare che sia fin troppo facile per la maggioranza assembleare frustrare l'esercizio dell'azione verso gli amministratori a sé graditi: basterebbe, infatti, sostituirli istruendo i nuovi di non promuovere l'azione contro quelli cessati. Il che non significa affatto che si tratti di una regola che garantisce il risultato, cioè che l'assemblea sia sempre in grado, in concreto, di deliberare l'esercizio dell'azione nonostante il voto contrario della medesima maggioranza che ha espresso gli amministratori responsabili del danno alla società: un tale risultato sarebbe raggiungibile solo se si affermasse – ciò che la legge non ha inteso fare – che la maggioranza assembleare versa nel medesimo conflitto di interessi che impedisce agli amministratori, ove mai al contempo azionisti, di concorrere alla deliberazione (art. 2373, comma 2, c.c.). Come noto, il legislatore ha, al riguardo, optato per un diverso strumento di tutela dell'interesse sociale, e cioè ha assegnato il potere di iniziativa ai sindaci (art. 2393, comma 3, c.c.) e alla minoranza medesima (art. 2393-bis c.c.).

<sup>9</sup>Nel senso che l'azione possa essere promossa da ciascun socio in nome proprio e nell'interesse della società (sostituzione processuale), v. Trib. Milano, 2 febbraio 2006, in *Società*, 2006, 1002, con nota di V. SALAFIA, *L'azione di responsabilità contro l'amministratore di società di persone*; Trib. Napoli, 17 aprile 1998, in *Società*, 1998, 1324; Trib. Alba, 10 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 828; Trib. Milano, 8 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 51; Trib. Vicenza, 25 febbraio 1976, in *Giur. it.*, 1977, I, 2, 794. Nello stesso senso, v. F. GALGANO, *Le società in genere*, cit., 271; M. GHIDINI, *Le società personali*, Padova, 1972, 430 (deducendola dal diritto di ciascun socio di chiedere la revoca giudiziale). Nel senso che l'azione esercitata dal socio avrebbe natura surrogatoria, v. invece Arb. (Sanfilippo, Arbitro unico) 10 marzo 2010, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 92, con nota di G. RUGOLO, *Azione sociale di responsabilità e società in accomandita semplice*;

riforma della s.r.l. ed in particolare dalla regola dell'art. 2476, comma 3, c.c. che attribuisce a ciascun socio il diritto di promuovere in nome proprio l'azione di responsabilità<sup>10</sup>. A risultati analoghi giunge anche quella dottrina che, ravvisando nell'azione di responsabilità non un atto di gestione ma l'esercizio di un potere di controllo, ne attribuisce la titolarità ai soci non amministratori e agli amministratori esenti da colpa, individualmente<sup>11</sup>. Secondo una originale voce in dottrina, viceversa, la legittimazione all'esercizio dell'azione dovrebbe appuntarsi su tutti i soci all'unanimità (o sulla maggioranza eventualmente prevista nel contratto sociale), escluso quello interessato dalla decisione: ciò in quanto «sarebbe incongruo attribuire all'amministratore il potere di veto in ordine all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità contro se stesso; ne risulterebbe pregiudicata l'effettività della norma che invece intende responsabilizzare l'amministratore verso la società»<sup>12</sup>. Questa opinione, pur senza richiamarsi ad essa, finisce per coincidere con la tesi – che tuttavia non merita di essere condivisa<sup>13</sup> – se-

---

Trib. Napoli, 3 marzo 2008, in *Società*, 2009, 889; Trib. Milano, 11 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2004, II, 434 (tutte in materia di società in accomandita semplice).

<sup>10</sup> L. PISANI, in *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, a cura di M. CIAN, Torino, 2021, 112 s., nonché O. CAGNASSO-C. SARACINO, *L'amministrazione e il controllo*, in *Le nuove società di persone*, Bologna, 2014, 169 s.; A. ZANARDO, *Legittimazione all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nelle società di persone: una questione ancora aperta*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 407; A. VINCENTI, *La legittimazione del socio di società personale ad esperire azione sociale di responsabilità contro gli amministratori: quid iuris?*, in *Dir. fallim.*, 2020, 945.

<sup>11</sup> Questa la tesi, espressa nell'ambito dell'unico approfondimento monografico, di F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 249 ss., per le conclusioni 287. L'Autrice conclude nel senso dell'azione individuale attraverso l'impiego di quattro argomenti convergenti: a) l'assenza di argomenti adeguati per assegnare la decisione dell'azione alla collettività dei soci, come nella s.p.a.; b) l'argomento tratto dal potere di ciascun socio di chiedere giudizialmente la revoca per giusta causa; c) l'argomento, espressamente ritenuto solo di tipo sistematico, dati i limiti dell'analogia in materia di legittimazioni processuali straordinarie, tratto dall'art. 2476, comma 3, c.c.; d) l'argomento secondo cui il danno al patrimonio nelle società personali non si limita a riflettersi sui soci, ma ne determina responsabilità personale.

<sup>12</sup> Questa la tesi di F. PARRELLA, *sub art. 2260*, in *Commentario Gabrielli-Santosuoso*, artt. 2247-2378, Torino, 2015, 204 ss. *ivi* a 206, spec. nt. 20 da cui è tratto il virgolettato. L'Autore giunge a tali conclusioni dopo avere affermato che la legittimazione individuale dei soci va esclusa, in quanto le ipotesi di legittimazione straordinaria ex art. 81 c.p.c. sono solo quelle stabilite dalla legge, mentre in materia di società personali la legittimazione individuale dei soci è limitata alla revoca giudiziale per giusta causa (art. 2259, comma 3, c.c.). Né potrebbero trarsi spunti dalla novellata disciplina della s.r.l., giustificandosi questa con la ben maggiore esigenza di protezione del patrimonio sociale, costituente unica garanzia per i terzi.

<sup>13</sup> La tesi dominante in dottrina e in giurisprudenza (Cass., 12 giugno 2009, n. 13761, in *Foro it.*, 2010, I, 959; e analogamente, in passato, Cass., 25 febbraio 1959, n. 533, in *Giur. it.*, 1959, I, 524, nonché Trib. Milano, 7 gennaio 2010, in *Società*, 2010, 513; Trib. Cassino, ord. 28 ottobre 2000, in *Società*, 2001, 476. In dottrina, del medesimo avviso F. DI SABATO, *La società semplice*, cit., 84; M. GHIDINI, *Le società personali*, cit., 393; F. GALGANO, *Le società in genere*, cit., 263), che esclude il concorso del voto dell'amministratore revocando (nominato con l'atto costitutivo) alla deliberazione di revoca, pur se richiesta dalla legge all'unanimità (art. 2259, comma 1, c.c.), non è adeguatamente supportata dalle norme, tratte dalla disciplina delle società per azioni (art. 2373 c.c., vecchio testo), la cui applicazione viene invocata in via analogica per giungere a tale conclusione.

Al contrario, la correttezza della soluzione opposta – cioè che la legge, nel parlare di unanimità, richiede il concorso anche del socio-amministratore revocando – si trae agevolmente dall'ipotesi di revoca degli amministratori in una società di due soli soci, entrambi amministratori: in tal caso, infatti, mentre non potrebbe farsi ricorso alla soluzione endosocietaria dell'esclusione deliberata a maggioranza, richiedendosi necessariamente quella giudiziaria (art. 2287, comma 3, c.c.), finirebbe invece per risultare astrattamente ammissibile una revoca incrociata dei due amministratori, con deliberazioni assunte rispettivamente dall'altro socio, pur se al contempo amministratore revocando. Una tal ipotesi, che peraltro non infrequentemente si presenta al cospetto dell'autorità giudiziaria, dimostra l'errore di prospettiva della tesi pur domi-



condo cui la revoca dell'amministratore nominato dall'atto costitutivo andrebbe sì decisa all'unanimità (come esige l'art. 2259, comma 1, c.c.), ma senza il concorso dell'amministratore revocando.

Nonostante la complessità della questione al cospetto di una norma, come l'art. 2260 c.c., che obiettivamente non fornisce adeguate indicazioni, la Suprema Corte, nell'unico precedente in cui ha dovuto affrontare *ex professo* la questione, si è limitata ad affermare che il diritto alla conservazione del patrimonio sociale spetta alla società e non al socio come tale, il quale ha in materia un interesse, la cui eventuale lesione non può concretare quel danno diretto necessario per potersi esperire l'azione individuale di responsabilità contro gli amministratori. In particolare, con riferimento ad una condotta distrattiva del patrimonio sociale, la Corte ha affermato che tale danno diretto non sussiste neppure per il sol fatto che nel comportamento degli amministratori possa configurarsi un illecito penale, né può consistere nella mancata distribuzione degli utili, perché questi, prima della distribuzione, appartengono alla società, sì che il danno derivante dalla loro distrazione ad opera degli amministratori è della società e non dei soci, che ne vengono pregiudicati solo di riflesso<sup>14</sup>.

Qualche ulteriore indicazione proviene da altro precedente, già accennato, nel quale la Cassazione riconobbe legittimazione a ciascuno dei due soci di una società di fatto a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dell'altro, potendosi in questo caso qualificare l'azione del socio come azione esercitata in nome e per conto della società, di cui ciascuno è – presuntivamente – anche amministratore<sup>15</sup>.

La questione relativa alla decisione e all'esercizio delle azioni resta quindi priva di indicazioni chiare da parte della giurisprudenza di legittimità ed è altamente controversa in dottrina, ove le varie voci appaiono addirittura dissonanti<sup>16</sup>. Le corti di merito, applicando i principi espressi dalla Cassazione, finiscono perciò per negare al singolo socio l'esercizio individuale dell'azione sociale di responsabilità, lasciando irrisolto un problema che pur è evidente. Le più rilevanti e recenti di queste decisioni sono in materia di società in accomandita semplice.

---

nante. Sia permesso rinvio, per più compiute argomentazioni, a N. DE LUCA-G.M. D'AIELLO, *La revoca della facoltà di amministrare*, in *Trattato delle società di persone*, I, cit., 759 ss.

<sup>14</sup> Cass., 7 settembre 1993, n. 9385, in *Giur. comm.*, 1994, II, 365; in *Società*, 1994, 48; in *Arch. civ.*, 1994, 297; in *Fallimento*, 1994, 44; in *Dir. fallim.*, 1994, II, 27; in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 868. La pronuncia del 1993 è richiamata e confermata in Cass., 25 luglio 2007, n. 16416, in *Foro it.*, 2007, I, 3393; in *Giur. it.*, 2008, 363; in *Riv. dir. soc.*, 2009, 82, con nota di R. CRISCUOLO, *Responsabilità degli amministratori e soggettività delle società di persone*; in *Società*, 2009, 607, con nota di E. NTUK, *L'azione individuale di responsabilità nelle società di persone*; in *Giur. comm.*, 2009, II, 436, con nota di F. D'ANGELO, *La responsabilità degli amministratori di società di persone alla luce della riforma delle società di capitali*, concernente tuttavia un caso di azione individuale, per fare valere danni diretti e non riflessi: già nello stesso senso, Cass., 10 marzo 1992, n. 2872; Cass., 13 dicembre 1995, n. 12772, e poi Cass., 22 marzo 2011, n. 6558.

<sup>15</sup> Cass., 13 gennaio 1987, n. 134, cit.

<sup>16</sup> In contrapposizione agli Autori citati *retro* alle nt. 9-12, sono invece allineati alle posizioni della giurisprudenza menzionata nel testo: F. DI SABATO, *La società semplice*, cit., 86, reputando che legittimato a far valere la responsabilità è la società in persona degli altri soci amministratori, sempre che abbiano la legale rappresentanza della società; C. GIANNATTASIO, *Legittimazione del singolo socio della società in nome collettivo ad agire contro il socio amministratore infedele*, in *Giust. civ.*, 1960, I, 1263, secondo il quale l'azione di responsabilità può essere proposta solo dal socio che abbia la rappresentanza della società.

3. *L'azione di responsabilità nelle società in accomandita semplice nella giurisprudenza. La tesi contraria.* – Due recenti pronunce di merito, una romana<sup>17</sup> e una milanese<sup>18</sup>, hanno chiaramente affermato che il socio accomandante non è legittimato ad esperire l'azione sociale di responsabilità nei confronti del socio accomandatario amministratore, radicandosi la relativa legittimazione solo sulla società. Altra ancor più recente pronuncia di merito ha negato tale legittimazione individuale anche ad un socio che pur si proclamava accomandatario, avendo questi agito in nome proprio e non in nome della società<sup>19</sup>.

Per avere piena contezza del problema, appare opportuno analizzare i casi e le soluzioni offerte in concreto.

3.1. *Trib. Roma, 5 aprile 2017.* – Nel caso sottoposto al Tribunale di Roma, veniva rappresentata una radicale contrapposizione tra l'unico socio accomandante e l'unico socio accomandatario amministratore. Il primo aveva proposto domande volte ad ottenere *i*) la revoca dell'accomandatario dalla carica di amministratore, *ii*) l'esclusione di quest'ultimo dalla compagine sociale e *iii*) la condanna alla restituzione in favore della società di tutte le somme oggetto di affermata distrazione, dunque un'azione di responsabilità. La fattispecie può considerarsi quella più ricorrente nella prassi.

Il Tribunale di Roma, accertati i fatti di *mala gestio* come descritti dall'accomandante, ha accolto solo la domanda avente ad oggetto l'esclusione, ritenendo in essa assorbita la richiesta di revoca dalla carica di amministratore; in ordine alla domanda di condanna al risarcimento del danno subito dalla società in dipendenza della *mala gestio* dell'amministratore, ha invece dichiarato il difetto di legittimazione attiva dell'attore, aderendo alla tesi maggioritaria in giurisprudenza più sopra indicata.

L'iter motivazionale che conduce alla soluzione adottata si affida essenzialmente ad una considerazione di ordine sistematico: l'art. 81 c.p.c. – a mente del quale «fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, nessuno può fare valere nel processo in nome proprio un diritto altrui» – è espressione di un principio di tassatività che non consente applicazione analogica di norme che dell'art. 81 c.p.c. costituiscono eccezione. Ed allora, muovendo da tale premessa, il Tribunale assume che la norma di cui all'art. 2476, comma 3, c.c. abbia carattere eccezionale e, come tale, sia insuscettibile di applicazione analogica alle società di persone. Secondo il Tribunale di Roma, infatti, essa attribuisce ai soci di società a responsabilità limitata – e solo ad essi – un potere di sostituzione processuale per la tutela dell'integrità del patrimonio sociale leso dalle condotte di *mala gestio* degli amministratori, che, in ossequio al principio di tassatività portato dall'art. 81 c.p.c., non può trovare cittadinanza in fattispecie diverse da quella espressamente contemplata dalla norma<sup>20</sup>.

Unico soggetto legittimato ad agire contro gli amministratori, pertanto, è la società,

<sup>17</sup> Trib. Roma, 5 aprile 2017, in *Dir. fallim.*, 2020, 943, con nota (contraria) di A. VINCENTI, *La legittimazione*, cit.

<sup>18</sup> Trib. Milano, 13 novembre 2017, n. 11387/2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>19</sup> Trib. Santa Maria C.V., 29 aprile 2020, n. 1029/2020, *inedita*. Da questo precedente se ne traggono altri convergenti: Trib. Milano, 15 maggio 2009, n. 6590/2009, *inedita*; Trib. Salerno, 12 gennaio 2011, n. 81/2011, *inedita*.

<sup>20</sup> Medesime considerazioni sono espresse da F. PARRELLA, *sub art. 2260*, cit., 206.

la quale, per il tramite del suo legale rappresentante, può chiedere agli (ex) amministratori il ristoro del pregiudizio patito dal patrimonio sociale in dipendenza della loro *mala gestio*.

3.2. *Trib. Milano, 13 novembre 2017.* – Nel caso sottoposto al Tribunale di Milano, un socio accomandante, dopo avere chiesto ed ottenuto in via cautelare la revoca dell'amministratore accomandatario di una società familiare, adiva l'autorità giudiziaria per fare accertare atti di *mala gestio* (la vendita di beni sociali a se medesimo a prezzo incongruo) ed ottenere un risarcimento a favore della società; la società, a dire dell'attore, versava in stato di liquidazione per l'impossibilità di conseguire l'oggetto sociale, cosicché l'azione esercitata avrebbe avuto anche una motivazione individuale, e cioè quella di fare incrementare le quote di liquidazione dei singoli soci. Sotto il profilo processuale, l'accomandante aveva cura di citare tutti i soci e la società e di richiedere per quest'ultima la nomina di un curatore speciale, stante anche la revoca giudiziaria dell'amministratore, o in alternativa la nomina di un liquidatore.

Invitate le parti a contraddire sulle eccezioni preliminari di legittimazione attiva e passiva all'esercizio dell'azione, il Tribunale superava l'eccezione di difetto di legittimazione passiva della società per essere stata la stessa evocata non in persona del legale rappresentante, ormai cessato dalla carica, ma in persona di tutti i soci. Al contrario, il medesimo reputava fondata l'eccezione di difetto di legittimazione attiva dell'accomandante ad agire, per fare valere la responsabilità dell'accomandatario. Queste le serrate argomentazioni del tribunale milanese, che appare opportuno trascrivere: «è al riguardo dirimente il dato normativo secondo cui nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui (art. 81 c.p.c.); salvo che una disposizione di legge gli conferisca tale potere e la conseguente legittimazione straordinaria. Nel sistema delle società personali, l'art. 2260 cpv. c.c. (richiamato "a cascata" nella disciplina delle società collettive e delle accomandite semplici) attribuisce l'azione di responsabilità contro l'amministratore che abbia causato danni al patrimonio sociale inadempiendo gli obblighi impostigli dalla legge e dal contratto sociale, alla società "mandante": e nessuna norma speciale deroga, per le accomandite, a tale principio. In tal senso quindi, la contraria regola contenuta nel terzo comma dell'art. 2467 c.c. [*recte*, 2476], e quindi nella *sedes materiae* delle società di capitali a responsabilità limitata, costituisce disposizione speciale –ad oggi isolata nel sistema del diritto societario italiano– che nulla autorizza a trasferire al caso in esame; dovendosi pertanto negare [all'accomandante] la legittimazione ad esperire in nome proprio in questo giudizio l'azione sociale di responsabilità».

Il Tribunale di Milano si sofferma anche sulla domanda di nomina di un curatore speciale che possa assumere la difesa della società, reputandola un *escamotage* insufficiente a fondare la legittimazione straordinaria. Si sostiene infatti che «il potere supplementivo assegnato da tali norme processuali al giudice procedente presuppone infatti che si sia aperto fra le parti un legittimo contraddittorio ma una di essa sia sprovvista del legale rappresentante dotato di *legitimatío ad processum* o sia mal rappresentata da soggetto in conflitto di interessi». Al contrario, nel caso di domanda esercitata dal socio accomandante nei confronti dell'accomandatario e nell'interesse della società, il problema è «quello, diverso e presupposto, di chi possa oggi formare la volontà della [so-

cietà in accomandita semplice] e far valere in giudizio le pretese risarcitorie contro l'ex amministratore esercitando l'azione di responsabilità in nome e per conto della società: che la richiesta nomina di un curatore speciale, esclusivamente preposto alla sola rappresentanza processuale, appare intrinsecamente inidonea a risolvere».

3.3. *Trib. Santa Maria C.V., 29 aprile 2020.* – Anche il caso sottoposto al Tribunale sammaritano è peculiare e, trattandosi di pronuncia inedita, merita di essere illustrato<sup>21</sup>.

Una società familiare in accomandita semplice vedeva solo uno di quattro fratelli quale accomandatario e, dunque, amministratore. Lo stesso veniva tacciato dagli altri fratelli, due accomandanti ed uno non (ancora) socio, di avere distratto patrimonio sociale nel proprio interesse personale. Ne veniva pertanto deliberata l'esclusione a maggioranza, poi opposta. Uno dei due accomandanti acquistava la qualifica di accomandatario, solo per il tempo necessario a permettere al quarto fratello non ancora socio di divenire accomandatario e, dunque, amministratore. Veniva quindi esercitata ad opera del nuovo accomandatario, in nome della società, l'azione sociale di responsabilità nei confronti di quello cessato per esclusione. L'azione, certamente esercitata in modo insuscettibile di contestazioni in punto di legittimazione, veniva, tuttavia, in seguito rigettata perché ritenuta non provata<sup>22</sup>.

Nelle more, l'accomandatario escluso otteneva la reintegrazione e, a sua volta, esercitava azione di responsabilità, egualmente contestando al nuovo accomandatario distrazioni di patrimonio: questa azione, a differenza dell'altra, veniva esercitata dall'accomandatario reintegrato in nome proprio, seppur dichiaratamente nell'interesse della società. Nell'ambito di questo procedimento veniva sollevata d'ufficio la questione dell'integrità del contraddittorio: l'attore, infatti, oltre a dichiarare di agire nell'interesse della società, seppur in nome proprio, aveva affermato la propria legittimazione a proporre l'azione di responsabilità dell'altro accomandatario sulla base del valore sistematico dell'art. 2476, comma 3, c.c. Il Tribunale, sulla scorta della giurisprudenza nel frattempo formatasi in materia di s.r.l., aveva quindi posto la questione della necessità che l'azione si svolgesse anche nei confronti della società, destinataria degli effetti dell'azione di responsabilità, ma in questo caso – a differenza di quello risolto dal Tri-

<sup>21</sup> L'Autore è stato difensore di alcune parti, che restano doverosamente anonime, e ha conoscenza dei fatti a tale titolo. Quanto riferito nel testo, nel rispetto del segreto professionale e a soli fini di approfondimento scientifico, corrisponde esclusivamente a fatti accertati giudizialmente o non contestati tra le parti. Il processo è ancora in corso.

<sup>22</sup> Si poneva infatti uno dei problemi discussi nel giudizio milanese, e cioè che la società, dopo avere promosso l'azione in persona del nuovo accomandatario, aveva tuttavia coltivato il giudizio, a seguito di trasformazione in s.r.l., in persona di un amministratore espressione dello stesso centro di interesse del socio accomandatario, escluso e reintegrato, destinatario dell'azione. La situazione di conflitto di interesse non era stata contestata da alcuno, sicché il giudizio era giunto a sentenza senza che la società attrice avesse fornito prova delle proprie doglianze, ove mai fondate.

La sentenza conclusiva del giudizio in primo grado è Trib. Santa Maria C.V., 28 febbraio 2017, n. 762, *inedita*. La sentenza conclusiva dell'appello è App. Napoli, 17 luglio 2019, n. 3958, *inedita*, passata in cosa giudicata. Quest'ultima sentenza rigetta l'impugnazione proposta da uno dei soci accomandanti, comunque parti del giudizio di primo grado, ritenendo che l'unico soggetto avente legittimazione ad impugnare, data dall'interesse all'accoglimento dell'azione di responsabilità, era la società. Sta di fatto che, come detto, la società aveva un nuovo amministratore espressione di interessi del tutto sovrapponibili a quelli dell'accomandatario, cui l'azione di responsabilità era stata diretta.

bunale di Milano – non evocata in giudizio (né in persona del legale rappresentante, né della collettività dei soci).

Ordinata l'integrazione del contraddittorio, si costituiva la società (nel frattempo trasformata in s.r.l.) in persona dell'amministratore unico. Al momento della decisione, tuttavia, il collegio si discostava sostanzialmente dal provvedimento assunto dall'istruttore, di integrazione del contraddittorio, e, ritenuto il difetto di legittimazione dell'attore a proporre l'azione di responsabilità, in quanto questo, seppur proclamatosi accomandatario, aveva dichiarato di agire in nome proprio e non in nome della società, dichiarava l'azione inammissibile, negando alcun rilievo alla costituzione in giudizio della società, reputata implicitamente atto di intervento adesivo dipendente e non esercizio autonomo dell'azione.

Secondo il Tribunale di Santa Maria C.V. – che si rifà in parte alla sentenza del Tribunale di Milano, ampliando tuttavia notevolmente la motivazione – «ai sensi dell'art. 2260 c.c., i diritti e gli obblighi degli amministratori sono regolati dalle norme sul mandato, mentre gli amministratori sono solidalmente responsabili verso la società per l'adempimento degli obblighi ad essi imposti dalla legge e dal contratto sociale.

Presupposti dell'azione sociale di responsabilità sono costituiti dall'inadempimento degli obblighi derivanti dalla legge o dal contratto sociale e dal danno subito dalla società. L'azione di responsabilità è, infatti, finalizzata alla reintegrazione del patrimonio sociale danneggiato dal comportamento illegittimo degli amministratori.

La qualificazione giuridica della domanda assume rilievo fondamentale ai fini della decisione in questa sede adottata dal Collegio ed inerente la legittimazione attiva dell'attore. La legittimazione attiva, il cui difetto è rilevabile d'ufficio in ogni stato e grado del procedimento, deve essere intesa come il diritto potestativo di ottenere, non già una sentenza favorevole, bensì una decisione di merito, e va quindi riscontrata mediante la comparazione tra l'allegazione di un rapporto ed il paradigma giuridico, nel profilo soggettivo, al quale il rapporto è riconducibile.

Non può non osservarsi come, in sede di istruttoria, l'integrazione del contraddittorio nei confronti della società sia stata ordinata dal giudice in base al rilievo che la stessa fosse la beneficiaria degli effetti dell'azione di responsabilità che [il socio attore] ha creduto di poter esercitare in sua vece, e quindi *in utilibus*.

Tuttavia, con riferimento alla legittimazione all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, ritiene il Collegio essere dirimente il dato normativo secondo cui nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui (art. 81 c.p.c.), salvo che una disposizione di legge gli conferisca tale potere e la conseguente legittimazione straordinaria.

Nel sistema delle società personali, l'art. 2260 cpv. c.c. (richiamato nella disciplina delle società collettive e delle accomandite semplici) attribuisce l'azione di responsabilità contro l'amministratore che abbia causato danni al patrimonio sociale inadempendo gli obblighi impostigli dalla legge e dal contratto sociale, alla società "mandante": e nessuna norma speciale deroga, per le accomandite, a tale principio.

Diversamente, nella disciplina delle s.r.l., l'art. 2476, comma 3, c.c. riconosce in capo al socio la legittimazione individuale straordinaria che gli consente di proporre l'azione sociale di responsabilità, previsione riconducibile alla sostituzione processuale ex art. 81 c.p.c.

Non si condivide, dunque, la prospettiva dell'attore che ritiene di agire "non *uti sin-*

*gulis ma uti socius*” azionando in nome proprio l’interesse sostanziale della società alla reintegrazione del patrimonio sociale leso dalla *mala gestio* dell’amministratore, rinvenendo nel sistema e, in particolare nell’applicazione analogica alle società di persone di quanto previsto dall’art. 2746 c.c. [*recte*, 2476 c.c.] per le s.r.l., la possibilità che nelle società di persone il singolo socio abbia la legittimazione attiva a proporre l’azione sociale di cui all’art. 2260 c.c.

A contrario deve ritenersi che la disposizione dell’art. 2476 c.c., introdotta con la riforma di cui al d.lgs. n. 6/2003, costituisce chiara conferma di come, da un lato, il legislatore si è ben rappresentato, nell’ambito della disciplina dell’azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, la possibilità dell’esercizio dell’azione da parte del singolo socio in favore della società e, dall’altro, che solo un’espressa previsione normativa possa consentire al socio di “sostituirsi” alla società nell’esercizio dell’azione di responsabilità a quella spettante.

Del resto, come già detto, l’art. 81 c.p.c. enuncia un principio di tassatività quanto ai casi in cui è consentito l’esercizio in nome proprio di un diritto altrui. Il Collegio ritiene, in definitiva, di aderire all’orientamento maggioritario nella giurisprudenza secondo cui legittimata attiva a proporre l’azione è la società, in quanto titolare del diritto al risarcimento del danno. Oltre al dato letterale dell’art. 2260 c.c. soccorre la riconosciuta soggettività giuridica delle società personali distinta da quella dei soci».

Di qui la pronuncia di inammissibilità dell’azione, sebbene esercitata da un socio accomandatario, dunque, astrattamente legittimato ad agire in nome e per conto della società.

4. (Segue): ... e la tesi *permissiva*. – A risultato opposto sono giunte in un passato non troppo lontano alcune pronunce di merito tutte a favore del riconoscimento, più o meno esplicito, di una legittimazione straordinaria fondata dall’esercizio di una azione surrogatoria *ex art.* 2900 c.c., e cioè uno dei casi tipici di cui all’art. 81 c.p.c.

4.1. *Trib. Milano, 11 settembre 2003*. – La meno esplicita è una pronuncia del Tribunale di Milano<sup>23</sup> – il cui complesso caso non necessita di essere esposto – la quale, dopo aver ribadito che l’azione spetta alla società, dunque in persona del legale rappresentante *pro tempore*, afferma che «tale legittimazione principale può non escludere la legittimazione concorrente dei soci, quando essi intendano agire non singolarmente ma a tutela di un diritto individuale, ma nella loro qualità di soci (*uti socius*) allo scopo di ottenere un risarcimento del danno in favore del patrimonio sociale». Questa pronuncia fonda il diritto individuale concorrente sulla tesi – invero ormai del tutto recessiva in dottrina e in giurisprudenza – della contitolarità dei rapporti giuridici che fanno capo al gruppo nelle società personali.

4.2. *Trib. Napoli, 3 marzo 2008*. – Più ampia la motivazione di un successivo provvedimento del Tribunale di Napoli<sup>24</sup>, nell’ambito di un procedimento cautelare diretto

<sup>23</sup> Trib. Milano, 11 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2004, II, 434.

<sup>24</sup> Trib. Napoli, 3 marzo 2008, cit.

alla conservazione dei beni dell'amministratore – censurato per avere ceduto a prezzo vile beni sociali periziati pochi anni prima a valori notevolmente più elevati – da far valere in successivo giudizio. Questa pronuncia ha sostenuto che in difetto di previsione derogativa, ciascun socio accomandante di una s.a.s., anche quando non rivesta la qualifica di legale rappresentante, non già *uti singulus* ma *uti socius*, è legittimato ad agire in nome proprio e nell'interesse sostanziale della società al fine di ottenere la reintegrazione del patrimonio sociale leso dagli atti di *mala gestio* del socio accomandatario.

Il passaggio più rilevante del provvedimento partenopeo va individuato nell'affermazione secondo cui «l'ampio dettato della disposizione codicistica [sc. dell'art. 2260, comma 2, c.c.] involgerebbe anche ipotesi di legittimazione surrogatoria ovvero di legittimazione straordinaria ad agire, riconducibili a quello schema che, fatto salvo dall'art. 81 c.p.c. limitatamente alle fattispecie espressamente previste dall'ordinamento, rinviene nella previsione dell'art. 2900 c.c. il caso emblematico, tipico di esercizio in nome proprio di un diritto altrui».

4.3. *Arb. (Sanfilippo, arbitro unico), 10 aprile 2010.* – L'affermazione secondo cui la legittimazione straordinaria dell'accomandante può essere affermata qualificando l'azione come surrogatoria, anche in difetto di qualificazione espressa della parte, si rinviene ancor più esplicitamente in un successivo lodo arbitrale, redatto da un autorevole giuscommercialista<sup>25</sup>. Il lodo afferma chiaramente che la legittimazione individuale del socio non può essere tratta da un'asserita carenza di soggettività delle società di persone (o dalla asserita contitolarietà del patrimonio e dei rapporti), ma va affermata per «dare soluzione, nel silenzio del legislatore, a situazioni che, in fatto, proprio nei tipi societari di persone, possono sostanzialmente impedire, a fronte dell'inerzia della società, l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori da parte di soci privi del potere di rappresentanza, per i quali il sistema reclama invece tutela». Nelle motivazioni del lodo si legge che, di norma, la decisione sulla promozione dell'azione appartiene anche nelle società di persone alla collettività dei soci; tuttavia, dato che l'accomandatario è colui nei confronti del quale l'azione va proposta, viene in rilievo il principio dell'art. 2373, comma 2, c.c. sicché, di fatto, in una società con soli due soci, la deliberazione competerebbe all'altro socio e l'esercizio andrebbe reso possibile per mezzo dell'art. 78 c.p.c., dato il conflitto di interessi dell'accomandatario.

Senonché, il lodo, dopo avere svolto queste considerazioni, osserva che l'accomandante, nell'agire in nome proprio per il risarcimento del danno spettante alla società, abbia inteso esercitare un'azione surrogatoria: la società, infatti, risultava inerte per il conflitto di interessi dell'amministratore e il socio accomandante aveva interesse a fare valere l'altrui azione per tutelare i diritti di credito che lo stesso vantava sugli utili della società, azionati nel medesimo procedimento.

5. *La legittimazione individuale del socio all'azione di responsabilità: impostazione della soluzione affermativa.* – La rassegna dei più recenti e significativi interventi della

---

<sup>25</sup> Arb. (Sanfilippo, arbitro unico), 10 aprile 2010, cit.

giurisprudenza in materia di azioni di responsabilità nelle società in accomandita semplice ha posto in evidenza come la struttura stessa di questo tipo societario ponga un aggravato problema di effettività della norma di cui all'art. 2260, comma 2, c.c., già di complessa applicazione anche per gli altri tipi personalistici.

Mentre la giurisprudenza maggioritaria può essere criticata per l'atteggiamento formalistico, che rivela insensibilità per il problema che l'art. 2260, comma 2, c.c., nella sua carente formulazione, obiettivamente pone (specialmente nelle società in cui taluni soci non sono amministratori e non hanno quindi una rappresentanza disgiunta, come tipicamente avviene nelle società in accomandita semplice), alla dottrina maggioritaria va, invece, rimproverato di affermare solo apoditticamente la possibilità di esercizio individuale dell'azione, sol per rendere effettiva la regola dell'art. 2260, comma 2, c.c., senza tuttavia che sia compiuto uno sforzo diligente per superare le obiezioni che, invece, la giurisprudenza, correttamente, sebbene in modo che appare iniquo, oppone a tale possibilità.

Si sottraggono alle indicate censure quelle impostazioni, sia in dottrina sia in giurisprudenza, che ammettono l'azione individuale del socio in modo tale da non entrare in contrasto con il principio di tassatività delle legittimazioni straordinarie. Tra queste, appare anzitutto meritevole di considerazione la tesi, elaborata in parte della giurisprudenza anche arbitrale, che, onde superare i limiti dell'art. 81 c.p.c., riconduce il potere di sostituzione del socio all'esercizio di una azione in via surrogatoria, ex art. 2900 c.c., la quale appunto costituisce una delle ipotesi in cui può ammettersi l'esercizio in nome proprio di un diritto altrui. Parimenti utile e meritevole di approfondimento è il tentativo, elaborato in dottrina, di fondare la legittimazione individuale come esercizio di un potere di controllo, che dunque si radica originariamente sui soci non amministratori (e su coloro che, pur se amministratori, sono esenti da colpa), a nulla rilevando che il destinatario del risarcimento sia un terzo diverso da chi assume l'iniziativa, e cioè la società.

A partire da queste impostazioni, una più attenta al profilo processuale, l'altra a quello sostanziale, sembra potersi avviare una nuova riflessione che, con l'obiettivo di dare effettività alla norma dell'art. 2260, comma 2, c.c., in specie nei casi, come quello della s.a.s., in cui agli accomandanti per definizione non può spettare il potere di agire in nome della società, non finisca però per trascurare la doverosa considerazione delle obiezioni mosse in giurisprudenza e che, allo stato attuale, escludono l'ammissibilità di un'azione di responsabilità in nome dei soci.

Si deve *in limine* notare, al riguardo, che se non fosse assolutamente possibile una lettura del sistema che conferisca effettività anche processuale al diritto al risarcimento del danno riconosciuto dall'art. 2260, comma 2, c.c., sarebbe probabilmente necessitato l'intervento della Consulta, per la contrarietà di questa norma agli artt. 3 e 24 della Costituzione: non va, infatti, dimenticato come la Corte costituzionale, anche alla luce dell'evoluzione del diritto delle società di capitali, abbia dovuto intervenire sulla disciplina delle società personali dichiarando l'illegittimità di quelle norme, come ad esempio dell'art. 2941, n. 7, c.c., che ingiustificatamente disciplinavano in modo difforme in materia di società di capitali situazioni pur sostanzialmente comuni anche alle società personali<sup>26</sup>. Nel caso dell'effettivo esercizio delle azioni di responsabilità, peraltro, l'in-

---

<sup>26</sup> Corte cost., 11 dicembre 2015, n. 262, in *Foro it.*, 2016, I, 373; *Nuova giur. civ.*, 2016, 761, n. A. LAUDONIO, *Tempo perduto e ritrovato alla ricerca della ratio della sospensione della prescrizione dell'azione di responsabilità nelle s.n.c.*, secondo cui è incostituzionale l'art. 2941, n. 7, c.c., nella parte in cui non prevede



tervento della Consulta potrebbe limitarsi ad una pronuncia interpretativa di rigetto, essendo ben plausibile, come si confida di dimostrare, una lettura costituzionalmente orientata delle norme<sup>27</sup>.

5.1. *Una digressione: l'azione di responsabilità esercitata in nome della società nelle s.r.l.* – Appare utile, in apertura, una brevissima digressione su una questione che si è posta in materia di s.r.l. La giurisprudenza prevalente, ma non incontrastata, partendo dal rilievo che la titolarità del diritto al risarcimento del danno e, quindi, la legittimazione sotto il profilo sostanziale all'azione sociale di responsabilità compete alla società, anche se in base alla legge ne è rimesso l'esercizio ai soci individualmente – i quali, pertanto, si qualificano quali sostituti processuali –, ha osservato come non appaia ammissibile che al soggetto titolare del diritto non competeva altresì l'esercizio dell'azione in nome proprio<sup>28</sup>. Rilevante peso va attribuito al fatto che alla società spetta – con decisione dei soci a maggioranza qualificata e purché senza opposizione di una minoranza significativa – il potere di transigere l'azione pur da altri esercitata. Partendo da questo assunto, che pur può destare talune perplessità<sup>29</sup>, si impone di risolvere

---

che la prescrizione sia sospesa tra la società in nome collettivo e i suoi amministratori, finché sono in carica, per le azioni di responsabilità contro di essi; Corte cost., 24 luglio 1998, n. 322, in *Foro it.*, 1998, I, 2617, secondo cui è incostituzionale l'art. 2941, n. 7, c.c., nella parte in cui non prevede che la prescrizione rimane sospesa tra la società in accomandita semplice ed i suoi amministratori per le azioni di responsabilità contro costoro finché sono in carica. Sul queste sentenze v. F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 361 ss.

<sup>27</sup> Alcune considerazioni nel testo nascono da un confronto amichevole con la prof. Francesca Vessia su una versione precedente del presente scritto: ferma la responsabilità che assume chi scrive, alla stessa va parimenti riconosciuta la titolarità della riflessione.

<sup>28</sup> Cass., 31 maggio 2016, n. 11264; Cass., 21 luglio 2010, n. 17121, a proposito della prosecuzione dell'azione sociale di responsabilità in caso di fallimento. Cfr. anche App. Milano, 13 giugno 2008, in *Foro pad.*, 2007, I, 421; Trib. Torino, 7 ottobre 2016, in *Giur. it.*, 2017, 398 (affermando la legittimazione del liquidatore); Trib. Palermo, 28 maggio 2015, in *Società*, 2015, 1429; Trib. Milano, 2 ottobre 2015, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Milano, 28 maggio 2015, *Società*, 2016, 433; Trib. Roma, 19 ottobre 2015, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Milano, 10 aprile 2014, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Roma, 17 dicembre 2008, in *Banca, Borsa, ecc.*, 2010, II, 483; Trib. Roma, 21 maggio 2007, in *Società*, 2008, 1400; Trib. Termini Imerese, 21 dicembre 2006, in *Riv. dir. soc.*, 2007, fasc. 4, 96; Trib. Milano, 2 novembre 2006, in *Giur. it.*, 2007, 655; Trib. Milano, 12 aprile 2006, in *Giur. it.*, 2006, 2096; Trib. Marsala, 1° aprile 2005, in *Società*, 2006, 733; Trib. Napoli, 20 ottobre 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 122, secondo cui alla società, in forma assembleare o con altro metodo di consultazione scritta previsto dall'atto costitutivo, spetta una legittimazione ad esperire l'azione di responsabilità concorrente ed originaria rispetto a quella individuale del socio. In senso opposto, Trib. Roma, 6 settembre 2016, in *Giur. comm.*, 2018, II, 781, con nota di C. VASTA, *Uno, nessuno o centomila diritti per il recedente? La questione ancora aperta della perdita dello status soci*; Trib. Milano, 27 febbraio 2008, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 780; Trib. Milano, 2 novembre 2006, in *Giur. it.*, 2007, 655; Trib. Milano, 26 ottobre 2006, in *Mer.*, 2007/4, 42; Trib. Milano, 12 aprile 2006, *Giur. it.*, secondo cui la legittimazione all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori di s.r.l. è attribuita in via esclusiva al singolo socio, mentre è preclusa all'iniziativa sociale. In questo secondo senso, con motivazione ampia e convincente argomentazione, anche Arb., 25 giugno 2014, Barachini (Pres.), Pazzaglia, Lessi (componenti), *inedito*. Nel solco di questa impostazione restrittiva si è fatta tuttavia motivata eccezione per le società unipersonali Trib. Milano, 18 giugno 2008, in *Riv. dir. soc.*, 2010, fasc. 1, 140.

<sup>29</sup> Commentando una delle prime decisioni di merito che ammettevano la legittimazione degli amministratori, a seguito di deliberazione assembleare (approvata con più di un quinto del capitale e ritenuta idonea a determinare anche la revoca di ufficio degli amministratori), si è osservato come la regola prevista in materia di s.r.l. abbia la chiara funzione di evitare che, nei casi di dissidio tra soci, spesso con partecipazioni paritetiche, l'esercizio di un'azione di responsabilità possa essere fatta in persona di taluni amministratori,

per via interpretativa i seguenti quesiti: chi esercita l'azione di responsabilità in nome e per conto della società? A monte, chi ne decide l'esercizio?

Iniziando dal problema della decisione in ordine all'esercizio dell'azione, benché non sia presente in materia di s.r.l. una norma che ne attribuisca la competenza all'assemblea, al contrario di quanto è previsto per le s.p.a., appare tuttavia ragionevole che sia questa – o meglio: i soci, con il metodo di formazione delle decisioni sociali che è stato prescelto che, di regola, è quello assembleare – ad esprimersi: a tale conclusione conduce non già solo la possibilità di integrazione della disciplina mediante analogia transtipica, ma soprattutto il rilievo che, anche quando l'azione è esercitata dal singolo socio, la decisione sulla rinuncia o transazione dell'azione è presa dalla collettività dei soci a maggioranza rafforzata, dei due terzi del capitale sociale, a condizione che non vi si opponga una minoranza qualificata, pari ad almeno il decimo del capitale sociale (art. 2476, comma 5, c.c.). Sono i soci, dunque, a dover deliberare sulla responsabilità, non gli amministratori<sup>30</sup>, né il socio che ha agito, che può solo opporsi: stante il diritto individuale di ciascun socio di promuovere l'azione, a garanzia dell'effettiva proponibilità dell'azione, non sarebbe giustificata l'applicazione analogica delle norme, previste in materia di società per azioni, che affidano la decisione alla maggioranza semplice dell'assemblea ordinaria (salvo diversa disposizione statutaria) e che escludono dal voto e dal computo dei *quorum* l'amministratore che sia al contempo azionista. Facendo doverosa applicazione del criterio ermeneutico che vincola ad integrare le norme oscure o incomplete di un tipo societario con la disciplina di quel medesimo tipo societario, deve ritenersi che la deliberazione endosocietaria sull'esercizio dell'azione di responsabilità richieda la medesima maggioranza rafforzata prevista per la rinuncia o la transazione e che debbano essere ammessi a votare tutti i soci, anche se in potenziale conflitto di interesse: non esiste più, infatti, l'obbligo di astensione (previsto in materia di società per azioni prima del 2003), ma solo una facoltà, sicché se i soci si asterranno volontariamente, troverà applicazione la regola di computo dei *quorum* dell'art. 2368, comma 3, c.c.<sup>31</sup>. Al contrario, non troverà (coerentemente) applicazione la regola che

---

in nome e per conto della società, al solo scopo di adossare sulla stessa le spese di un giudizio dall'esito incerto, con l'effetto sostanziale che tali spese vengono in ogni caso a gravare *pro quota* anche sul socio destinatario dell'azione di responsabilità, per altro invece costretto a difendersi a proprie spese: sia permesso rinvio a N. DE LUCA, *Azione «sociale» di responsabilità e revoca degli amministratori di s.r.l. L'autonomia del tipo cede alla giurisprudenza creativa?*, (Nota a T. Termini Imerese, 21 dicembre 2006, C. S. c. Soc. M.), in *Riv. dir. soc.*, 2007, fasc. 4, 99; su questa tesi si tornerà in chiusura (n. 6).

<sup>30</sup> Resta fermo che, in caso di fallimento, la decisione sull'esercizio dell'azione (o sulla continuazione, la rinuncia o la transazione) compete al curatore, debitamente autorizzato, e solo questo ha legittimazione processuale, prevalendo per specialità la norma dell'art. 146 l. fall. Sul punto si richiamano le pronunce della Suprema Corte menzionate a nt. 28.

<sup>31</sup> Un'isolata pronuncia (Trib. Milano, 10 novembre 2017, in *Società*, 2018, 427) ha affermato che in materia di deliberazioni dell'assemblea di una s.r.l., anche in caso di astensione volontaria di un socio per dichiarato conflitto di interesse, i voti allo stesso spettanti devono essere computati nel *quorum* deliberativo, in quanto il disposto dell'art. 2368, comma 3, c.c. non trova applicazione analogica alle s.r.l.; l'integrazione normativa per via di analogia con disposizioni dettate in materia di s.p.a. trova spazio solo là dove ciò sia necessitato dalla salvaguardia di esigenze di fondo dell'ordinamento ovvero di tutela dei terzi, come ad es. in materia di riconoscimento dell'azione dei creditori *ex art.* 2394 c.c.

Nel caso di specie, la deliberazione assembleare impugnata era relativa alla decisione di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti di uno dei due soci paritetici della società, al contempo amministratore, il quale si era astenuto volontariamente, reputando che tale apparente gesto di correttezza avrebbe (comunque) impedito all'altro di approvare la deliberazione con il proprio voto pari al 50% del capitale.

vuole revocati d'ufficio gli amministratori se la deliberazione viene assunta con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale: e, infatti, la revoca anche in via cautelare degli amministratori nella s.r.l. è ammissibile, ma solo per via giudiziale<sup>32</sup>.

Una volta deliberata la responsabilità, cioè deciso l'esercizio dell'azione, appare inevitabile – pur nel silenzio della legge, che individua solo i soci come processualmente legittimati – che l'azione da proporre in nome della società sia esercitata in persona degli amministratori e legali rappresentanti. Va da sé che, se questi sono al contempo i destinatari dell'azione, dato il conflitto di interessi, dovrà essere nominato un curatore speciale a norma dell'art. 78 c.p.c.; l'istanza potrà farla qualunque interessato che abbia titolo per essere parte in causa (art. 79 c.p.c.), dunque, verosimilmente, uno dei soci che abbia votato favorevolmente la deliberazione sulla responsabilità<sup>33</sup>.

*5.2. La correlazione tra revoca per giusta causa e azione per danni.* – Questa premessa, solo apparentemente slegata dal tema principale di questo scritto, si rivela invece molto utile per chiarire che, anche qualora la legge non disciplini puntualmente la decisione e l'esercizio di un'azione di responsabilità, ciò non può essere ragione sufficiente per impedire al titolare del diritto di esercitarlo. Per ricostruire la regola inespresa si deve, perciò, anzitutto guardare alle norme del tipo (incluse quelle della classe, applicabili al tipo), e solo qualora queste non offrano soluzione al problema si potrà valutare il ricorso all'analogia con norme dettate per tipi diversi.

---

La decisione del Tribunale di Milano conferma questa interpretazione, tuttavia all'evidenza errata. Da una parte, infatti, se si applicano a questa fattispecie le norme in materia di società per azioni il riferimento deve correre all'art. 2373, comma 2, c.c., che esclude dal voto il socio amministratore. Dall'altra parte, è arbitrario ritenere che l'astensione volontaria per dichiarato conflitto di interessi non attragga la regola dell'art. 2368, comma 3, c.c., posto che questa norma non esprime affatto un principio specifico per le sole società per azioni, ma generale per tutto il diritto delle società. Per questi ed altri rilievi sia permesso rinvio a N. DE LUCA, *Azione di responsabilità e astensione per conflitto di interesse nelle s.r.l.*, in *Società*, 2018, 428 ss.

<sup>32</sup> Altra isolata pronuncia (Trib. Termini Imerese, 21 dicembre 2006, cit.) ha affermato la piena applicazione di tutte le regole delle società per azioni alla deliberazione assembleare con cui una s.r.l. decide l'esercizio dell'azione di responsabilità, ivi inclusa quella dell'art. 2393, comma 5, c.c. che determina la revoca di ufficio degli amministratori se la deliberazione è approvata con una maggioranza superiore al quinto del capitale. Tale soluzione è, per una serie di ragioni, non condivisibile: anzitutto, perché in materia di s.r.l., anche se si ammette la decisione assembleare dell'azione, non devono trovare applicazione le regole delle società per azioni; in secondo luogo, perché le stesse, qualora applicabili, lo sono per colmare lacune: non vi è al riguardo alcuna lacuna, posto che la revoca degli amministratori può essere disposta anche in via cautelare con un rimedio tipico (e v. *amplius*, N. DE LUCA, *Azione «sociale» di responsabilità e revoca degli amministratori di s.r.l.*, cit., 99 ss.). Al più può restare il dubbio se la domanda di revoca cautelare possa essere formulata in uno con l'atto di citazione con il quale si esercita l'azione di responsabilità, dunque, in persona di altro amministratore o di un curatore speciale, o se debba necessariamente provenire da un socio. Accolta la tesi dell'esercizio dell'azione in nome della società, la soluzione più coerente è la prima. Seguendo la prospettiva opposta, tuttavia – preferibile quanto meno quando l'amministratore sia ancora in carica – tale alternativa non ha ragione di porsi.

<sup>33</sup> Mentre il presente scritto era in fase di composizione, è stata pubblicata un'importante pronuncia nomofilattica – Cass., 7 dicembre 2021, n. 38883, in *Foro it.*, 2022, I, 1076, con nota di N. DE LUCA, *Note preliminari su conflitto di interesse, cause societarie e curatore speciale (art. 78, 2° comma, c.p.c.)*. – con la quale la Suprema Corte ha contribuito a comporre alcuni dei contrasti emersi nelle corti di merito in materia di conflitti di interesse societari e nomina del curatore speciale. Sia permesso fare rinvio alle considerazioni espresse nella nota di primo commento, dove anche esplicita menzione di uno dei casi discussi in questo scritto.

Ritornando alle società di persone, conviene partire dalle norme espresse, pur se inverte, ed in particolare dall'osservazione che il rapporto che si stabilisce con l'amministratore va regolato con le regole del mandato (art. 2260, comma 1, c.c.). Non è dubbio che il rapporto – che è regolato dalle norme del mandato, ma che non è riducibile in un contratto di mandato<sup>34</sup> – intercorre con la società e non con i singoli soci, ma è caratterizzato dal fatto che il “mandato” è conferito non dalla società in persona dei suoi rappresentanti, come avviene per qualsiasi altro contratto con terzi fornitori, bensì dai soci medesimi, con l'atto costitutivo o con atto separato. Caratteristica questa che si conserva anche in relazione alla revoca: la decisione di revoca, con effetto diretto ed immediato sul rapporto, compete infatti ai soci, all'unanimità o a maggioranza, non agli amministratori/rappresentanti della società.

Particolarmente rilevante è, al riguardo, la norma dell'art. 2259, comma 3, c.c. la quale affida a ciascun socio l'iniziativa per la revoca giudiziale dell'amministratore per giusta causa. Questa norma attribuisce al socio l'esercizio in nome proprio di un potere di iniziativa che riguarda un rapporto intercorrente tra soggetti terzi rispetto a chi agisce, e fonda, quindi, senza dubbio una legittimazione straordinaria a far valere in nome proprio un diritto altrui, a norma dell'art. 81 c.p.c.: è certo, infatti, come accennato, che il rapporto amministrativo, cioè in senso tecnico il “mandato”, intercorre tra la società e gli amministratori ed è la società, dunque, non il socio, il portatore dell'interesse alla sua continuazione o interruzione. Il che peraltro non giustifica l'aberrazione – di un precedente di giurisprudenza, per fortuna, definitivamente superato<sup>35</sup> – di esigere la

---

<sup>34</sup> Basta il riferimento alle chiare parole di G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2., cit., 94, secondo cui «non bisogna però cadere nel facile equivoco di ritenere che il rapporto di amministrazione sia un rapporto di mandato e che perciò agli amministratori di società di persone sia senz'altro e direttamente applicabile tutta la disciplina del mandato».

<sup>35</sup> Ci si riferisce a Trib. Santa Maria C.V., 12 novembre 2013, R.G. 2441/2013, *inedita*. In una s.n.c. tra due coniugi, a seguito della separazione personale, uno dei due iniziava a prelevare dai conti bancari della società l'assegno di mantenimento che l'altro si rifiutava di versare, perché privato della possibilità di vedere i figli. Esercitata un'azione giudiziale per la revoca della facoltà di amministrare e per l'esclusione per giusta causa del socio che aveva operato i prelievi illegittimi, il Tribunale sammaritano rigettava entrambe le domande con i seguenti, non condivisibili, rilievi: quanto alla domanda di esclusione, «sul piano processuale è necessario che il socio agisca in nome proprio e nell'interesse della società, dovendosi, in mancanza, ritenere che egli abbia esercitato in nome e per proprio conto il diritto di esclusione con la conseguenza che la domanda deve essere rigettata per infondatezza del preteso diritto di esclusione che è estraneo alla sfera giuridica del singolo componente della compagine imprenditoriale»; quanto alla domanda di revoca dell'amministratore, «l'art. 2259 riconosce al socio, in sostituzione della società, il diritto di revocare l'amministratore dell'impresa collettiva incidendo su un rapporto giuridico che intercorre tra l'ente societario e l'amministratore. Il legislatore prevede, anche in questo caso, la figura del sostituto processuale, stabilendo che il socio esercita in nome proprio e nell'interesse della società il diritto potestativo a sciogliere il contratto tra impresa collettiva e amministratore. [...] Il legislatore pertanto prevede la figura del sostituto processuale: il socio esercita in nome proprio e nell'interesse della società il diritto potestativo diretto a sciogliere il contratto tra impresa collettiva e amministratore. Con riferimento al presente processo, il tribunale rileva che poiché il [ricorrente] ha esercitato in nome e per conto proprio l'azione prevista dall'art. 2259 c.c. la relativa domanda è infondata, atteso che le disposizioni in esame, come si evince dall'analisi precedentemente svolta, delinea un potere in capo alla società, quindi, nessun diritto di revoca può essere riconosciuto in capo al singolo socio».

Questa decisione è stata (doverosamente) riformata in appello (App. Napoli, 20 aprile 2017, n. 1748/2017, *inedita*, passata in cosa giudicata) con i seguenti, pienamente condivisibili, passaggi: «appare del tutto errata la sentenza che, sulla base di una enunciazione teorica della distinzione soggettiva per le società di persone tra società e soci, e fraintendendo sul disposto dell'art. 2259 e dell'art. 2287, ha “rigettato” entrambe le domande attoree. Infatti, l'art. 2259 c.c., comma 3 testualmente consente la proposizione

menzione e la dimostrazione di tale interesse sociale come requisito per potersi esaminare la domanda nel merito.

Orbene, come pure è emerso in giurisprudenza in materia di società a responsabilità limitata, esiste una connessione stretta tra revoca giudiziale di un amministratore per giusta causa e azione di responsabilità per danni: la revoca cautelare di cui all'art. 2476, comma 3, c.c. si giustifica proprio quando sia prospettato un pericolo di danno futuro alla società che la pronta rimozione possa evitare. In questo senso, seppur la giurisprudenza abbia in molte occasioni dichiarato ammissibile il rimedio cautelare della revoca cautelare, anche qualora l'azione di merito introdotta o prospettata dal ricorrente sia la revoca giudiziale e non anche l'azione di responsabilità per danni<sup>36</sup>, resta ferma l'indicazione legislativa secondo cui la revoca cautelare è prevista, nella fattispecie normativa, quale strumentale al migliore successo di un'azione di responsabilità, per danni già causati o in procinto di essere causati dalla condotta degli amministratori. Sulla base di questo importante dato normativo, agevole è quindi inferire che chi nelle società di persone ha il potere di agire in nome proprio per chiedere la revoca giudiziale dell'amministratore (e può chiedere anche provvedimenti anticipatori), onde impedire danni futuri temuti, sia implicitamente investito anche della legittimazione ad esigere il ristoro del danno già subito<sup>37</sup>. Sarebbe infatti del tutto incongruo assegnare ad un soggetto diverso dal titolare del patrimonio sociale, che è la società, poteri atti ad impedire il danno futuro, ma non quelli idonei a riparare quello già subito: se l'interesse di cui il socio si fa interprete è quello all'integrità patrimoniale della società, tale interesse sussiste in misura non diversa sia per i danni già inferti sia per quelli futuri. Ne consegue che, soprattutto nei casi in cui il socio agisce quale sostituto processuale della società per la revoca e, al contempo, per il risarcimento del danno – è, ad es., il caso sopra descritto risolto dal Tribunale di Roma – l'azione deve reputarsi ammissibile, data la medesimezza dell'interesse rappresentato, sia per evitare il danno futuro, sia per riparare quello attuale.

Incidentalmente, va rilevato come anche in materia di mandato sia espressamente disciplinata la revoca del mandato per giusta causa, ma non l'azione per il ristoro dei

---

dell'azione al singolo socio, che può esercitarla, ad esempio, in caso di inerzia della società o di disaccordo tra i soci. Allo stesso modo, l'art. 2287 c.c., ult. comma, regola l'esclusione giudiziale del socio, possibile solo in caso di società con due soci, su istanza dell'altro. Erronea e fuorviante è la pronuncia di rigetto del Tribunale per il non avere agito per conto della società o non avere fatto riferimento all'«interesse sociale». Chi scrive conosce queste sentenze inedite per essere stato l'avvocato di una delle parti.

<sup>36</sup> Nel senso che non occorre l'esercizio dell'azione di responsabilità per potere ottenere la revoca cautelare, v. Trib. Napoli, 12 novembre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 1944; Trib. Napoli, 5 maggio 2008, in *Società*, 2009, 1525; Trib. Salerno, 4 luglio 2006 e Trib. Napoli, 22 marzo 2005, in *Corr. giur.*, 2007, 704; Trib. Agrigento, 1° agosto 2006, in *Dir. fallim.*, 2007, II, 299. Analogamente in dottrina, v. M. ROSSI, *La revoca degli amministratori di s.r.l.*, Milano, 2012, 213 ss.; R. WEIGMANN, *La revoca degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum G.F. Campobasso*, Torino, 2007, t. 3, 544 ss., *ivi* 545 s. *Contra*, reputando imprescindibile l'esercizio dell'azione di responsabilità, Trib. Torino, 20 maggio 2010, in *Società*, 2010, 1381; T. Santa Maria C.V., 8 maggio 2007, in *Società*, 2009, 1146; Trib. Roma, 22 maggio 2007, in *Foro it.*, 2008, I, 307; in *Riv. dir. soc.*, 2009, 302, con nota di G. PETA, *Ma il provvedimento cautelare di revoca degli amministratori è veramente strumentale rispetto all'azione di responsabilità promossa dal socio di s.r.l.?*; Trib. Genova, 6 settembre 2005, in *Società*, 2007, 77; Trib. Napoli, 20 ottobre 2005, in *Società*, 2006, 625.

<sup>37</sup> Per questa soluzione si erano già pronunciati F. GALGANO, *Le società in genere*, cit., 271; M. GHIDINI, *Le società personali*, cit., 430. Ora così anche F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 278.

danni da inadempimento del contratto: al contrario, è stabilito il diritto del mandatario revocato senza giusta causa o senza congruo preavviso di ottenere il risarcimento del danno (artt. 1723, 1725 c.c.). La mancanza di una disciplina espressa non è affatto sintomatica della preclusione alla proposizione di una azione per danni da inadempimento ed, anzi, ha una spiegazione agevole. Ed infatti, il potere di revoca del mandato è attribuito al mandante, salvo che non sia diversamente disposto, senza necessità di ricorso all'autorità giudiziaria affinché pronunci, come di regola dovrebbe essere, la risoluzione del contratto per inadempimento (art. 1453 c.c.). Ciò, da una parte, non esclude che il mandante possa affidare all'autorità giudiziaria l'accertamento della giusta causa di revoca, e cioè l'accertamento di un inadempimento al mandato, né dall'altra parte lo priva del diritto di agire, anche separatamente, per il risarcimento del danno, se sussistente e se provato. È il medesimo art. 1453 c.c. a prevedere che la risoluzione del contratto per inadempimento fa salvo, in ogni caso, il risarcimento del danno.

5.3. *L'azione di responsabilità esercitata dal socio e la regola di tipicità delle legittimazioni straordinarie.* – Quanto argomentato nel precedente paragrafo appare costituire analitica dimostrazione che non è fondata l'obiezione, espressa nei precedenti di giurisprudenza anteriormente passati in rassegna, secondo cui l'esercizio in nome di un socio dell'azione sociale di responsabilità sarebbe precluso dal principio di tassatività delle legittimazioni straordinarie di cui all'art. 81 c.p.c. Ed infatti, non occorre guardare all'art. 2476, comma 3, c.c. per rinvenire il fondamento della legittimazione straordinaria anche in materia di società di persone, perché si può e si deve far riferimento all'art. 2259, comma 3, c.c.: questa norma, che consente a ciascun socio di ottenere la revoca giudiziale dell'amministratore per giusta causa, e dunque – come visto – di agire per la risoluzione del "mandato" gestorio per inadempimento, fa salvo, in ogni caso, il diritto al risarcimento del danno. E se compete al singolo socio chiedere ed ottenere la revoca dell'amministratore per giusta causa, allo stesso compete anche chiedere i danni, non per sé ma per la società.

Questa conclusione porta anzitutto a confrontarsi con la tesi secondo cui l'esercizio individuale dell'azione di responsabilità nelle società in accomandita semplice sarebbe ammissibile se qualificata come azione surrogatoria. Tale tesi, che pur va apprezzata quale concreto tentativo di restituire effettività all'art. 2260, comma 2, c.c., presenta tuttavia alcune non trascurabili debolezze. Ed infatti, come già la Cassazione ha posto in rilievo<sup>38</sup>, persino nei casi di distrazione di patrimonio sociale, che costituiscono fattispecie tra le più ricorrenti nelle azioni di responsabilità nelle società di persone, non può affermarsi l'esistenza di un diritto di credito del socio agli utili che potrebbero spettargli dal vittorioso esercizio dell'azione di responsabilità, dovendo questi anzitutto formarsi in capo alla società. Il che svela l'intrinseca debolezza di questa tesi, e cioè di radicare il diritto del socio di agire in nome proprio sul necessario accertamento di un interesse anche individuale che, viceversa, non solo non serve, ma anzi offusca la rilevanza dell'interesse sociale di cui questo deve farsi interprete quando agisce per la revoca giudiziale degli amministratori.

---

<sup>38</sup> Cass., 7 settembre 1993, n. 9385, cit.

Nettamente preferibile risulta, pertanto, fondare la legittimazione straordinaria non già sull'art. 2900 c.c., che esige la dimostrazione di una ragione di credito che di regola né sussiste né assume rilievo, bensì sull'art. 2259, comma 3, c.c., che invece radica una legittimazione straordinaria sul presupposto, implicito e incontrovertibile, che ciascun socio abbia un interesse (anche) proprio alla corretta gestione della società, il cui patrimonio subisce o ha subito diminuzione per la condotta degli amministratori.

5.4. *L'esercizio dell'azione di responsabilità come potere di controllo del socio.* – Il che porta la riflessione all'esame della tesi secondo cui un diritto individuale del socio a promuovere l'azione di responsabilità andrebbe riconosciuto perché esercizio di un potere di controllo, e non di un atto di gestione.

Questa tesi parte dal corretto o, quanto meno, condivisibile rilievo che, quando viene affermato che spetta alla società decidere sull'opportunità dell'azione di danni contro gli amministratori, ma poi si traspone tale considerazione sul piano della legittimazione processuale senza chiarire come e chi debba decidere l'esperimento dell'azione, «non si fa altro che sovrapporre l'istituto della rappresentanza con il processo decisionale endosocietario, sempre necessario perché l'ente addivenga alla formazione di un atto di volontà»<sup>39</sup>.

Tale impostazione consente all'Autrice di affermare che, sebbene nelle società di persone non esista necessariamente un'organizzazione di tipo corporativo, è tuttavia sempre possibile distinguere se una determinata decisione sociale «ricada nella competenza degli amministratori, ove sia qualificabile come atto di gestione, ovvero se spetti a tutti i soci, ove non sia riconducibile agli atti di gestione». Dandosi per presupposto che, se la decisione in ordine all'esercizio di un'azione di responsabilità fosse un atto di gestione, si darebbe corso ad una contraddizione in termini, si giunge agevolmente a qualificare tale decisione quale espressione del potere di controllo sulla gestione<sup>40</sup>. Con la conseguenza che la stessa spetta sicuramente ai soci non amministratori, ma anche ai co-amministratori esenti da colpa: tutti questi sono pertanto perimenti investiti della titolarità del potere decisionale con riguardo all'esercizio di una azione di responsabilità.

Venendo così alla definizione delle modalità di esercizio del potere di concorrere alla decisione, si afferma che va esclusa la correttezza di una soluzione che assegni la decisione a tutti i soci all'unanimità, sul rilievo che tale sarebbe il modo per attribuire proprio agli amministratori destinatari dell'azione il potere di bloccarla in contrasto con l'interesse sociale. Sul punto, la serrata argomentazione scivola, tuttavia, in un'affermazione non adeguatamente dimostrata, e cioè che gli amministratori responsabili «devono essere esclusi dalla legittimazione al voto per l'ineluttabile conflitto d'interessi in cui versano»<sup>41</sup>. Riget-

---

<sup>39</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 255.

<sup>40</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 260 s. La tesi secondo cui i poteri di concorso all'amministrazione vanno ricostruiti in termini di poteri di controllo sulla gestione, come abbiamo già visto, risale a P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 222.

<sup>41</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 267. Ma per una serrata critica di questa impostazione si v., non solo quanto affermato retro al n. 5.2., ma soprattutto quanto in altra sede osservato contro l'argomento che vorrebbe escludere, sulla base del conflitto di interessi, l'amministratore revocando dal computo dell'unanimità o maggioranza necessaria a norma dell'art. 2259 c.c.: cfr. N. DE LUCA-G.M. D'AIELLO, *La revoca della facoltà di amministrare*, cit., 759 ss.

tata l'ipotesi di deliberazione all'unanimità, si conclude perciò nel senso che è sufficiente la maggioranza calcolata per quote di interesse, esclusi dal voto i soci in conflitto di interesse<sup>42</sup>. Sul punto si esprimeranno delle motivate perplessità al successivo n. 6.

L'analisi delle modalità di decisione collegiale circa l'esercizio dell'azione di responsabilità, non preclude – nella tesi che si sta riportando – di riconoscere anche una legittimazione concorrente del singolo socio. Il primo argomento al riguardo addotto è tratto proprio dall'art. 2259, comma 3, c.c.: l'Autrice, infatti, giustamente contesta il ricorso diretto alla previsione dell'art. 2476, comma 3, c.c., reputando che la stessa valga solo a confortare sistematicamente una tesi, in ogni caso, da trarre da norme espressamente poste nella disciplina delle società di persone. In specie si afferma che «nella disciplina della revoca per giusta causa (art. 2259, 3° comma, c.c.) sia implicita anche la legittimazione (individuale) ad agire per il risarcimento del danno al patrimonio sociale». Tale norma consentirebbe di trarre la conclusione che «nel più sia contenuto il meno, ossia che l'attribuzione (esplicita) al socio di un ampio potere di controllo, qual è quello di revoca dell'amministratore, implichi a fortiori l'attribuzione (implicita) del diritto di azione per il risarcimento del danno diretto». Conferma se ne trae proprio dall'art. 1453 c.c., valorizzato precedentemente in questo scritto, là dove lo stesso fa salvo in ogni caso il risarcimento del danno<sup>43</sup>.

A questi argomenti viene aggiunto quello di un interesse anche personale del socio a reintegrare il patrimonio sociale onde non incorrere in una più ampia responsabilità con il proprio patrimonio personale<sup>44</sup>: l'argomento, tuttavia, non si addice nel campo delle società in accomandita semplice, in cui l'accomandante, socio limitatamente responsabile, non può avere un tale interesse<sup>45</sup>. Utili sono invece gli ampi riferimenti comparatistici all'ordinamento francese, a quello spagnolo, a quello tedesco e agli ordinamenti di *common law*, tutti convergenti nel senso qui divisato<sup>46</sup>.

6. *L'azione di responsabilità esercitata dal singolo socio nelle società in accomandita semplice.* – Il percorso argomentativo, con il quale è stato possibile confutare gli argomenti contrari all'ammissibilità dell'azione sociale di responsabilità esercitata dal singolo socio di una società personale, consente adesso di confrontarsi con il tema specifico che costituisce oggetto del presente lavoro, e cioè quello dell'azione esercitata dal socio, accomandatario o accomandante, di una società in accomandita semplice.

Occorre partire da un dato normativo specifico, costituito dall'art. 2319 c.c., per il quale la nomina e la revoca degli amministratori, nel caso di atto separato, avviene all'unanimità degli accomandatari e con l'approvazione di tanti soci accomandanti che rappresentino la maggioranza del capitale da essi sottoscritta. Questa norma, oltre a

<sup>42</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 269.

<sup>43</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 278.

<sup>44</sup> F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 280 ss.

<sup>45</sup> Non a caso F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 309 ss. è costretta a tenere conto di tale obiezione, reputando di poterla superare sulla base di argomenti che, tuttavia, appaiono complessivamente indebolire una tesi, invece, per altro verso solida e convincente.

<sup>46</sup> Basta il rinvio all'ampia e completa trattazione di F. VESSIA, *La responsabilità*, cit., 287 ss., 291 ss., 295 ss., 298 ss.



quanto dispone direttamente, dà due ulteriori indicazioni: da una parte, afferma in generale la necessaria compartecipazione degli accomandanti alla nomina (e alla revoca) degli amministratori, a seconda dei casi all'unanimità o a maggioranza; dall'altra parte, nel richiamare l'art. 2259 c.c., per derogarlo solo in relazione al secondo comma, ne ribadisce l'applicabilità nelle restanti parti, e cioè per quanto qui più interessa il terzo comma, là dove si attribuisce ad ogni socio, accomandatario o accomandante, il potere di adire l'autorità giudiziaria per la revoca dell'amministratore per giusta causa<sup>47</sup>.

Se è, dunque, vero che anche nelle società in accomandita semplice, tanto gli accomandanti, quanto gli accomandatari, possono agire per la revoca giudiziale dell'amministratore, quando sussiste giusta causa, dovrebbe reputarsi ammissibile – per quanto già osservato – anche l'esercizio individuale dell'azione di responsabilità, esercitata in nome del socio e nell'interesse della società. Non sembra, infatti, che possa o debba distinguersi tra azione esercitata dall'accomandatario e azione esercitata dall'accomandante. Il che dovrebbe confermare che un'eventuale questione di legittimità costituzionale dell'art. 2260 c.c., in specifico riferimento alle azioni di responsabilità esercitate nelle società in accomandita semplice, va ritenuta infondata perché esiste – ed è doverosa – un'interpretazione costituzionalmente orientata della norma.

Va a questo punto riesaminata, con più solide basi, la questione affrontata dal Tribunale di Santa Maria C.V., se l'accomandatario che eserciti l'azione sociale di responsabilità di altro accomandatario debba o meno dichiarare di agire in nome proprio o se possa (o debba) agire in nome e per conto della società (per l'accomandante, ovviamente, l'alternativa non si pone). Più precisamente, al cospetto del potere dei soci (accomandanti o accomandatari) di agire quali sostituti processuali della società per la revoca giudiziale, ex art. 2259, comma 3, c.c., occorre chiedersi se agli stessi sia consentito di agire anche per il risarcimento del danno già inferto e – qualora siano al contempo titolari del potere di rappresentanza della società, come accade per definizione per gli accomandatari – se sia loro concesso di agire sempre in nome proprio o sempre in nome e per conto della società, o in un caso in nome proprio e nell'altro in nome e per conto della società: ed invero, sarebbe bizzarro doversi giungere alla conclusione che Tizio, accomandatario, debba agire in nome proprio ma nell'interesse della società per far revocare Caio, parimenti accomandatario, ma che al contempo il medesimo Tizio debba agire in nome e per conto della società per fare valere le medesime responsabilità che integrano giusta causa di revoca di Caio, quali atti di *mala gestio*, ai fini del risarcimento del danno. Logico e ragionevole, quanto meno in astratto, sarebbe che Tizio potesse e dovesse agire con entrambe le domande giudiziali o in nome proprio, dunque quale sostituto processuale della società, o per entrambe in nome e per conto della società, titolare del diritto. Cominciamo dunque dalla verifica della prima ipotesi, e cioè se sia consentito di agire in nome proprio sia per la revoca sia per la responsabilità.

Come abbiamo visto, la giurisprudenza della Cassazione ha ammesso l'azione esercitata dal singolo socio in nome proprio nei confronti di un altro, volta ad ottenere sia la revoca giudiziale sia il risarcimento dei danni: quanto al risarcimento dei danni, pe-

---

<sup>47</sup> Conformi, oltre a P. MONTALENTI, *Il socio accomandante*, cit., 308, anche G. FERRI, *sub art. 2319*, in *Società*<sup>3</sup>, cit., 483 s.; M. BUSSOLETTI, voce *Società in accomandita semplice*, in *Enc. dir.*, LXII, Milano, 1990, 963; A.M. LEOZAPPA, *sub art. 2319*, in *Commentario Gabrielli-Santosuosso*, artt. 2247-2378, Torino, 2015, 557 ss.

rò, l'azione è stata reputata ammissibile sol perché il socio che agiva era anche amministratore, dunque dotato del potere di rappresentanza della società<sup>48</sup>. Senonché, arrivati a questo punto della riflessione, tale soluzione si rivela abbastanza chiaramente inesatta sotto il profilo giuridico, in quanto (fermo restando quanto già osservato sulla legittimazione individuale di tutti i soci): o entrambe le azioni devono essere esercitate in persona dell'amministratore, in nome e per conto della società, e allora quella di responsabilità esercitata dall'amministratore in proprio va dichiarata inammissibile (come afferma il precedente del Tribunale di Santa Maria C.V.), oppure anche questa seconda azione deve essere ammessa perché esercitata da un socio in nome proprio (accomandante o accomandatario), a nulla rilevando se questo sia o meno anche legale rappresentante della società.

Il caso risolto dalla Cassazione, peraltro, non risolve di per sé l'ipotesi opposta, parimenti rilevante, e cioè se, per evitarsi l'assurdo di dovere agire in nome proprio per la revoca e in nome della società per i danni, al socio che sia al contempo amministratore sia consentito di agire in nome della società per entrambe le domande. In altri termini, se possa ammettersi anche l'esercizio dell'azione di revoca giudiziale non in nome del singolo socio, come prevede l'art. 2259, comma 3, c.c. bensì in nome e per conto della società<sup>49</sup>. La questione appare analoga e utilmente confrontabile con quella dibattuta in materia di s.r.l., e già menzionata in precedenza, e cioè se la legittimazione processuale dei soci ad agire a titolo individuale non solo per la responsabilità per danni, ma anche per la revoca cautelare, sia esclusiva, o se concorra con quella della società per mezzo dei suoi rappresentanti.

In materia di s.r.l., come visto, si afferma l'ammissibilità dell'azione sociale di responsabilità e con essa di quella, anche cautelare, di revoca in nome della società; si osserva però doverosamente come l'azione debba essere previamente decisa dalla società e tale decisione non solo appartiene ai soci come collettività, non agli amministratori o ai singoli soci, ma – come abbiamo dimostrato – va decisa con le stesse maggioranze previste per la rinuncia o la transazione, senza che il socio amministratore ritenuto responsabile possa essere privato del voto (fermo restando che potrà astenersi volontariamente) e senza che l'approvazione con più di un quinto del capitale comporti revoca automatica. Per affermare che anche nelle società di persone sia ammissibile l'azione di revoca giudiziale esercitata dalla società, va compiuto analogo sforzo ricostruttivo sulle modalità di decisione dell'azione.

Al riguardo, la disciplina delle società personali è chiara e mostra immediatamente come l'esercizio in nome e per conto della società dell'azione diretta alla revoca giudiziale di un amministratore non possa, in concreto, avere spazio. E, infatti, la decisione di revoca dell'amministratore nominato con l'atto costitutivo richiede l'unanimità (e cioè il voto favorevole di tutti i soci, accomandanti e accomandatari, incluso l'accomandatario da revocare quale amministratore<sup>50</sup>), mentre la revoca dell'amministratore

<sup>48</sup> Cass., 13 gennaio 1987, n. 134, cit.

<sup>49</sup> Sembra adombrare questa possibilità, App. Napoli, 20 aprile 2017, n. 1748/2017, cit.

<sup>50</sup> Esattamente, in questo senso, Cass., 12 giugno 1996, n. 5416 (facendo però riferimento all'art. 2252 c.c., anziché all'art. 2259, comma 1, c.c.); Trib. Torino, 27 febbraio 1998, in *Giur. comm.*, 1979, II, 697 (richiamandosi all'art. 2259, comma 1, c.c. e ai principi del mandato in *rem propriam*). *Contra*, ma con tesi non più sostenibile, giacché il conflitto di interessi dell'amministratore revocando non può condurre – una volta modificato l'art. 2373 c.c. utilizzato in via analogica – all'esclusione del voto: M. BUSSOLETTI, voce

nominato con atto separato attrae la regola, appena vista, dell'art. 2319 c.c., e va quindi deliberata con il consenso unanime degli accomandatari e quello maggioritario degli accomandanti. Così formatosi il consenso sociale, peraltro, in nessuno dei due casi si richiede l'avvio di un'azione giudiziaria, poiché la revoca è diretta conseguenza della decisione dei soci. Né del resto potrebbe convenientemente sostenersi che la decisione di agire giudizialmente per la revoca dell'amministratore possa spettare ad una maggioranza semplice, sia essa computata per teste, come nell'esclusione, o per quote, come nei conflitti gestori. Si tratterebbe infatti di una conclusione che non trova alcun appiglio normativo e che anzi contrasta con i dati che la legge offre.

Dal che si trae una conclusione molto rilevante anche in materia di azioni di responsabilità. Se è vero che anche nelle società in accomandita semplice è prevista la revoca stragiudiziale degli amministratori, con certe regole sulla formazione del consenso sociale, e che in difetto di tal necessario consenso il rimedio è quello della revoca giudiziale; e se è vero che la revoca giudiziale non può essere chiesta dalla società, ma solo dai soci individualmente, perché l'esercizio del diritto sostanziale presupporrebbe la formazione di una volontà sociale che esclude la necessità del provvedimento giudiziale; allora, non è vero che la legittimazione straordinaria dei soci sia concorrente rispetto a quella della società: questa, finché l'amministratore è in carica, è esclusiva. Per ulteriore conseguenza, se è vero che il potere individuale dei soci di agire, quali sostituti processuali della società, per la revoca giudiziale degli amministratori per giusta causa fonda altresì il potere di agire per il risarcimento dei danni, sempre a favore della società, ne consegue che anche per l'azione di risarcimento dei danni non esiste una legittimazione concorrente della società finché l'amministratore accomandatario è ancora in carica, poiché la decisione relativa dovrebbe essere assunta secondo le stesse regole della revoca, e cioè con il suo necessario concorso: in questa ipotesi si avrebbe riconoscimento della responsabilità e l'azione giudiziaria sarebbe inutile. Legittimazione concorrente della società può, dunque, giustificarsi solo là dove l'amministratore sia già cessato non solo dalla carica di amministratore, ma pure da quella di accomandatario (verosimilmente per esclusione). Altrimenti tanto l'azione di revoca come quella di responsabilità devono essere esercitate dal singolo socio, quale sostituto processuale necessario. In questo senso, deve ritenersi che l'azione introdotta davanti al Tribunale di Milano di cui si è fatto cenno (n. 3.2.) non dovesse meritare alcuna censura di carattere processuale: il socio accomandante aveva la legittimazione straordinaria che pur non è stata ravvisata dal giudicante e, avendo citato in giudizio la società a fini di integrazione del contraddittorio (quale parte sostituita), al pari di quanto si esige in materia di s.r.l., era doverosa la nomina di un curatore speciale, data peraltro l'assenza dell'organo amministrativo per effetto della revoca giudiziale dell'amministratore, non perché legittimasse facendo proprio l'operato dell'accomandante, ma perché potesse partecipare direttamente ad un giudizio comunque destinato a farle stato.

Tutto quanto è emerso a proposito delle società personali, ed in particolare delle s.a.s., conferma le perplessità, già manifestate in altra sede<sup>51</sup>, circa l'opportunità di am-

---

*Società in accomandita semplice*, cit., 963; seguito, anche dopo la riforma del 2003, da A.M. LEOZAPPA, *sub art. 2319*, cit., 558 (pur perfettamente consapevole delle possibili obiezioni).

<sup>51</sup> E v. lo scritto citato a nt. 29.

mettere un'azione di responsabilità nelle s.r.l., promossa a seguito di deliberazione assembleare a maggioranza, anziché dai soci che la compongono, fintanto che l'amministratore sia in carica. Pur se con maggioranza molto ampia, quella prevista per la rinuncia o la transazione di un'azione di responsabilità, la decisione assembleare finisce per eludere la regola sulle spese, che le vuole rimborsate dalla società solo se l'azione è vittoriosa.

PARTE V

GRUPPI E ALTRI ISTITUTI DI  
AGGREGAZIONE FRA IMPRESE



# LA RILEVANZA DEI VANTAGGI COMPENSATIVI FUTURI: QUALCHE RECENTE CONFERMA NORMATIVA

di *Oreste Cagnasso*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I vantaggi compensativi futuri: uno sguardo alla dottrina ed alla giurisprudenza. – 3. Trasferimento di risorse infragruppo e concordato preventivo nel Codice della crisi. – 3.1. I gruppi di imprese. – 3.2. Concordato preventivo di gruppo: l’“intreccio” di norme. – 3.3. Il concordato preventivo di gruppo: una sintesi. – 3.4. Concordato preventivo di gruppo e vantaggi compensativi. – 4. Il sostegno finanziario infragruppo nel Testo Unico Bancario. – 5. Il sostegno finanziario di gruppo e i vantaggi compensativi.

1. *Premessa.* – “Le direttive [della capogruppo] possono anche imporre pregiudizi economici alle società del gruppo purché ... sussistano dei «vantaggi compensativi attuali o anche soltanto fondatamente prevedibili» e non come altri studiosi sostengono solo se attuali e specificamente individuati. In questo senso deve essere ... letta l’espressione legislativa «alla luce del risultato complessivo» a pena di ridurre in concreto l’area operativa della ‘scriminante’ alla sola ipotesi della compensazione economica attuale. Sicuramente la prevedibilità deve concretizzarsi in una valutazione prognostica ... e non sulla base di meri apprezzamenti soggettivi”.

Così si esprime l’Autore a cui è dedicato questo scritto, che, come è noto, ha elaborato la teoria dei vantaggi compensativi<sup>1</sup>.

Invero, uno dei problemi interpretativi, nel ricostruire la nozione di vantaggi compensativi idonei ad escludere la responsabilità nell’esercizio dell’attività di eterodirezione, concerne il tempo della loro realizzazione. Sono rilevanti solo quelli già verificatisi al momento del giudizio od anche quelli fondatamente prevedibili? Come ricorda Paolo Montalenti nel passo ora richiamato la dottrina sul punto è divisa<sup>2</sup>.

2. *I vantaggi compensativi futuri: uno sguardo alla dottrina ed alla giurisprudenza.* – Secondo la tesi “rigida” sono rilevanti solo i vantaggi compensativi realizzati: tale opinione troverebbe fondamento nel dato letterale costituito dall’art. 2497 c.c., laddove il legislatore fa riferimento al danno che risulta mancante o eliminato. Sulla base di tale formula sembrerebbe quindi che la disposizione presupponga un pregiudizio già venuto meno per la presenza attuale di un vantaggio compensativo oppure già eliminato.

La tesi “elastica” ritiene rilevanti non solo i vantaggi compensativi realizzati, ma

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *L’attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017, 232 (e in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.).

<sup>2</sup> Per una recente sintesi v. M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 364 ss.

anche quelli fondatamente prevedibili al momento del giudizio. Come si è già osservato richiamando il passo di Paolo Montalenti, un altro dato letterale sembra avvalorare tale tesi: il legislatore infatti fa riferimento al risultato complessivo dell'appartenenza al gruppo e quindi pare ricomprendere anche vantaggi prospettici, sia pure fondatamente prevedibili. Inoltre, sotto un profilo sistematico ed operativo, la tesi "rigida" offre una lettura troppo angusta dell'area di applicazione dei vantaggi compensativi, così da circoscriverne la rilevanza ad ipotesi tutto sommato abbastanza marginali ed a richiamare in qualche misura una semplice compensazione. Come si è osservato in dottrina<sup>3</sup>, la lettura restrittiva "si scontra con un dato dell'esperienza intimamente connesso alla funzione economica dei gruppi di società e, in certe situazioni, rischierebbe di rendere il principio dei vantaggi compensativi inutile imponendo decisioni inefficienti".

Naturalmente il giudizio di prevedibilità, anzi di fondata prevedibilità, come tutte le valutazioni prognostiche, può presentare notevoli difficoltà e deve essere ancorato ad elementi rigorosi. In particolare, si è osservato che acquistano in tale prospettiva rilievo il fondamento, la probabilità e il tempo previsto per il verificarsi dei vantaggi: il giudice non può che effettuare una valutazione, alla luce di tali parametri, caso per caso<sup>4</sup>.

L'opinione prevalente in dottrina è favorevole all'interpretazione più ampia e nello stesso senso si è espressa la giurisprudenza<sup>5</sup>. Nelle pagine seguenti vorrei dedicare attenzione a regole introdotte dal Codice della crisi che, nell'ottica delle procedure concorsuali, avvalorano la rilevanza dei vantaggi futuri. Vorrei altresì soffermarmi su di una norma, introdotta dal Decreto correttivo, che espressamente si riferisce a vantaggi compensativi fondatamente prevedibili.

In un altro contesto esaminerò l'istituto, introdotto recentemente, nel T.U. bancario, del sostegno finanziario di gruppo, costruito dal legislatore nella prospettiva della rilevanza di vantaggi compensativi futuri.

3. *Trasferimento di risorse infragruppo e concordato preventivo nel Codice della crisi.* – 3.1. *I gruppi di imprese.* – Il titolo VI del Codice della crisi contiene, come è noto, le norme relative all'insolvenza dei gruppi di imprese (artt. 284 ss.). La loro definizione è fornita dall'art. 2, lett. h): per gruppo di imprese si intende "l'insieme delle società, delle imprese e degli enti, esclusi lo Stato e gli enti territoriali, che ai sensi degli artt. 2497 e 2545 septies c.c. esercitano o sono sottoposti alla direzione e coordinamento di una società, di un ente o di una persona fisica". "A tal fine si presume, salvo prova contraria, che l'attività di direzione e coordinamento delle società del gruppo sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci oppure dalla società o ente che le controlla, direttamente o indirettamente, anche nei casi di controllo congiunto".

Il primo capo disciplina il concordato, gli accordi di ristrutturazione e il piano attestato di gruppo. La domanda di accesso al concordato preventivo, come pure quella alla procedura di omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti, possono essere

<sup>3</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 381.

<sup>4</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, 391.

<sup>5</sup> Cfr. le indicazioni di I. BENEDETTI, *I vantaggi compensativi nella giurisprudenza*, in *Riv. dir. impresa*, 2015, 140 ss.



proposte con un unico ricorso. Il capo secondo regola la procedura unitaria di liquidazione giudiziale. Quest'ultima presuppone l'opportunità di forme di coordinamento nella liquidazione degli attivi funzionali all'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori delle diverse imprese di gruppo. Il capo terzo disciplina gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza di imprese appartenenti ad un gruppo. Il capo quarto contiene alcune norme qualificate come comuni che concernono le azioni di inefficacia tra imprese del gruppo, quelle di responsabilità, la denuncia di gravi irregolarità e i finanziamenti infragrupo<sup>6</sup>.

3.2. *Concordato preventivo di gruppo: l'“intreccio” di norme.* – Nel regolare la riorganizzazione unitaria delle imprese di gruppo in crisi o insolventi, il legislatore disciplina partitamente il concordato, gli accordi di ristrutturazione e il piano attestato di gruppo. L'obiettivo, come è stato giustamente sottolineato<sup>7</sup>, consiste nell'“*utilità di valorizzare l'integrazione economica e finanziaria ... anche nella fase patologica*”, oltre che nel risparmio di costi.

In particolare, la disciplina del concordato preventivo di gruppo nasce da un complesso e articolato “intreccio” di regole collocate su piani differenti e a volte non semplici da coordinare. In primo luogo, le regole “transtipiche”, contenute nel comma secondo dell'art. 2086 c.c., relative all'obbligo di costruire assetti adeguati, di monitorare la crisi e di intervenire tempestivamente. In secondo luogo, le disposizioni in tema di concordato preventivo, di concordato delle società, di concordato di gruppo, che costituiscono altrettante tessere di un mosaico alquanto articolato. E ancora: la disciplina della s.p.a. e della s.r.l., con specifiche peculiarità, a cui si sovrappone la normativa relativa all'esercizio del potere di direzione e coordinamento. Ed infine, la presenza di regole concernenti determinate operazioni: in particolare i finanziamenti infragrupo e, per le società quotate, le operazioni con parti correlate.

---

<sup>6</sup> Cfr. nell'amplissima bibliografia dedicata ai gruppi, per tutti, M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi di impresa nei gruppi di società*, in *Società, Banche e Crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014, 2709 ss.; M. CALLEGARI, *Gli assetti societari e i gruppi*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, opera diretta da M. IRRERA, Bologna, 2016, 585 ss.; N. ABRIANI-L. PANZANI, *Crisi e insolvenza nei gruppi di società*, in *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, diretto da O. CAGNASSO-L. PANZANI, II, Torino, 2016, 2993 ss., a cui si rinvia per le amplissime citazioni bibliografiche. In relazione alla disciplina contenuta nel Codice della crisi v. G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCII: fra unità e pluralità*, in *Soc.*, 2019, 413 ss.; EAD., *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, n. 3, 669 ss.; M. MIOLA, *Crisi dei gruppi e finanziamenti infragrupo nel Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. Soc.*, 2019, 306 ss.; e in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. Scritti in ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 440 ss.; S. MONTI, *La crisi e l'insolvenza dei e nei gruppi di impresa*, in *Il nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, a cura di S. SANZO-D. BURRONI, Bologna, 2019, 318 ss.; M. PALLADINO, *La nuova disciplina dei gruppi di impresa*, Roma, 2019; M. SPIOTTA, *La disciplina dei gruppi*, in *Giur. it.*, 2019, 2014 ss.; G. FAUCEGLIA, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2019. Sul controllo congiunto v. V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2005, 1 ss.

<sup>7</sup> G. D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2019, 277.

3.3. *Il concordato preventivo di gruppo: una sintesi.* – Come dispone l'art. 284 del Codice della crisi, comma primo, è ammissibile la proposizione con un unico ricorso della domanda di accesso al concordato preventivo. È una scelta che può essere effettuata dalle imprese esclusivamente in presenza di alcuni presupposti. Il primo attiene al profilo soggettivo: deve trattarsi di imprese assoggettabili a concordato preventivo e quindi che svolgano attività commerciale e abbiano le dimensioni oltre le soglie previste dal legislatore. Un ulteriore connotato concerne il profilo oggettivo: devono essere imprese in crisi o insolventi. Più precisamente tale situazione deve sussistere per ogni impresa e non è configurabile un'insolvenza del gruppo unitariamente considerato.

Le imprese che presentano un unico ricorso debbono inoltre appartenere al medesimo gruppo: pertanto deve sussistere tra le stesse un legame riconducibile al rapporto di gruppo, così come delineato all'art. 2 del Codice. Ed ancora: è prevista la presenza di un'ulteriore circostanza, che fa riferimento alla collocazione geografica: tutte le imprese debbono avere il proprio centro degli interessi principali nello Stato italiano.

Infine, deve sussistere un presupposto di tipo sostanziale, descritto dal legislatore con la formula “*miglior soddisfacimento dei creditori delle singole imprese*”. Più precisamente il quarto comma dell'art. 284 dispone: “*la domanda deve contenere l'illustrazione delle ragioni di maggiore convenienza, in funzione del migliore soddisfacimento dei creditori delle singole imprese, della scelta di presentare un piano unitario ovvero piani reciprocamente collegati e interferenti invece di un piano autonomo per ciascuna impresa*”. Il Decreto correttivo aggiunge: “*il piano o i piani quantificano il beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo, anche per effetto della sussistenza di vantaggi compensativi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo*”. Pertanto, l'utilizzo della domanda di accesso con unico ricorso non può essere il frutto di una scelta puramente discrezionale, ma deve essere motivata dalla presenza dell'effetto ora illustrato. Occorre quindi porre a confronto il risultato che potrebbe derivare da una pluralità di procedure concordatarie con quello che potrebbe derivare dalla procedura unitaria: è possibile ricorrere a quest'ultima se:

- a nessuna delle imprese del gruppo deriva un pregiudizio;
- ed inoltre ad una o più imprese consegue un migliore soddisfacimento dei creditori<sup>8</sup>.

Non pare per contro necessario che il miglior soddisfacimento debba riscontrarsi a favore dei creditori di tutte le imprese del gruppo. In presenza dei presupposti ora richiamati è ammissibile che le imprese appartenenti ad un gruppo propongano una domanda unitaria di concordato.

Il legislatore introduce, in caso di concordato di gruppo, la possibilità che il piano o i piani prevedano operazioni contrattuali e riorganizzative, inclusi i trasferimenti di risorse infragruppo (art. 285, comma secondo del Codice della crisi). Quanto alle seconde possono venire in considerazione quelle straordinarie disciplinate dall'art. 116.

Le operazioni in esame e, in particolare, i trasferimenti di risorse infragruppo, richiedono, innanzitutto, un presupposto formale, consistente nell'attestazione da parte di un professionista indipendente della sussistenza di un duplice carattere.

<sup>8</sup> G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 282.

Deve trattarsi, in primo luogo, di operazioni necessarie ai fini della continuità aziendale per le imprese per le quali sono previste nel piano; deve trattarsi inoltre di operazioni coerenti con l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo, tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese. Così dispone il comma secondo dell'art. 285.

Stando alla lettera del dato normativo, i trasferimenti di risorse infragruppo sono ammissibili solo nell'ipotesi di concordato in continuità e solo se in tale prospettiva siano da qualificare come necessari. Pertanto, le imprese beneficiarie di tali trasferimenti debbono essere, stando alla norma, da sottoporre ad un concordato in continuità. Si è affermato in dottrina che *“sembra possibile estendere il campo applicativo, consentendo il trasferimento anche in favore di imprese per le quali sia prevista la liquidazione, purché si dimostri che ciò sia necessario a consentire la continuità aziendale di altre imprese del gruppo (ed eventualmente anche della stessa impresa trasferente)”*<sup>9</sup>. Non pare, per contro, possibile estendere la norma al caso in cui tutte le imprese siano da sottoporre a concordato liquidatorio<sup>10</sup>.

La seconda condizione, e cioè il miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo, riproduce quanto previsto dal legislatore ai fini dell'ammissibilità dello stesso concordato di gruppo, laddove prevede la necessità della maggiore convenienza, in funzione del migliore soddisfacimento dei creditori delle singole imprese, della scelta di presentare un concordato di gruppo. Anche in questo caso può ritenersi che l'obiettivo sia raggiunto quando i creditori di nessuna impresa sono pregiudicati e si realizza il miglior soddisfacimento dei creditori di una o più imprese<sup>11</sup>. Si tratta poi di verificare se le imprese “avvantaggiate” siano necessariamente quelle destinatarie delle operazioni infragruppo o anche altre.

In caso di opposizione all'omologazione da parte dei creditori (dissenzienti appartenenti a una classe dissenziente o, nel caso di mancata formazione delle classi, rappresentanti almeno il 20% dei crediti ammessi al voto con riguardo ad una singola società), che facciano valere il carattere pregiudizievole delle operazioni infragruppo, il Tribunale omologa il concordato *“qualora ritenga, sulla base di una valutazione complessiva del piano o dei piani collegati, e tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese del gruppo, che i creditori possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto riceverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola società”*. Il confronto da effettuare è quindi tra quanto ricavabile dal concordato (in presenza dell'operazione pregiudizievole) e quanto dalla liquidazione giudiziale della singola società. Come si è rilevato in dottrina<sup>12</sup>, *“il legislatore riconosce la legittimità del depauperamento di un'impresa ai danni di un'altra finché non vi è lesione dello zoccolo duro rappresentato da quanto il creditore potrebbe ottenere in sede di liquidazione giudiziale”*.

Il legislatore prevede espressamente la possibilità di elisione del pregiudizio in presenza di vantaggi compensativi, che però non collega alla società “pregiudicata”, ma alle “singole società del gruppo”. Come è stato osservato in dottrina, *“questa norma riveste una notevole importanza sistematica giacché potrebbe offrire lo spunto per*

<sup>9</sup> G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 289.

<sup>10</sup> G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 289, che ritiene trattarsi di una “limitazione non ragionevole”.

<sup>11</sup> G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 289.

<sup>12</sup> L. PANZANI, *Il concordato di gruppo*, in *Fallimento*, 2020, 1353.

*adottare una nozione di “interesse di gruppo” prevalente sull’interesse (“egoistico”) delle singole società raggruppate (e dei suoi soci esterni)”*<sup>13</sup>.

3.4. *Concordato preventivo di gruppo e vantaggi compensativi.* – Come risulta dal richiamo alle norme effettuato nelle pagine precedenti, nell’ambito della disciplina del concordato preventivo di gruppo il riferimento ai vantaggi compensativi è presente espressamente in due norme, l’una, contenuta nel quinto comma dell’art. 285 del Codice della crisi, l’altra, nel quarto comma dell’art. 284. Si tratta di regole che si collocano in prospettive differenti: la prima, concerne i trasferimenti di risorse, la seconda, le condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo rispetto a quello di ciascuna impresa separatamente considerata.

A) Come già osservato, il legislatore consente espressamente i trasferimenti di risorse infragruppo: introduce però alcune condizioni, di carattere sostanziale e procedurale, nonché alcuni strumenti di tutela a favore dei creditori e dei soci.

La prima condizione di carattere sostanziale è descritta dal comma secondo dell’art. 285 del Codice della crisi con la formula: *“operazioni necessarie ai fini della continuità aziendale per le imprese per le quali essa è prevista nel piano”*.

Il secondo presupposto è delineato dalla norma richiamata nel seguente modo: *“operazioni coerenti con l’obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo, tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese”*. Al di là del dato testuale sembra sufficiente, come si è già rilevato, che l’operazione comporti un miglior soddisfacimento dei creditori di almeno alcune società e che i creditori di nessuna società risultino pregiudicati. Come è stato osservato in dottrina, occorre che *“gli eventuali trasferimenti di risorse migliorino il soddisfacimento dei creditori di una o più imprese senza risultare lesivi per i creditori delle altre componenti, compresi quelli della società che compie la disposizione”*<sup>14</sup>.

L’espressione utilizzata dal legislatore mi sembra appunto da ricostruire nel modo ora illustrato: pertanto, deve trattarsi di un trasferimento di risorse infragruppo che è idoneo a creare un beneficio per almeno una delle società appartenenti al gruppo e in concordato e non determina un pregiudizio per i creditori delle altre società o di per sé o perché l’eventuale pregiudizio è controbilanciato da vantaggi compensativi.

Nel valutare il possibile pregiudizio ai creditori o ai soci dei trasferimenti di risorse infragruppo occorre infatti tener conto, in applicazione dei principi generali in tema di responsabilità della capogruppo di cui all’art. 2497 c.c., dei vantaggi compensativi: si tratta, come si è appena osservato, di un principio di portata generale.

Come è stato osservato in dottrina, anteriormente all’emanazione del Codice della crisi, *“la circostanza che l’operazione sia posta in essere tra società che operano non già autonomamente, bensì secondo una logica di gruppo, impone di riguardare l’atto, isolatamente pregiudizievole, alla luce delle prospettive di ristrutturazione o di liquidazione aggregata del gruppo insolvente nel suo complesso, offerte dal lecito esercizio dell’attività di direzione e*

<sup>13</sup> M. SPIOTTA, *La disciplina dei gruppi*, cit., 2020.

<sup>14</sup> L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della crisi del gruppo: primi spunti di riflessione su talune questioni problematiche*, Paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto Commerciale, 14-15 febbraio 2020, 9; cfr. altresì M. MAUGERI, *Gruppo insolvente e competenza territoriale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2018, II, 222 ss.; G. D’ATTORRE, *op. cit.*, 277; F. GUERRERA, *La regolazione negoziale della crisi e dell’insolvenza dei gruppi di imprese nel nuovo CCII*, in *Questione Giustizia*.

*coordinamento*”: in particolare vengono in considerazione le fattispecie “*in cui i vantaggi ritratti dal risanamento o dalla liquidazione aggregata dell’attività del gruppo risultino, per la società pregiudicata da una certa operazione, pari o superiore ai sacrifici infertile*”<sup>15</sup>.

Sotto il profilo procedurale il legislatore prevede che i due presupposti sostanziali (necessità ai fini della continuità aziendale e coerenza con l’obbiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori) siano oggetto di attestazione da parte di un professionista indipendente.

I trasferimenti di risorse infragruppo, oltre che oggetto dell’attestazione del professionista indipendente, debbono essere motivati secondo le regole comuni relative all’esercizio del potere di eterodirezione. Anche nel caso del gruppo in crisi o insolvente troveranno applicazione le regole procedurali e di trasparenza relative alle operazioni con parti correlate.

Come si diceva, sono poi presenti, così come richiedeva la legge delega, strumenti di tutela a favore dei creditori e dei soci, consistenti nell’omologazione. I creditori legittimati ad avvalersene sono quelli dissenzienti appartenenti ad una classe dissenziente o, nel caso di mancata formazione delle classi, che rappresentino almeno il 20% dei crediti ammessi al voto con riguardo ad una singola impresa, tenuto conto dei vantaggi compensativi. Presupposto dell’opposizione è il (presunto) effetto pregiudizievole dei trasferimenti di risorse infragruppo. In tal caso, ai sensi del quarto comma dell’art. 285, il Tribunale omologa il concordato qualora ritenga, sulla base di una valutazione complessiva del piano o dei piani collegati, che i creditori possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto ricaverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola impresa, tenuto conto dei vantaggi compensativi<sup>16</sup>.

Come si è già rilevato, anche lo strumento di tutela a favore dei soci ha carattere endoconcorsuale e consiste nell’opposizione all’omologazione. Si tratta di un’ipotesi che consente ai soci di minoranza di far valere il pregiudizio arrecato alla redditività o al valore della partecipazione sociale dalle operazioni di trasferimento di risorse.

Il Tribunale omologa il concordato se esclude la sussistenza del pregiudizio in considerazione dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese dal piano di gruppo. Come è stato osservato in dottrina, il Tribunale “*deve applicare la teoria dei vantaggi compensativi*”<sup>17</sup>. In effetti, la norma contrappone espressamente pregiudizio e vantaggi compensativi e quindi sembra alludere appunto a circostanze idonee ad eliderli.

Nel ricostruire la categoria dei vantaggi compensativi occorre collocarsi nella prospettiva del gruppo in crisi o insolvente e quindi in un’ottica diversa da quella propria nel caso di operazioni infragruppo tra società *in bonis*. Ciò posto, si tratterà normalmente di vantaggi futuri, sia pure “*fondatamente prevedibili in un arco di tempo predefinito*”<sup>18</sup>. Non è necessario, come è stato osservato<sup>19</sup>, che il vantaggio sia certo e quindi consista in una “*contestuale corresponsione di un’attribuzione patrimoniale alla*

<sup>15</sup> R. SANTAGATA, *Concordato preventivo “di gruppo” e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Riv. dir. impresa*, 2015, 244 s.

<sup>16</sup> Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *La crisi e l’insolvenza dei gruppi di società*, cit., 704.

<sup>17</sup> Cfr. L. BENEDETTI, *op. cit.*, 14.

<sup>18</sup> R. SANTAGATA, *op. cit.*, 247; 249.

<sup>19</sup> R. SANTAGATA, *op. cit.*, 248.

*società sacrificata*". Può trattarsi, nel cercare di delineare una qualche classificazione, di vantaggi per c.d. endoconcorsuali? Per esempio, evitare la liquidazione giudiziale di una delle società del gruppo, così da impedire l'esercizio nei suoi confronti di azioni revocatorie o risarcitorie<sup>20</sup>. Ma eliminare un rischio equivale ad un vantaggio?

Tra i vantaggi in esame non mi pare collocabile quello consistente nella stessa continuità aziendale per le imprese beneficiarie, dal momento che tale circostanza rappresenta un presupposto per l'ammissibilità dell'operazione di trasferimento di risorse. Potrebbero venire in considerazione, come beneficio da contrapporre al pregiudizio, soprattutto la maggior redditività di un'impresa controllata? Se, ad esempio, la controllante trasferisce risorse alla controllata, creando a se stessa un pregiudizio, potrebbe essere controbilanciato dal "potenziamento delle prospettive" della controllata nell'ottica della continuità aziendale?

B) Con riferimento alle condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo, come si è già osservato, l'art. 284 del Codice della crisi fa riferimento, tra l'altro, alle "*ragioni di maggiore convenienza, in funzione del migliore soddisfacimento dei creditori delle singole imprese, della scelta di presentare un piano unitario ovvero piani reciprocamente collegati e interferenti, invece di un piano autonomo per ciascuna società*". Si tratta infatti di condizioni che debbono sussistere al momento dell'ammissione alla procedura di concordato di gruppo<sup>21</sup>. Ai fini dell'omologa, per contro, il Tribunale valuta se i creditori possono essere soddisfatti in misura non inferiore rispetto a quanto riceverebbero dalla liquidazione giudiziale delle società (art. 285, quarto comma). Come si è osservato<sup>22</sup>, "*si può sciogliere l'apparente antinomia osservando che poiché le due valutazioni comparative vanno effettuate in momenti diversi, l'una in sede di ammissione e l'altra di omologazione, al momento di effettuare quest'ultima il Tribunale dovrebbe essere ragionevolmente certo che la proposta unitaria è più favorevole per i creditori della proposta monistica*".

Inoltre il piano o i piani debbono "*quantificare il beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo*". Nell'individuare tale beneficio il legislatore aggiunge che si deve tenere conto "*della sussistenza di vantaggi compensativi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento e dall'appartenenza al gruppo*". In questo caso, il legislatore si riferisce a vantaggi compensativi non legati ad un pregiudizio, ma ad un "beneficio". Inoltre, si tratta di vantaggi compensativi derivanti dal collegamento e dall'appartenenza al gruppo.

A me pare che in tale contesto più che di vantaggi compensativi, che sembrerebbero presupporre sempre la "cancellazione" di un pregiudizio, si tratti di sinergie di gruppo. D'altra parte, questa lettura sembra coerente con la finalità della norma: il legislatore intende infatti individuare i presupposti che legittimano l'utilizzo del concordato di gruppo in luogo di quello singolo, non lasciando la scelta alla semplice discrezionalità delle società e dei loro organi. Per accedere al concordato di gruppo occorre che il collegamento tra le imprese e quindi la procedura unitaria porti un beneficio ai creditori, beneficio appunto realizzabile in particolare proprio tenendo conto delle sinergie di gruppo e della possibilità di operazioni infragruppo (che non possono essere pregiudizievoli o, se lo sono, debbono cancellare il pregiudizio con la presenza di vantaggi compensativi).

<sup>20</sup> R. SANTAGATA, *op. cit.*, 249.

<sup>21</sup> G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 290.

<sup>22</sup> L. PANZANI, *op. cit.*, 1351, nt. 19.

Un esempio concreto potrebbe chiarire l'assunto. In un piano unitario si ipotizzi che la società A trasferisca alla società B (tutte e due appartenenti allo stesso gruppo) una propria tecnologia per un prezzo inferiore a quello di mercato; a sua volta la società B, in conformità al piano, si obbliga a fruirne ed a fornire alla società A prodotti derivanti da tale utilizzo ad un prezzo inferiore a quello di mercato. La società A subisce un pregiudizio, ma "controbilanciato" da un vantaggio compensativo futuro. Si immagini, per contro, che la società A trasferisca gratuitamente alla società B propria tecnologia, non utilizzata né utilizzabile dalla prima e neppure collocabile sul mercato; la società B, per contro, è in grado di utilizzare tale tecnologia e di produrre beni o servizi in tal modo tecnologicamente più avanzati ad un prezzo superiore a quello precedentemente praticato. La società A non subisce alcun pregiudizio, dal momento che la tecnologia è inutilizzabile e non ha un valore di mercato; la società B, per contro, acquisisce un vantaggio, consistente nel maggior prezzo di vendita dei beni, derivante da sinergie di gruppo.

Mi sembra che la norma contenuta nel correttivo, qualificando i vantaggi come compensativi, non distingue tra le due realtà economiche differenti: i vantaggi compensativi in senso proprio e cioè quelli diretti a "controbilanciare" un pregiudizio e, per contro, le sinergie di gruppo, derivanti appunto dall'appartenenza allo stesso gruppo ed indipendenti dalla presenza di pregiudizi.

In ogni caso, è molto significativo che il legislatore parli di vantaggi compensativi conseguiti o fondatamente prevedibili. Se si intende la norma riferibile nel senso proprio ai vantaggi compensativi, si tratta di un chiaro ed espresso riconoscimento da parte del legislatore della circostanza che gli stessi nella prospettiva del piano non possono che normalmente proiettarsi nel futuro e quindi sono rilevanti anche se non ancora conseguiti, purché appunto siano fondatamente prevedibili. Ma anche qualora si ricostruisce la norma come riferita a sinergie di gruppo, non necessariamente dirette a contrastare pregiudizi, l'espressa previsione della loro rilevanza anche se fondatamente prevedibili, rappresenta un dato normativo significativo a favore della tesi che ammette vantaggi compensativi proiettati nel futuro.

4. *Il sostegno finanziario infragruppo nel Testo Unico Bancario.* – All'interno del titolo dedicato alla disciplina della crisi il T.U.B. contiene un capo relativo al sostegno finanziario di gruppo inserito dal d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181. Alcune norme sono dedicate all'accordo di gruppo per fornire reciprocamente sostegno finanziario nel caso in cui si realizzino per una delle società i presupposti dell'intervento precoce.

Come è stato osservato, nella prospettiva delle misure preparatorie e di intervento precoce in caso di crisi previste dalla Direttiva BRRD, recepita in Italia con il d.lgs. 16 marzo 2015, n. 181, e in particolare dei piani di risanamento, "*il legislatore del 2015 si è presumibilmente fatto carico di disciplinare il (possibile) contenuto del piano, prevedendo – in particolare per i piani di risanamento di gruppo (art. 69 quinquies) – la conclusione di un accordo di sostegno finanziario infragruppo bancario*". "*Così configurata, la stipulazione di detti accordi si tramuterebbe in una sorta di scelta obbligata*

*che non potrebbe essere ragionevolmente disattesa se non a fronte di specifiche esigenze che ne consiglino l'adozione*"<sup>23</sup>.

L'accordo può essere stipulato da una banca italiana o società italiana capogruppo di un gruppo bancario, le società italiane ed estere appartenenti al gruppo e le altre società incluse nella vigilanza consolidata.

Il sostegno finanziario può essere concesso con varie modalità quali finanziamenti, prestazioni di garanzie, messa a disposizione di beni o attività da utilizzare come garanzia reale o finanziaria, combinazione di queste forme, sia attraverso un'unica operazione o una pluralità di esse, anche tra il beneficiario del sostegno e i soggetti terzi, pure esterni al gruppo e non partecipanti all'accordo. Il progetto di accordo deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia, che valuta la sua coerenza con le condizioni di legge, congiuntamente con le altre autorità competenti sulle banche comunitarie aderenti all'accordo, in conformità alle disposizioni dell'Unione Europea. Ottenuta l'autorizzazione il progetto di accordo è sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria dei soci di ciascuna società del gruppo aderente. È necessario altresì un parere predisposto dai componenti indipendenti dell'organo amministrativo sull'interesse della società ad aderire all'accordo nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. La stessa assemblea straordinaria dei soci può revocare l'approvazione del progetto se non si sono ancora realizzati i presupposti dell'accordo precoce in capo a uno o più società aderenti: la revoca diviene efficace solo a seguito della predisposizione di un piano di risoluzione individuale o di gruppo che tenga conto delle mutate circostanze, o, in ogni caso, decorsi dodici mesi dalla revoca. L'approvazione o la sua revoca non costituiscono causa di recesso del socio dalla società. La delibera di approvazione è soggetta a particolari forme di pubblicità. La necessità dell'intervento dell'assemblea straordinaria trova giustificazione nella circostanza della sua rilevanza ai fini delle vicende del gruppo.

Su un piano differente si pone il momento esecutivo e cioè la decisione sulla concessione e sull'accettazione del sostegno finanziario: si tratta di scelte di competenza dell'organo amministrativo di ciascuna società interessata, che deve adeguatamente motivarla, indicando l'obiettivo del sostegno e la sua conformità alle condizioni di leg-

---

<sup>23</sup> C.L. APPIO, *Sugli accordi di sostegno finanziario infragruppo bancario*, in *Crisi e insolvenza. Scritti in ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 61; cfr. sugli accordi finanziari infragruppo M. LAMANDINI, *La proposta di direttiva sulla gestione delle crisi bancarie e i contratti di assistenza finanziaria infragruppo: qualche considerazione di diritto societario*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, 2643 ss.; E. GRANATA, *Operazioni di sostegno nell'ambito dei gruppi bancari: prospettive di una disciplina europea*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 616 ss.; E. RICCIARDIELLO, *Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo nella direttiva 2014/59/UE (BRRD)*, in *L'unione bancaria europea*, a cura di M. CHITI-V. SANTORO, Pisa, 2016, 449 ss.; P. MATERA, *Appunti (e spunti comparatistici) in tema di sostegno finanziario all'interno del gruppo bancario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 1, 2017, 1 ss.; F. M. SBARBARO, *Gli effetti dell'accordo di gruppo sugli stakeholder dell'impresa bancaria. Profili contrattuali e suggestioni di "enterprise view"*, *ibid.*, 38 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'incidenza degli accordi di sostegno finanziario infragruppo sull'evoluzione della struttura organizzativa bancaria*, *ibid.*, suppl. 4, 2016, 83 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sulla governance nel settore del credito (il difficile incontro tra diritto societario e speciale bancario)*, *ibid.*, suppl. 2, 1 ss.; *Commentario al testo unico in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. CAPRIGLIONE, Padova, 2018, 885 ss.; M. LAMANDINI, *Gli accordi di sostegno finanziario nel gruppo bancario*, in *La gestione delle crisi bancarie*, Padova, 2018, 177 ss.; G. MARRA, *Gli accordi di sostegno finanziario di gruppo ex artt. 69 – duodecies ss. t.u.b.: spunti critici e questioni aperte*, in *Orizzonti di Diritto Commerciale*, 2020.



ge. La delibera di concessione del sostegno è trasmessa alla Banca d'Italia, che ne può vietare o limitare l'esecuzione se le condizioni di legge non sono soddisfatte.

La conclusione degli accordi in esame e la prestazione di sostegno finanziario in loro esecuzione non sono soggette a una serie di norme previste nel testo unico, nel codice civile e nella legge fallimentare<sup>24</sup>.

Come è stato osservato in dottrina, la disciplina ora brevemente richiamata fornisce *“al laboratorio del diritto bancario e finanziario un primo importante campo di prova e un assai utile paradigma normativo per la disciplina dei regolamenti di gruppo chiamati a governare ex ante le condizioni di assistenza finanziaria intra-gruppo”*<sup>25</sup>.

5. *Il sostegno finanziario di gruppo e i vantaggi compensativi.* – In particolare, con riferimento alla presente indagine, assume rilievo la norma contenuta nell'art. 69 *duodecies*, quinto comma, lett. c) T.U.B.: quest'ultima, nell'elencare le condizioni dell'accordo, prevede che debba indicare i criteri di calcolo per determinare, al momento in cui il sostegno finanziario viene fornito, il corrispettivo dovuto per qualsiasi operazione effettuata in virtù dell'accordo stesso; ove necessario per conseguire le finalità dell'accordo, i criteri possono non tenere conto del prezzo di mercato, in particolare se esso è

<sup>24</sup> Viene esclusa l'applicazione sia alla conclusione degli accordi di gruppo sia alla prestazione di sostegno finanziario in loro esecuzione delle regole in tema di finanziamento dei soci ed infragruppo (artt. 2467 e 2497 *quinquies* c.c.); di quelle concernenti la revocatoria ordinaria (art. 2901 c.c.), anche in sede fallimentare (art. 66 l.f.), nonché delle norme in tema di revocatoria fallimentare (artt. 64, 65 e 67 l.f.); di quelle relative alla revocatoria “speciale” prevista in caso di finanziamenti dei soci o infragruppo (artt. 2467 e 2497 *quinquies* c.c.) e infine di alcune fattispecie di reato di bancarotta fraudolenta (art. 216, comma primo, n. 1) e comma terzo l.f.) e semplice (art. 217 l.f.). Si tratta di eliminare “ostacoli” alla conclusione ed all'esecuzione degli accordi di gruppo diretti alla prestazione di sostegno finanziario, in presenza dei “presidi” previsti dal legislatore nell'uno e nell'altro caso che dovrebbero superare la necessità di applicare le norme ora richiamate, anche nella prospettiva della rilevanza degli istituti in esame ai fini della stabilità del gruppo. In particolare, la disciplina dei finanziamenti infragruppo non pare poter venire in considerazione con riferimento alla stipulazione dell'accordo, dal momento che quest'ultimo, ai sensi dell'art. 69 *duodecies* T.U.B., comma sesto, “non può essere concluso se”, in tale momento, “per una delle parti dell'accordo sussistono, a giudizio dell'autorità competente, i presupposti dell'intervento precoce”. Quindi di tratta di accordi stipulati in un contesto in cui rispetto a tutte le parti non sussistono situazioni in senso lato di crisi. Ma anche con riferimento alle prestazioni di sostegno finanziario le norme in questione non sembrano poter venire in considerazione o comunque sono “controbilanciate” dalla regola, contenuta nella lett. e) del comma primo dell'art. 69 *quinquiesdecies* T.U.B., per cui la concessione non deve mettere “a repentaglio la liquidità o solvibilità della società del gruppo che la fornisce”. Inoltre sussistono una serie di condizioni per il sostegno previste dall'articolo ora richiamato, nonché il controllo sulla delibera di concessione del sostegno da parte della Banca d'Italia, che può vietare o limitarne l'esecuzione se le condizioni non sono soddisfatte.

La disapplicazione della regola di diritto fallimentare che era contenuta nel comma secondo dell'art. 2467 c.c. e richiamata dall'art. 2497 *quinquies* c.c. (per cui a determinate condizioni in caso di fallimento della società finanziata la somma rimborsata ai soci deve essere restituita al curatore) rappresenta una sorta di revocatoria “speciale” e quindi la sua disapplicazione nel nostro caso è coerente con il venir meno dell'operatività delle norme in tema di revocatoria. Infatti sia la disciplina della revocatoria ordinaria, anche in sede fallimentare, sia quella della revocatoria fallimentare non trovano applicazione. In effetti si tratta di accordi o di sostegni finanziari in esecuzione degli stessi posti in essere in presenza di una complessa trama di presupposti e di controlli interni alla società ed esterni (da parte della Banca d'Italia), nella prospettiva di offrire stabilità all'intero gruppo, che non potrebbero venire in considerazione in presenza di rischi di revocatoria. Nella stessa prospettiva si collocano e trovano giustificazione il venir meno del disvalore penale di tali atti e quindi l'esclusione dalle fattispecie di bancarotta fraudolenta e semplice.

<sup>25</sup> M. LAMANDINI, *op. cit.*, 178.

influenzato da fattori anormali ed esterni al gruppo o se la parte che fornisce il sostegno dispone, in forza dell'appartenenza al gruppo del beneficiario, di informazioni non pubbliche rilevanti.

Si tratta, come si è sottolineato in dottrina<sup>26</sup>, di una norma “*coraggiosa e assai opportuna, in prospettiva prudenziale, giacché mira a rendere la tenuta dell'accordo impermeabile a contestazioni sul giusto prezzo. Essa declina tuttavia con qualche libertà una previsione europea più laconica e ambigua, sicché anche a riguardo l'applicazione giurisprudenziale forse dirà (se del caso previo rinvio pregiudiziale alla CGUE ai sensi dell'art. 267 TFEU) se la scelta legislativa nazionale sia o meno pienamente conforme al diritto societario europeo*”. Lo stesso Autore, richiamando un rilievo di Paolo Montalenti, sottolinea come la giurisprudenza italiana, con riferimento alla disciplina della direzione e coordinamento, ha opportunamente deciso per le legittimità di corrispettivi per servizi infragruppo pari al costo o comunque forfettariamente determinati<sup>27</sup>.

Assai significativa è anche la disciplina delle condizioni per il sostegno contenuta nell'art. 69 *quinquiesdecies*: il sostegno finanziario previsto dall'accordo è concesso, tra l'altro, se vi è la ragionevole aspettativa, sulla base delle informazioni a disposizione dell'organo amministrativo della società che lo fornisce, che sarà pagato un corrispettivo e rimborsato il prestito o sarà possibile recuperare per intero quanto versato sul fondamento di una garanzia concessa. Inoltre, la concessione del sostegno finanziario non deve mettere a repentaglio la liquidità o solvibilità delle società del gruppo o minacciare la stabilità del sistema finanziario.

Come si è già osservato, ai sensi dell'art. 69 *duodecies*, comma quinto, lett. c), l'accordo di gruppo per il sostegno finanziario deve tra l'altro indicare i criteri di calcolo per determinare, al momento in cui il sostegno viene fornito, il corrispettivo dovuto per qualsiasi operazione. Si aggiunge che “*ove necessario per conseguire le finalità dell'accordo, i criteri possono non tenere conto del prezzo di mercato*”: tale circostanza si verifica “*in particolare se è influenzato da fattori anomali ed esterni al gruppo*” oppure se “*la parte che fornisce il sostegno dispone, in forza dell'appartenenza al gruppo del beneficiario, le informazioni non pubbliche rilevanti*”. Pertanto si prevede che normalmente debba essere determinato un corrispettivo che tiene conto del prezzo di mercato. Con riferimento in particolare a due circostanze si può non tenerne conto. Nell'interpretazione di tale norma si è osservato che “*così legiferando, si legittima una determinazione del corrispettivo diversa dal prezzo di mercato in ragione delle informazioni in possesso dei contraenti*”; “*mettendo da parte l'interrogativo se le ipotesi prefigurate siano le sole nelle quali sarebbe consentito deviare rispetto alla determinazione del corrispettivo in base al prezzo di mercato, resta il fatto che il legislatore – soprattutto nel secondo caso – sembrerebbe esaltare ancora una volta il ruolo nell'interesse del gruppo*”<sup>28</sup>.

Se si accede ad una lettura restrittiva della norma e quindi si ritiene che si possa non tener conto del prezzo di mercato in presenza o di fattori anomali oppure di informazioni derivanti dall'appartenenza al gruppo e quindi di circostanza che dimostrano che

<sup>26</sup> M. LAMANDINI, *op. cit.*, 185.

<sup>27</sup> Sono richiamati Trib. Milano, 15 aprile 2014; 25 ottobre 2012; 25 marzo 2013.

<sup>28</sup> C.L. APPIO, *op. cit.*, 63 s.

il prezzo di mercato non è sostanzialmente significativo, mi pare che la norma si possa ricondurre alla fattispecie dei vantaggi compensativi costituita dall'eliminazione del pregiudizio. Infatti, se l'operazione a favore di una delle società del gruppo richiede un corrispettivo allineato al mercato, salvo situazioni anomale o particolari, non si verifica alcun pregiudizio.

Altra dottrina ha inteso la norma in senso più lato, quale “*un punto di emersione concreto dell'importanza della teoria dei vantaggi compensativi*”<sup>29</sup>. Se si valorizza questa interpretazione e si riconduce la possibilità di non tener conto del prezzo di mercato alla regola dei vantaggi compensativi, è possibile una lettura più ampia dei casi di deroga, resa ammissibile dalla sussistenza del vantaggio compensativo di conseguire le finalità dell'accordo e in particolare di evitare la crisi.

In ogni caso il legislatore prevede che sussista “*una ragionevole aspettativa che il finanziamento sarà restituito o, se il sostegno è fornito nella forma di una garanzia o altrimenti, che sarà possibile recuperare per intero capitale, interessi e spese*”<sup>30</sup>.

Qualunque lettura si voglia dare delle norme ora richiamate, si riferiscano a vantaggi compensativi nella forma dell'eliminazione del pregiudizio, oppure a quelli in senso proprio, si tratta di un'ipotesi che fa riferimento a circostanze future: infatti il finanziamento viene concesso in un certo momento e il corrispettivo verrà erogato in un momento successivo. Inoltre si tratta di vantaggi compensativi fondatamente prevedibili, dal momento che occorre la ragionevole certezza del pagamento in futuro del corrispettivo o della possibilità fruttuosa di far valere il diritto di regresso o di surroga<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> M. LAMANDINI, *Gli accordi di sostegno finanziario*, cit., 183.

<sup>30</sup> M. LAMANDINI, *op. ult. cit.*, 188.

<sup>31</sup> Nel settembre 2007 è stato adottato il *European Model Companies Act*, modello di atto legislativo armonizzato di diritto societario redatto da accademici ed esperti di vari paesi europei. Particolarmente interessante è la condizione “*che abilita a disattendere le direttive della capogruppo*” costituita dalla “ragionevole” previsione che l'eventuale pregiudizio derivante dalla loro esecuzione non risulti adeguatamente compensato in un arco di tempo altrettanto ragionevole il che rimanda inequivocabilmente alla teoria dei vantaggi compensativi, assunta nell'ordinamento italiano e nel diritto progettuale europeo ad elemento cardine della regolazione del gruppo” (S. COVINO, *Tutela dei soci di minoranza e dovere di “resistenza” degli amministratori di s.p.a. eterodirette (alla luce del European Model Companies Act)*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1301 ss.).

# ASSETTI E *GOVERNANCE* DEI GRUPPI. QUALE IL RUOLO DELLA *SOFT LAW*?

di Mia Callegari

SOMMARIO: 1. Prospettive di analisi: gli assetti societari nei gruppi. – 2. Gruppo, interessi e assetti nel Codice di Corporate Governance. – 3. Un esempio di prospettiva di gruppo nelle società *unlisted*. Le Linee Guida per le imprese a Controllo Familiare. – 4. Cenni a principi e raccomandazioni in tema di gruppi rinvenibili in *soft law* di natura settoriale. – 5. La *soft law* di gruppo. Riflessioni conclusive.

1. *Prospettive di analisi: gli assetti societari nei gruppi*. – Nell'attuale contesto la rilevanza dell'adeguatezza degli assetti si pone al centro delle politiche di *governance* e, nell'ambito dei gruppi, la *governance* assume una declinazione peculiare, il cui perno è la necessità di bilanciare gli interessi del gruppo con quelli delle singole società.

L'evoluzione della realtà economica sottesa al fenomeno, la progressiva articolazione dell'amministrazione nelle compagini eterodirette, la ricerca del contenuto e dei confini della direzione unitaria e la rimodulazione degli equilibri e degli interessi induce qualche peculiare prospettiva di riflessione quando si affronta il tema degli assetti societari nei gruppi. Infatti, qualunque sia la configurazione (per struttura, ambito operativo, dimensioni, articolazione orizzontate o verticale, con una sola *holding*, con più *holding* o *sub holding*) che il gruppo va ad assumere, l'assoggettamento all'altrui direzione e coordinamento comporta la dislocazione del processo decisionale al di fuori dell'organizzazione societaria delle controllate, con una sostanziale ridefinizione della forma organizzativa delle società eterodirette e dei loro processi decisionali interni, suscettibile di ingenerare "sinergie virtuose" o, all'opposto, "inefficienti sovrapposizioni o duplicazioni"<sup>1</sup>.

Come noto, il quadro è multiforme e articolato in ragione della possibile partecipazione di tipi societari diversi e di società quotate e non quotate, nonché della possibile coesistenza dell'attività di direzione e coordinamento direttamente esercitata dalla *holding* di vertice con quella delle *subholding* nei confronti delle società controllate. In tali ipotesi, occorrerà valutare in concreto quale sia l'effettiva autonomia direzionale delle *subholding*: laddove la *holding* di vertice operi come centro propulsore e le *subholding* abbiano una funzione esecutiva ovvero siano tenute ad uniformarsi alle direttive della capogruppo nell'elaborare le politiche di settore, allora dovrà riconoscersi unicamente alla *holding* di vertice la qualità di soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento<sup>2</sup>; diversamente dovrà attri-

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Giur. It.*, 2013, 1175 ss..

<sup>2</sup> P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2007, 317.

buirsi rilevanza al potere di indirizzo autonomamente esercitato dalle *subholding* nei confronti delle società da esse controllate, anche al fine di valutare eventuali responsabilità reciproche<sup>3</sup>. Il potere esercitato dal soggetto controllante infatti non influenza l'organizzazione societaria in senso formale, ma rende necessario individuarne i confini poiché alla capogruppo, una volta identificata, verranno attribuiti particolari poteri-doveri ed essa assumerà la qualifica di garante dell'unità e del coordinamento tra le imprese eterodirette.

Dal punto di vista degli assetti organizzativi, il potere di direzione e coordinamento ha come conseguenza, secondo la struttura funzionale concretamente realizzata, una più o meno severa compressione dell'autonomia gestionale della controllata e perciò una rimodulazione dell'interesse sociale, da essa specificatamente e singolarmente perseguito, anche nell'ottica dell'applicazione delle regole di cui all'art. 2391 c.c.<sup>4</sup>. Infatti, il trasferimento del potere amministrativo e gestorio dalla controllata alla capogruppo comporta il venir meno di una piena e incondizionata autonomia gestionale della società diretta e coordinata, con una significativa e peculiare alterazione delle competenze dei suoi organi<sup>5</sup>. Se si aderisce alla prospettiva maggioritaria, che riconduce il ruolo della *holding* e attribuisce una particolare concezione della dicotomia unità-pluralità di gruppo alla teoria del gruppo di diritto, si presuppone che quello della capogruppo si configuri come un vero e proprio potere giuridico, con inevitabili ripercussioni sull'organizzazione societaria e sui rapporti tra le società del gruppo e con riconoscimento di un particolare valore "organizzativo" alla disciplina di cui agli artt. 2497 ss. c.c.

In tale ricostruzione, si giunge ad ipotizzare un certo "assetto organizzativo di gruppo", nel quale adeguare "le competenze organiche e i processi decisionali e di controllo alla 'struttura di gruppo' dell'impresa, introducendo la 'prospettiva di gruppo' come criterio di orientamento e valutazione dell'esercizio delle funzioni organiche e aziendali"<sup>6</sup>.

Ne emerge un quadro in cui è di tutta evidenza la rilevanza assunta dal fatto dell'esercizio dell'attività di direzione e di coordinamento quale perno dell'applicazione dello statuto normativo del gruppo, accanto al riconoscimento del ruolo dell'autonomia privata, alla quale proprio lo stesso impianto normativo apre ampi spazi.

2. *Gruppo, interessi e assetti nel Codice di Corporate Governance.* – Sull'onda del proclamato intendimento della Commissione Europea di definire e armonizzare il

<sup>3</sup> Conf. F. VELLA, *La società holding*, Milano, 1993, 16 ss.

<sup>4</sup> F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 153 ss.; F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. I, Torino, 2006, 131 ss.; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, *ibidem*, vol. II, 31 ss.; G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Accentramento di funzioni e di servizi nel gruppo e nel ruolo dell'assemblea della società controllata*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, 463 ss.

<sup>5</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, 229; F. GUERRERA, "Compiti" e responsabilità del socio di controllo, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 20 ss.; U. TOMBARI, *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance gruppi di società)*, in *Riv. soc.*, 2009, 129.

<sup>6</sup> F. GUERRERA, *I regolamenti di gruppo*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. II, cit., 1560.

concetto di “interesse di gruppo” nel diritto societario dell’Unione, già formalizzato nell’Action Plan del 2012, e la cui importanza è stata sottolineata nella *Relazione sul riconoscimento dell’interesse di gruppo* dell’ICLEG del 2016, abbiamo assistito a segnali forti e univoci in ordine alla necessità di fornire regole sulla *governance* di gruppo sia a livello interno che europeo, in ambiti talora settoriali talaltra trasversali, di cui è emblematico esempio da ultimo la sezione dedicata ai gruppi nel Codice della Crisi.<sup>7</sup>

È peraltro evidente che la sorte della Proposta di Direttiva sui Gruppi, inizialmente così caldeggiata e poi abbandonata ai blocchi di partenza, testimonia la coesistenza di diritti nazionali caratterizzati da approcci ancora molto eterogenei.

Ed è proprio nei contesti in cui si assiste alla stratificazione di fonti articolate di rango e campo di applicazione diversi, come posto in luce da Paolo Montalenti, allievo del mio Maestro e maestro della Scuola Torinese, cui è dedicato il presente contributo, che i Codici di autodisciplina trovano il loro *habitat* naturale: siamo in un momento storico in cui “*il sistema di self regulation appare uno strumento apprezzabile di stimolo per il rafforzamento della corporate governance attraverso la valutazione del mercato, che (...) ha incentivato il processo di armonizzazione tra i diversi ordinamenti*”<sup>8</sup>.

Poiché la maggior parte delle società quotate appartengono ad un gruppo<sup>9</sup>, pare opportuna una breve riflessione su come il Codice di Corporate Governance italiano, anche in una sintetica comparazione con altri Codici di autodisciplina<sup>10</sup>, affronti la questione, domandandoci se si offra come strumento integrativo regolativo dotato di incisività anche in questa particolare prospettiva.

2.1. Analogamente al Codice del 2018, il *Codice di Corporate Governance 2020* non include una definizione di gruppo e non dedica una sezione alla *governance* del gruppo, ma contiene principi e raccomandazioni applicabili in tale ambito, per esplicito

---

<sup>7</sup> Su cui v. G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCII: fra unità e pluralità*, in *Le Società*, 2019, 413ss.; B. MAFFEI ALBERTI, *La nuova disciplina dei gruppi di imprese*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 6 aprile 2022; E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell’impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020; AA. VV., *I gruppi nel Codice della Crisi*, a cura di D. Vattermoli, Pisa, 2020; P. BOSTICCO, *I gruppi di società nel Codice della crisi di impresa*, Milano, 2022; S. PACCHI-S. AMBROSINI, *Diritto della crisi e dell’insolvenza*, II ediz., Bologna, 2022; N. ABRIANI-G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi dei gruppi e composizione negoziata*, in *diritto della crisi.it*, 23 dicembre 2021, 11.

<sup>8</sup> P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista Corporate Governance*, 2021, fasc. 1. Cfr. O. CAGNASSO, *La dimensione dell’impresa e il Codice di Corporate governance*, in *Rivista Corporate Governance*, 2021, fasc. 1; G. ALPA, *Il nuovo Codice della “corporate governance” delle società quotate*, in *Contratto e impresa*, 2020, 567ss.; M. HOUBEN, *Articolazione dell’organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di “Corporate Governance”*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, I, 713ss.; M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell’autodisciplina*, in *Riv. Soc.*, 2020, 302 ss.

<sup>9</sup> A fine 2020, su un totale di 225 società quotate, le facenti parte di un gruppo rappresentano l’84% del listino e il 73% della capitalizzazione (cfr. Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, X Edizione, 28 marzo 2022).

<sup>10</sup> Tra gli studi comparatistici, che si sono occupati di censire i Codici di Autodisciplina adottati in numerosi Paesi si segnalano, in particolare, D.S. SZABÒ-K.E. SØRENSEN, *Corporate governance codes and group of companies: in search of best practices for Group Governance*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, vol. 15 e il *OECD Corporate Governance Factbook (V edizione: 2021)*.

richiamo o per la necessità di declinare in maniera peculiare i doveri di amministrazione o di controllo in considerazione del contesto. Più precisamente, si segnalano, tra le altre, le regole inerenti la remunerazione degli organi di amministrazione estese ai compensi nelle società controllate<sup>11</sup>; le indicazioni sulla gestione dei conflitti di interesse comprensive dei rapporti degli amministratori con le altre società del gruppo<sup>12</sup>; i vincoli e i doveri informativi sulle acquisizioni di partecipazioni da parte degli amministratori applicate alle operazioni su azioni delle società del gruppo<sup>13</sup>; l'attenzione alla redazione dei conti consolidati e alla loro revisione<sup>14</sup>, nonché la correlazione tra le regole inerenti i rapporti con gli azionisti di controllo e l'esercizio della *governance* da parte della *holding*.

Sebbene il *focus* sia sulla capogruppo quotata e, come meglio si vedrà, le raccomandazioni non siano declinate allo specifico scopo di affrontare le questioni fondamentali di *governance* dei gruppi, al di là di questi limiti di fondo, il *Codice di Corporate Governance* italiano 2020 è comunque risultato, ad un'analisi comparativa compiuta su 47 codici, tra i 16 che contengono maggiori riferimenti al contesto di gruppo<sup>15</sup> e al riconoscimento dell'interesse di gruppo<sup>16</sup>.

Il Codice del 2020 si caratterizza, nel panorama europeo generale e nel confronto con i Principi G20/OCSE<sup>17</sup>, per essere uno dei pochi che valorizza l'esistenza del gruppo e il perseguimento di politiche di gruppo. Ai sensi dell'art. 1 Principio II, infatti, l'organo di amministrazione definisce le strategie della società e *del gruppo ad essa facente capo* in coerenza con il principio I (ovvero il perseguimento del successo sostenibile<sup>18</sup>) e ne monitora l'attuazione. Come esplicitato nelle Raccomandazioni all'art. 1, l'organo di amministrazione (a) esamina e approva il piano industriale della società e *del gruppo ad essa facente capo*, (...) (d) definisce il sistema di governo societario della società e la *struttura del gruppo ad essa facente capo* e valuta l'adeguatezza dell'assetto

<sup>11</sup> Le *best practices* sulle remunerazioni si rinvencono in quasi tutti i Codici di Autodisciplina, e in particolare in quello austriaco, francese e russo.

<sup>12</sup> Hanno impostazione analoga a quella del Codice di Corporate Governance i Codici di Autodisciplina austriaco, greco e spagnolo.

<sup>13</sup> In particolare l'*Österreichischer Corporate Governance Kodex* dedica l'intero *Annex 3* al tema delle acquisizioni e un approccio analogo si rinviene nei Codici di autodisciplina francese e belga.

<sup>14</sup> V. il Codice OCSE e i Codici di autodisciplina austriaco, belga e spagnolo.

<sup>15</sup> A tali conclusioni giunge la citata analisi di SZABÒ e SØRENSEN, che è basata sulla ricorrenza del termine "gruppo" e di termini affini (come *holding*, *subsidiary*, *parent*) e considera rilevanti i Codici che contengano più di 14 ricorrenze. Si nota una maggiore attenzione al contesto di gruppo nei codici più recenti, mentre non si ravvisano correlazioni tra la regolamentazione di gruppo e la ripartizione continentale, pur rilevando che i codici del Nord America e dell'Australia hanno medie più basse.

<sup>16</sup> Per una panoramica della regolamentazione dei gruppi nell'UE, si veda il Report del gruppo informale di esperti di diritto societario: *Report on the recognition of the interest of the group*, ottobre 2016, ([http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg\\_recommendations\\_interest\\_group\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg_recommendations_interest_group_final_en.pdf)).

<sup>17</sup> Come sottolinea K.E. SØRENSEN, *The governance of company groups*, OCSE, 2021, 21, i Principi OCSE muovono dal presupposto che il consiglio di amministrazione sia responsabile del governo della società quotata e non del gruppo e fa riferimento alla gestione del rischio improntata sulla società monade, all'efficacia della pratica di *governance*, all'integrità dei sistemi di contabilità e rendicontazione finanziaria e alla revisione della struttura interna della società singola, non del gruppo.

<sup>18</sup> Il riferimento alla sostenibilità ricorre, a seguito delle recenti modifiche del 2018, nel *Corporate Governance Code* inglese (p. A), nel Codice tedesco (racc. A1, C1, D1, p. 6 e 24), nel Codice belga (p. 2.1, 2.2, 7.1, 7.8) e nel Codice greco (p. 5.1), a conferma della crescente attenzione da parte delle autorità di regolamentazione al perseguimento "responsabile" delle finalità dell'impresa e all'impatto dei fattori ESG.

organizzativo, amministrativo e contabile della società e delle *controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*; (e) delibera in merito alle operazioni della società e delle sue controllate che hanno un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per la società stessa stabilendo anche i criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo<sup>19</sup>.

Un riconoscimento così chiaro dell'interesse di gruppo e delle ripercussioni dell'eterodirezione sugli assetti non è molto diffuso nei Codici di Autodisciplina<sup>20</sup> ed è rinvenibile in termini analoghi solo nel *Kodex Austriaco*<sup>21</sup>, nel quale si fa riferimento alla gestione da parte del *management* di tutta l'impresa, comprensiva della società quotata e delle sue sussidiarie, e nel *Deutscher Corporate Governance Kodex* (aprile 2022), che nelle sue premesse ne sancisce l'estensione all'intero gruppo societario per tutte le disposizioni in cui compare la dicitura "*enterprise*" in luogo di "*company*"<sup>22</sup>. Si può inoltre rammentare che nel Codice OCSE si fa riferimento all'opportunità di implementare le Linee Guida nell'ambito dei gruppi e delle controllate, suggerendo l'adozione delle Linee Guida Ocse per le imprese multinazionali.

I principi contenuti nell'art. 1 del *Codice di Corporate Governance* italiano, pur valorizzando il contesto di gruppo non operano neppure in questa occasione una scelta chiara: se nel secondo principio emerge la prospettiva di gruppo, il primo apre dichiarando che "l'organo di amministrazione guida la società (*e non il gruppo*) perseguendone il successo sostenibile"; il terzo ("L'organo di amministrazione definisce il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'*attività dell'impresa* e al perseguimento delle sue *strategie*") si presta ad un'interpretazione binaria a seconda che si ritenga che il riferimento all'impresa inglobi l'intero gruppo (atteso il richiamo alle strategie, che per il II principio sono anche di gruppo) ovvero la singola compagine.

Sull'interpretazione del termine società utilizzato nel primo principio non pare potervi essere spazio per diversa interpretazione, specie se si pensa al dovere di lealtà contemplato nei Principi G20/OCSE nei confronti della società e di tutti gli azionisti, stabilendo nelle annotazioni che trattasi di un elemento chiave per i membri di un organo amministrativo di una società appartenente al gruppo, così intendendo che il dovere dei consigli di amministrazione delle sussidiarie quotate è verso la società quotata e non verso il gruppo<sup>23</sup>. L'annotazione al Principio II.G tempera tuttavia quest'impostazione, laddove fa riferimento alla possibile considerazione negli ordinamenti di van-

<sup>19</sup> La disposizione riproduce in parte il par. 1.C.1 del *Codice di Corporate Governance 2018*.

<sup>20</sup> Riferimenti generici a "*best interests of the company*", ovvero a "*the corporate interest*" si trovano nel Codice belga, p. 6; nel Codice tedesco, principi 1, 10 e 19; nel Codice francese, principi 1.1, 2.3, 5.1, 5.3, 6.1, 8.2, 20, 25.1.2, 25.3.3 e nel Codice greco, p. 1.3 e 4.1.

<sup>21</sup> Nell'*Österreichischer Corporate Governance Kodex*, è attribuita primaria importanza al perseguimento degli interessi dell'intero complesso societario, prevedendo che «*the management board shall have sole responsibility for managing the enterprise and shall endeavour to take into account the interests of the shareholders, of the employees and the public good. Fundamental decisions shall be reached by the entire management board. Such decisions shall include, in particular, the concrete formulation of goals of the enterprise and the definition of the enterprise's strategy*». (13-15).

<sup>22</sup> Cfr. Principi 1, 2, 5, 6, 10, 14, 16, 17, 20; Raccomandazioni A.1, A.4, C.1, C.10, C.13, D.2, D.5, E.3, G.2, G.3, G.4, G.5.

<sup>23</sup> Principio VI.A e annotazioni ai principi II.G, VI.B e VI.E.



taggi compensativi a giustificazione di operazioni infragruppo. È stato sul punto notato che “*the G20/OECD Principles have a very clear starting point, but it also seems to accept that some modification – in the form of balancing – is acceptable if national law so provides. Thus, the solution to some degree defers to national law, but only if the solution is to ensure that advantages and disadvantages are balanced. The G20/OECD Principles do not condone that a listed subsidiary subordinates itself to a group policy that goes further than balancing*”<sup>24</sup>.

La stessa definizione di “*successo sostenibile*” come “obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, *tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società*” induce, seppur indirettamente, ad un’applicazione in ambito di gruppo, ma sempre nell’ottica della *holding*.

Ulteriori spazi di considerazione dei rapporti di gruppo si possono rinvenire, su di un piano estremamente generico, nel quarto principio per cui “*l’organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholders rilevanti per la società*”<sup>25</sup>.

Venendo a considerare l’ipotesi, nella prassi molto frequente, in cui la società quotata rivesta il ruolo di capogruppo, appare tuttavia evidente che i principi e le raccomandazioni contenuti nel *Codice di Corporate Governance* non offrono elementi tali da consentire una complessiva valutazione di come i compiti e i doveri degli amministratori della società quotata possano essere condizionati dalla circostanza che si tratti della *holding*. Non trovano spazio esplicite – e opportune – indicazioni su come governare le controllate e sulle operazioni con le controllate, sulla necessità di definire politiche di gruppo, su come gestire il potenziale conflitto tra gli interessi dei soci di minoranza della capogruppo e gli interessi del gruppo o delle controllate.

2.2. Tra le questioni cui il Codice dedica ampio spazio, analogamente a quanto accade in molti Codici di Autodisciplina, vi è l’*indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo*; forse persino in maniera ultronea atteso che si tratta di aspetto direttamente oggetto di disciplina positiva a livello nazionale e europeo, da sempre considerato come un fondamentale deterrente alle distorsioni della *governance* aziendale e, in particolare, a quelle derivanti dalle indebite ingerenze degli azionisti di controllo. È chiaro che si tratta di disposizioni di primario rilievo anche per i gruppi, potendosi rivelare strumenti di contenimento delle politiche della capogruppo, anche se il loro contenuto è talora molto generale e discrezionale.

Non a caso, tra le Q&A diffuse da Assonime nel novembre 2020, le prime successive alla pubblicazione del *Codice di Corporate Governance*, solo una può ritenersi in qualche modo afferente al tema dei gruppi: la Q. Racc. 7 (3), avente ad oggetto “quando devono essere definiti i criteri quantitativi e qualitativi per valutare la significatività del rapporto oggetto ai fini dell’indipendenza?”. E la Risposta è piuttosto ampia e generica: “I criteri quantitativi e qualitativi hanno portata generale e astratta e sono tempestivamente definiti dall’organo di amministrazione prima della loro completa appli-

<sup>24</sup> K.E. SØRENSEN, *The governance of Company Group*, cit., 14.

<sup>25</sup> La formulazione ricorda quella già citata del Codice Austriaco.

cazione e dunque anteriormente alla effettiva valutazione dell'indipendenza dei singoli amministratori”.

La puntuale considerazione del contesto di gruppo si riflette in modo significativo sulla valutazione dell'indipendenza: in un'analisi comparata più ampia, come è stato notato<sup>26</sup>, solo il corretto richiamo al gruppo consente di meglio chiarire il significato del requisito dell'indipendenza e solo alcuni Codici di autodisciplina lo riferiscono, oltre che alla società e alla sua direzione, anche alle relazioni con le imprese controllate e collegate<sup>27</sup>. Pur adottando espressioni non esattamente omogenee, i predetti codici raccomandano l'indipendenza dagli azionisti di maggioranza o di controllo o comunque significativi, nei quali si ricomprende la *holding*.

Nella valutazione dell'indipendenza (art. 2 racc. 7) assumono naturalmente rilievo le operazioni con parti correlate, alle quali, diversamente dall'impostazione precedente, non è dedicata una trattazione separata. Le raccomandazioni non hanno a che vedere con le regole contabili e commerciali cui si affida la disciplina positiva e che sono considerate esaustive – tanto più alla luce del Codice della crisi –, ma si concentrano sui condizionamenti derivanti dalle transazioni tra le società quotate, le loro controllate e il *management*.

Centrale è poi la raccomandazione inerente il *placet* rispetto ad operazioni con parti correlate delle controllate, che rappresenta un'evoluzione rispetto a quella contenuta nel Codice del 2018 in quanto omette qualsiasi riferimento al principio di autonomia gestionale della società eterodiretta e non è limitata all'ipotesi in cui la controllata sia una società quotata. Infatti, l'art. 1 precisa che l'organo amministrativo delibera “(e) *in merito alle operazioni della società e delle sue controllate che hanno un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per la società stessa; a tal fine stabilisce i criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo*”. Il Codice si mostra dunque più attento alla realtà di gruppo rispetto alla previgente edizione<sup>28</sup> e ad altri Codici di Autodisciplina, che spesso citano unicamente le transazioni tra le controllate e la *holding* e si limitano a curare profili di informazione, senza richiedere il controllo e l'approvazione da parte dell'organo amministrativo.

È tralasciata invece la considerazione degli interessi dei soci di minoranza, reputata nevralgica in alcuni Codici di Autodisciplina, che opportunamente contengono la previsione per cui le transazioni infragruppo devono essere monitorate o approvate dalla controllata quotata e/o sottoposte al vaglio di un comitato di revisione<sup>29</sup>, nonché nel Codice OCSE, che riserva agli azionisti della controllata l'approvazione delle relative operazioni<sup>30</sup>. Si dimostra quindi ancora l'impostazione *holding*-centrica del Codice,

<sup>26</sup> D.S. SZABÒ-K.E. SØRENSEN, *Corporate governance codes and group of companies: in search of best practices for Group Governance*, cit., 18.

<sup>27</sup> Cfr., in particolare, il Codice austriaco, allegato I e il Codice tedesco, racc. C.7.

<sup>28</sup> La previgente raccomandazione così recitava: “*gli emittenti adottano misure adeguate affinché le società controllate sottopongono all'esame preventivo del consiglio della capogruppo le operazioni rilevanti, fermo restando il principio di autonomia gestionale, nel caso in cui la controllata sia anche una società quotata*”.

<sup>29</sup> Per una completa ricostruzione v. D.S. SZABÒ-K.E. SØRENSEN, *Corporate governance codes and group of companies: in search of best practices for Group Governance*, cit., 19.

<sup>30</sup> Più specificatamente i Principi G20/OCSE contengono due previsioni di potenziale impatto in ambito di gruppo: a) l'eccezione all'obbligo di divulgazione per le transazioni ricorrenti a prezzi di mercato (che

che sottende un'ingiustificata svalutazione di fondo degli interessi dei soci della controllata e della peculiarità della *governance* di quest'ultima (che, non dimentichiamolo, e sul punto si tornerà, può essere anch'essa quotata).

L'attuale clausola costituisce comunque una forma più attenta ed evoluta alle dinamiche di gruppo ed è suscettibile di incidere sugli assetti ampliando le competenze deliberative dell'organo amministrativo della controllante rispetto agli atti della controllata (sia essa quotata o meno). Si pone così in linea con i Principi G20/OCSE (V.A.6), favorevoli alla necessità di una protezione degli azionisti di minoranza che vada oltre il piano dell'informazione, e con le predette previsioni contenute nei Codici di Autodisciplina più attenti alle dinamiche di gruppo nelle operazioni con parti correlate e volti a valorizzare appunto il *placet* dell'organo amministrativo della capogruppo<sup>31</sup>.

Tornado all'inquadramento dei requisiti di indipendenza, il Codice di Autodisciplina italiano è uno dei pochi che non si limita a postulati di massima, ma li contestualizza, offrendo indicazioni quantitative precise, compatibili con la governabilità del gruppo<sup>32</sup>. Oltre alla raccomandazione 8.2 del *Code Afep-Medef* francese<sup>33</sup>, pare emblematica a tal proposito la scelta del *Código de buen gobierno spagnolo*, che di regola raccomanda la nomina di almeno il 50% di amministratori indipendenti, ma ammette che la quota possa ridursi ad un terzo nel caso in cui gli azionisti, individualmente o di concerto, detengano più del trenta per cento del capitale sociale<sup>34</sup>.

In tal senso, l'indicazione del Codice di Autodisciplina italiano muove da un principio di massima, analogamente alla maggior parte dei Codici di Autodisciplina europei, prevedendo all'art. 2.VI, che "una componente *significativa* degli amministratori non esecutivi" sia indipendente, ma nelle Raccomandazioni ha il pregio di includere alcuni indici numerici: almeno due amministratori indipendenti diversi dal presidente in tutte

---

potrebbe indurre l'organo amministrativo a ritenerle non rilevanti e, come tali, non assoggettate né a divulgazione, né ad autorizzazione); b) la possibilità che gli azionisti possano avere voce in capitolo nell'approvazione di determinate operazioni, escludendo gli azionisti interessati (con una forma di tutela aggiuntiva nel contesto di gruppo – principio II.F.1).

<sup>31</sup> Cfr. Codice Russo par. 170 (10) e la Part. E Codice greco che, nella versione 2021, riproduce il testo del previgente punto II.2 (f), All. II del 2013 ("*specific reference to policies ensuring that the board has sufficient information for deciding on related parties transactions, including transactions of subsidiaries with related parties*").

<sup>32</sup> Anche nei Principi G20/OCSE è assente ogni riferimento numerico.

<sup>33</sup> Nella versione del 2020 del *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, "*un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Ainsi, par administrateur indépendant, il faut entendre tout mandataire social non exécutif de la société ou de son groupe dépourvu de liens d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci.*" (9.2) Inoltre l'elenco dei criteri che soddisfano il requisito dell'indipendenza, e di cui deve tener conto il comitato nominale, per prevenire il rischio di conflitti di interesse "*entre l'administrateur et la direction, la société ou son groupe*" si articola in sei sotto-categorie dettagliatamente enunciate *sub* 9.5 ed è correato, al pari del Codice austriaco, da un'apposita appendice, in forma di tabella, specificamente dedicata alla individuazione dei ruoli e delle condizioni che possono inficiare il requisito dell'indipendenza a seconda del ruolo rivestito all'interno del gruppo societario.

<sup>34</sup> Cfr. Recomendación 17 *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, 2020: "*Que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros. Que, sin embargo, cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista, o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, el número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio del total de consejeros*".

le società quotate, elevato a un terzo dell'organo nelle società grandi a proprietà concentrata e a metà nelle altre società grandi (racc. 5).

Il tema dell'indipendenza incide dunque indirettamente sulla *governance* di una società controllata quotata, il cui interesse potrà essere presidiato, nelle tensioni con l'interesse di gruppo o di altra società facente parte del gruppo, proprio dalla presenza di amministratori indipendenti, traducendosi in una maggiore o minore integrazione della società eterodiretta nel gruppo. Se l'indipendenza degli amministratori della controllata quotata è ben delineata anche nei rapporti con la società madre, ciò potrà infatti contribuire a evitare l'adozione di decisioni a esclusivo favore della *holding* e a scapito degli altri azionisti.

La separata considerazione della società grande con proprietà concentrata è per certi versi opportuna in quanto la generale previsione di una maggioranza di amministratori indipendenti potrebbe rivelarsi un ostacolo ad uno stabile governo del gruppo ed è forse la ragione per cui in molti Codici è del tutto omesso ogni riferimento numerico. Se la previsione costituisce un raro esempio di attenzione alla *governance* di gruppo nell'ambito dei codici di autodisciplina, analoga unicamente a quella citata del Codice spagnolo, desta tuttavia qualche perplessità la sua limitazione alla cd. "società grande"<sup>35</sup>. Pare infatti sorretta da una *ratio* di maggior tutela dell'interesse delle società partecipate di questa tipologia nel contesto di gruppo, che non trova tuttavia giustificazione nella differente dimensione, ma potrebbe certamente incidere sulla scelta strategica di operare o meno attraverso società quotate controllate non grandi.

2.3. Di particolare importanza è il riferimento, contenuto nella raccomandazione 1.d) dell'art. 1 alla "*verifica sull'adeguatezza del controllo interno e di gestione dei rischi delle controllate aventi rilevanza strategica*" perché impone evidentemente un generale potere-dovere di supervisione sull'intero gruppo, che implica una *disclosure* sulle società sussidiarie e un adeguato sistema di flussi informativi (posto in luce anche dalla raccomandazione inerente la cura delle audizioni dei dirigenti delle società del gruppo in seno alle riunioni consiliari, per fornire opportuni chiarimenti). Analogo approccio caratterizza il Codice austriaco<sup>36</sup>, il Codice del Regno Unito<sup>37</sup> e il Codice lussemburghese, il quale ultimo ha forse la formula più incisiva, prevedendo che gli amministratori debbano "acquisire un'eccellente comprensione delle attività commerciali della società e della struttura del gruppo" (racc. 3.7).

Sorprende invece che la sussistenza di un gruppo sia del tutto pretermessa nell'art. 6 (Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi) a eccezione del richiamo, peraltro

<sup>35</sup> Inclusa nelle definizioni del codice come la società la cui capitalizzazione è stata superiore ad un miliardo di euro l'ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei tre anni solari precedenti.

<sup>36</sup> V. Raccomandazione 9: "*The management board shall provide the supervisory board periodically and in a timely manner with comprehensive information on all relevant issues of business developments including an assessment of the risk situation and the risk management in place at the company and at group companies in which it has major shareholdings*".

<sup>37</sup> Il Codice austriaco suggerisce che il management deve gestire l'impresa, definita come la società quotata e le sue controllate (par. 13) e il *Code of Best Practice* del Regno Unito ha affrontato per la prima volta nel 2018 la questione del governo del gruppo in modo molto generale, con la seguente formula: "*For parent companies with a premium listing, the board should ensure that there is adequate co-operation within the group to enable it to discharge its governance responsibilities under the Code effectively*".

tautologico rispetto alla normativa, alla valutazione da parte del comitato controllo e rischi sull'omogeneità dei criteri utilizzati per la redazione del bilancio consolidato nell'ambito del gruppo (racc. 35 co. 3 lett. a). E che risulti del pari pretermessa nelle *best practices* sui flussi informativi. Vero è che il principio IV è posto a presidio del dialogo tra amministratori, azionisti e altri *stakeholders* e che le raccomandazioni su parti correlate dedicano attenzione agli obblighi informativi, ma non vi sono altre previsioni che – anche indirettamente – implicino una considerazione della prospettiva di gruppo, laddove la trasparenza è considerata tradizionalmente un nodo fondamentale della tutela degli azionisti di minoranza<sup>38</sup>. Diversi indici in tal senso si rinvengono infatti nei Principi G20/OCSE<sup>39</sup>.

L'assenza di più incisive raccomandazioni sui flussi informativi è diffusa tra i Codici di Autodisciplina ed è stata criticata proprio con riferimento al contesto di gruppo, nonché in relazione al fatto che non vi siano indicazioni sui format di informazione (contenuti minimi; modalità; comparabilità...) <sup>40</sup>.

La questione è strettamente collegata alle *best practices* in materia di controlli, rispetto ai quali spiccano raccomandazioni più dettagliate, che auspicano l'estensione del controllo interno e della gestione del rischio<sup>41</sup>, così come dell'audit alle società controllate, ad esempio per la selezione di un organismo di revisione indipendente nelle società eterodirette e per le interazioni tra gli organi di revisione della *holding* e delle controllate. In questo contesto, la valorizzazione del dialogo potrebbe indurre a riconoscere il diritto degli *stakeholders* di sottoporre interrogazioni all'organo di controllo sulla struttura e sulle politiche di gruppo e sui relativi ambiti e contesti. Si tratta di questioni di non poco momento, la cui trattazione esula necessariamente dal presente contributo, limitandoci qui a porre in evidenza come l'intro-

---

<sup>38</sup> Sulla centralità della trasparenza nei gruppi, in relazione alla disciplina codicistica e in particolare all'art. 2497 bis c.c., v. P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2015, 780 ss., e per ulteriori riferimenti ci si permette di rinviare alla ricostruzione dell'a. nel capitolo *Gruppi di società e forme di aggregazione di imprese*, in P. MONTALENTI, *Le Società. Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, Torino, 2022, 708 ss. e note 64 ss. Ulteriori elementi a sostegno della rilevanza dei flussi informativi si desumono dalla disciplina della crisi di gruppo, contenuta nel Codice della Crisi, su cui v., in particolare, N. ABRIANI-G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi di gruppo e composizione negoziata*, in *diritto della crisi.it*, 23 dicembre 2021; AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, a cura di D. VATTERMOLI, Pisa, 2020; AA.VV., *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, diretto da M. IRRERA, S. CERRATO e coordinato da F. PASQUARIELLO, Bologna, 2022; S. PACCHI-S. AMBROSINI, *Diritto della crisi dell'insolvenza*, II ediz., Bologna, 2022.

<sup>39</sup> Il principio V.A.3 precisa che gli azionisti hanno diritto "... alle informazioni sulla struttura di un gruppo di società e sulle relazioni intragruppo. Tali informazioni dovrebbero rendere trasparente l'obiettivo, la natura e la struttura del gruppo" e il principio II.E.2 raccomanda la divulgazione della struttura del capitale e degli accordi di controllo (con inclusione delle strutture piramidali e delle partecipazioni incrociate).

<sup>40</sup> Cfr. sul punto anche *Informal Company Law Expert Group: Report on Information on groups*, marzo 2016.

<sup>41</sup> L'opportunità di prevedere un articolato sistema di supervisione dell'attività delle società controllate ricorre ad esempio nelle raccomandazioni del *Latin American Companies Circle*, con attribuzione di tale ruolo al *Board of Directors* della società madre (p. 6: "*for a conglomerate-wide risk oversight a Board of Directors of a holding company should at least i) conduct ongoing mapping and monitoring of risks accross all group companies; ii) establish risk appetite for the entire corporate group; iii) ensure an effective risk management system has been implemented accross the conglomerate*"). V. The Latin American Corporate Governance Roundtable, *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, consultabile al link [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/latin\\_america\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/latin_america_en.pdf)

duzione di siffatte raccomandazioni sia contesa tra il loro essere strumenti di tutela della stabilità e dell'adeguatezza degli assetti di gruppo e il rischio che tanto più si atteggiino come previsioni generali e di principio tanto più possano tradursi in un ampliamento ingiustificato e difficilmente dominabile dei compiti e delle responsabilità degli organi.

L'analisi della citata raccomandazione 1.d) dell'art. 1 suggerisce qualche ulteriore riflessione perché si presta ad una certa applicazione estensiva. Ci si può infatti domandare se essa possa legittimare il potere dell'organo amministrativo della *holding* di incidere sulla composizione di quello della controllata, privilegiandone la soggezione alla capogruppo e legittimando il riconoscimento di un interesse di gruppo suscettibile di prevalere su quello delle sussidiarie e sulle minoranze. Si noti che ben potrebbero essere offerte indicazioni anche sull'articolazione della *governance* delle società controllate (ad esempio, privilegiando l'amministratore unico) ovvero sull'opportunità di nominare come amministratori *manager* della società madre (per favorire la politica di gruppo) e contemporaneamente di selezionare amministratori non esecutivi o indipendenti (a tutela delle minoranze)<sup>42</sup>.

Nel contesto del gruppo, gli amministratori di una società eterodiretta sono infatti normalmente privi per antonomasia del potere di definire le linee strategiche della propria società, come pure di alcuni poteri di gestione ordinaria, a seconda del maggiore o minor grado di accentramento del gruppo; devono pertanto collaborare con la capogruppo nel perseguimento delle politiche unitarie ed eseguirne le direttive che, se pur in un delicato equilibrio, non contrastino con i principi di corretta gestione societaria e di indipendenza. In questa prospettiva, si ravvisa un vero e proprio obbligo in capo agli amministratori dell'impresa eterodiretta di esecuzione delle direttive legittime impartite dalla capogruppo (rispondendo l'esecuzione al dovere di gestire con diligenza e nel rispetto dell'interesse sociale), esponendosi in caso contrario ai rimedi riconosciuti dal diritto azionario in presenza di comportamenti illegittimi degli amministratori<sup>43</sup>.

D'altro canto, anche la struttura della società o delle società *holding* subisce (forse ancor più significative) alterazioni, legate all'acquisizione di una (più o meno forte) funzione amministrativa e di controllo che esorbita dall'alveo della stessa compagine, laddove i suoi organi possono giungere ad assumere il ruolo di veri e propri organi del gruppo, in considerazione del mutato ed esteso contenuto dei loro compiti e obblighi.

Anche la circostanza che la supervisione sulla politica di gruppo sia affidata all'organo di amministrazione della *holding* porta a ritenere che la tutela e il perseguimento

---

<sup>42</sup> Nell'indagine comparata svolta da K. SØRENSEN, *The governance of company groups*, cit., 23, solamente il Codice Austriaco e il *Latin american Company Circle* introducono previsioni a carattere specifico e rigoroso sulla struttura degli organi della controllata. In particolare, nel *Österreichischer Corporate Governance Kodex*, v. le raccomandazioni 52- 58, recanti la disciplina in punto di "*qualifications of members, composition and independence of the supervisory board*".

<sup>43</sup> P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, 504; A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, op. cit., 876 ss.; U. TOMBARI, *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. di gruppo*, cit., 131. Il punto è ribadito in numerosi codici di autodisciplina v. K. SØRENSEN, *The governance of company groups*, op. loc. citt.

dell'interesse di gruppo spettino in via principale ed esclusiva proprio alla società madre, non essendovi riferimenti in ordine al rispetto di tali politiche da parte del *management* delle società controllate, anche se quotate.

In questa prospettiva, attribuire la supervisione della politica di gruppo al solo organo di amministrazione della capogruppo potrebbe rappresentare una scelta di devoluzione esclusiva, destinata a depauperare di attribuzioni (e – almeno in parte – di responsabilità) l'organo di amministrazione della controllata. Se così è, la prospettiva sarebbe ulteriormente diversa a seconda che la società controllata sia quotata o meno: l'autonomia e l'indipendenza degli organi di *governance* delle controllate quotate è infatti assicurata dal rispetto del *Codice di Corporate Governance*, mentre potrebbe ritenersi discrezionale nelle controllate non quotate. Ci si potrebbe poi domandare se in caso di gruppo di cui facciano parte delle società quotate, per queste ultime sia sempre doverosa l'articolazione della *governance* nei comitati caldeggiati a livello di Codice di Autodisciplina (es. comitato remunerazioni) ovvero sia semplicemente possibile, dovendosi ritenere naturalmente assorbita a livello di capogruppo.

2.4. Dalle brevi riflessioni che si è cercato di delineare, il Codice può apparire sufficientemente articolato sul piano dei Principi, ma suscettibile di implementazione per quanto riguarda le Raccomandazioni, aprendo la strada al riconoscimento esplicito delle politiche di gruppo e dell'interesse di gruppo e alla previsione di indicazioni volte a comprendere quando i benefici delle politiche di gruppo siano superiori ai rischi (anche in relazione alle ripercussioni in termini di responsabilità). Una visione completa del contesto suggerirebbe che le Raccomandazioni non includano solo linee per l'esercizio della direzione unitaria da parte della società madre, ma anche *best practices* inerenti alla composizione dell'organo amministrativo delle sussidiarie e indirizzi di *governance* ispirati all'appartenenza al gruppo, precisando se la capogruppo quotata possa incidere sulla composizione del *board*, sugli assetti e sull'esercizio dell'amministrazione nella controllata non quotata in esplicitazione del potere dovere di sorveglianza sulla struttura della società e del gruppo e sugli assetti di gruppo (racc. 1.d) art. 1).

Poiché l'ipotesi in cui la società quotata sia la capogruppo è prevalente ed è noto il diverso contenuto che assumono i compiti e doveri dei componenti dell'organo amministrativo della capogruppo rispetto allo standard della società monade, ci si può domandare se le indicazioni contenute nel Codice di Autodisciplina offrano sufficienti elementi di indirizzo per la *governance* delle sussidiarie e adeguata tutela agli azionisti della società sussidiaria quotata in relazione all'appartenenza al gruppo.

Così ricostruita la questione, si può concludere che il Codice italiano ha il pregio di valorizzare l'interesse di gruppo, la rilevanza delle relazioni infragruppo e degli assetti, ma affronta le questioni con raccomandazioni generali e talora frammentarie e comunque pur sempre imperniate su di una visione monade-centrica o tuttalpiù *holding*-centrica della società. Analogamente a quanto accade in numerosi Codici di Autodisciplina, l'approccio pare finalizzato non tanto a introdurre specifiche regole di comportamento ispirate alla diversa declinazione degli assetti nel contesto di gruppo, bensì a sottolineare quali regole comportamentali degli amministratori della *holding* debbano

estendersi alle controllate (talora a tutte e talaltra a quelle aventi rilevanza strategica) in caso di esercizio della direzione unitaria.

Se questa è l'impostazione di fondo, rispetto alla quale come si è notato il nostro Codice è uno di quelli che comunque meglio valorizza il contesto in esame, non tutti gli interessi degli *stakeholders* possono ritenersi sufficientemente considerati.

Come si è anticipato, non è affrontata neppure l'ipotesi (forse perché meno frequente) in cui la società quotata non sia la capogruppo, bensì la sussidiaria; ipotesi nella quale il *board* della controllata potrebbe trovarsi conteso tra la tutela delle minoranze azionarie e il rispetto delle politiche di gruppo e delle direttive della *holding*, senza beneficiare di indicazioni sulla prevalenza delle politiche e dell'interesse di gruppo. Ci si potrebbe allora domandare se l'assoggettamento al Codice di Autodisciplina imponga una diversa valutazione del comportamento degli amministratori di una società controllata e una maggiore considerazione della tutela delle minoranze e una minore eterodirezione. L'autonomia della società controllata quotata ne esce rafforzata<sup>44</sup>, con la conseguenza che alla particolare configurazione del gruppo potrebbe conseguire un affievolimento della portata dei principi comportamentali degli amministratori e che la scelta di avere controllate quotate o non quotate possa essere anche condizionata dalla possibilità nelle controllate di non sentirsi vincolati al rispetto del *Codice di Corporate Governance*.

Infine, non è direttamente affrontato il tema della tutela delle minoranze delle società controllate, specie se *unlisted*. In sostanza è come se l'*incipit* del *Codice di Corporate Governance* rimanesse in sospenso, laddove avrebbe dovuto esplicitarsi in raccomandazioni più concrete e affrontare la questione del bilanciamento dell'interesse degli azionisti di controllo con quello degli azionisti di minoranza (come parrebbe suggerito dal Codice OCSE, Principio II.G), essendo evidente la rilevanza che potrebbero assumere le linee guida sull'integrazione del gruppo e sulla tutela degli *stakeholders* proprio per gli amministratori della società assoggettata a direzione altrui.

Più in generale, e sul punto si tornerà nelle conclusioni, lo statuto dei gruppi risente dell'eterogeneità delle compagini che lo compongono e, attesa la rilevanza dei principi e delle raccomandazioni contenuti nel Codice di Autodisciplina per le società quotate, l'eterogeneità è tanto più evidente quando, come spesso accade, fanno parte del gruppo

---

<sup>44</sup> La citata ricerca di SØRENSEN attesta come si tratti di un'impostazione, condivisa da molti Codici di Autodisciplina – che implica una maggiore autonomia delle società controllate quotate. Una riflessione del genere si desumeva dal Codice di Autodisciplina italiano 2018, in cui si prevedeva un obbligo di informazione all'organo amministrativo della società madre delle transazioni rilevanti della controllata, raccomandando di non pregiudicare gli interessi di quest'ultima. Tuttavia diversi Codici chiariscono che il consiglio di amministrazione e i membri del consiglio di amministrazione di qualsiasi società, comprese le controllate quotate, hanno un dovere di lealtà nei confronti della società e di tutti i suoi azionisti (Codice finlandese, p. 22; il Codice OCSE, principio II.G.; e il Codice slovacco, raccomandazione V.A) o che, nell'esercizio delle loro funzioni, devono applicare un trattamento paritario nei confronti di tutti gli azionisti. V., in particolare, la previsione contenuta nel Codice spagnolo, raccomandazione 12, che fa riferimento a “*un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente*”. Analoghe raccomandazioni si rinvergono nei Codici di autodisciplina Russo (Racc.E), Austriaco (II, p.1), Greco (III, Section 3.1.4) e nel Codice OCSE.



sia società quotate che società non quotate (e quindi non destinatarie del Codice), con la conseguenza che la *soft law* viene ad assumere rilevanza fondamentale in tema di assetti e *governance* di gruppo anche per le società non quotate.

3. *Un esempio di prospettiva di gruppo nelle società unlisted. Le Linee Guida per le imprese a Controllo Familiare.* – Tra i Codici di Autodisciplina di certo interesse per le società non quotate, nel panorama italiano spiccano i Principi per il Governo delle Società non Quotate a Controllo Familiare, diffusi nell’ottobre 2017 dall’ADAF per fornire un insieme di principi e raccomandazioni per un sistema di governo societario evoluto (che preveda un corretto bilanciamento delle deleghe e delle responsabilità attribuite all’interno degli organi di governo dell’impresa, tenendo conto anche degli interessi della famiglia) e che nel nostro contesto imprenditoriale assume certamente rilevanza, anche in considerazione dei numerosi gruppi a base familiare che vi hanno aderito<sup>45</sup>. Secondo i dati dell’Osservatorio aggiornati al 31 dicembre 2021, infatti, le aziende familiari sono pari al 65,7% delle imprese italiane con fatturato superiore a 20 milioni di euro e di queste quasi il 30% è parte di un gruppo. Sulla scorta dell’esigenza che va emergendo anche in altri Paesi di diffondere *best practices* fra le società non quotate, il Codice si inserisce in un sistema più ampio di *best practices* volte a migliorare la *governance* delle imprese e si pone come uno strumento di autodisciplina complementare e coerente con il *Codice di Corporate Governance*, cui si ispira e i cui concetti e definizioni sono stati utilizzati e talora adattati per riflettere le specificità delle società non quotate.

Con riferimento alla nostra indagine, appare assai propositiva l’Introduzione, in cui si chiarisce che: “VII. *Con riguardo ai gruppi di Società, il Codice onora il principio secondo cui il diritto del governo societario deve operare a tutti i livelli, includendo nella disamina anche holding e controllate. Spetta però a ciascuna famiglia proprietaria l’esatta individuazione del livello cui applicare il Codice stesso: alla società holding o alla capogruppo operativa*”. Il contesto di gruppo appare dunque affrontato in una prospettiva più completa rispetto al *Codice Corporate Governance* e, almeno nelle intenzioni, *politically correct* nella considerazione della *holding* e delle sue controllate.

Tale approccio è altresì valorizzato nell’*executive summary*, secondo cui “*nelle imprese a controllo familiare, un sistema di governance ben funzionante deve favorire il raggiungimento in via dinamica di due obiettivi: (i) la capacità della famiglia proprietaria di esprimere una visione chiara del futuro della Società/gruppo controllato*”. Nei criteri applicativi dell’art. 2 sul ruolo del Consiglio di amministrazione, con impostazione del tutto analoga a quella del *Codice di Corporate Governance*, si precisa che nello svolgimento dei propri ruoli il CdA: (...) b) *esamina e approva i piani strategici, industriali e finanziari della Società e del Gruppo di cui essa sia a capo, verificandone*

<sup>45</sup> Il Codice è disponibile al link [https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2019/07/16/01.-Codice\\_Auto\\_disciplina\\_ottobre2017.pdf](https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2019/07/16/01.-Codice_Auto_disciplina_ottobre2017.pdf) e ad oggi vi hanno aderito oltre 180 imprese familiari italiane che rappresentano circa il 14% del PIL interno. Si segnala l’analisi del Codice AIDAF, in comparazione con i cd. *Wates Principles (Code of UK Non-listed Companies)*, di P. DE GIOIA CARABALLESE, *Il nuovo codice di condotta delle società non quotate in Gran Bretagna: analisi giuridica e valutazioni critiche*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 711ss.

periodicamente l'attuazione confrontando risultati conseguiti e programmati; c) *valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della Società e del Gruppo di cui essa sia a capo, nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica*, avendo particolare riguardo al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e definendo sia la natura sia il livello di rischio compatibile con gli scopi strategici della Società; d) *delibera in merito alle operazioni della Società e delle sue controllate (se esistenti), quando esse rilevino in modo significativo a livello strategico, patrimoniale o finanziario; a tal fine stabilendo i criteri per individuare quali operazioni possano dirsi di rilievo significativo*".

I criteri applicativi 2.c.11 ricalcano la racc. 7 dell'art. 2 del *Codice di Corporate Governance* e, nell'elencare le ipotesi di non indipendenza dei componenti del Consiglio, attribuiscono rilevanza al controllo sulla società anche attraverso società controllate e all'aver rivestito cariche o posizioni apicali o esser stato esponente di rilievo di una controllata avente rilevanza strategica, di società sottoposta a comune controllo, di società o ente controllante o comunque dotate o di influenza notevole. Da un lato, i Principi si distinguono dal *Codice di Corporate Governance*, che attribuisce rilevanza ad una serie più ampia di relazioni, dall'altro, però, fanno riferimento anche alla *governance* della società controllata, con una visione più articolata del contesto di gruppo. Quanto ai flussi informativi, si nota la previsione anche in questo Codice, seppur con una modulazione che la avvicina alla facoltà ed è quindi meno proattiva, della possibilità per cui: "2.C.17 *Il Presidente, anche su richiesta di uno o più amministratori, può invitare i dirigenti della Società e quelli delle società del Gruppo ad intervenire alle riunioni consiliari per fornire approfondimenti sui temi in discussione*".

Una specifica declinazione dell'incentivo a perseguire e applicare politiche comuni in ambito di gruppo può rinvenirsi in un tema cruciale per le imprese familiari, ovvero "la pianificazione e i piani successivi" cui è dedicato l'art. 9, prevedendo esplicitamente tra i criteri applicativi, che "ai fini della amministrazione della società gli assetti proprietari debbono essere opportunamente previsti e anticipati da piani successivi che tengano conto delle condizioni specifiche della società, *del Gruppo, ed eventualmente della famiglia attualmente al controllo*." (9.P.2) Tra i criteri applicativi, a riprova della maggiore rilevanza della considerazione delle dinamiche di gruppo a tutela della proprietà familiare, spicca il criterio 9.C.5, in forza del quale "A fini di pianificazione della successione, ma non solo, può rivelarsi opportuna la creazione di una struttura societaria che preveda una holding di controllo, avente come scopo quello di assicurare compattezza e continuità nella gestione delle partecipazioni azionarie, e la società o le società operative. Una società holding crea una forza centripeta notevole nell'ambito della compagine proprietaria". Infine, si fa riferimento alla possibile esistenza di Linee Guida predisposte dalla *holding* nel caso di società controllate per la ricerca e la selezione dei consiglieri e indicate come punto di riferimento in caso di costituzione di Comitati Nomine.

4. *Cenni a principi e raccomandazioni in tema di gruppi rinvenibili in soft law di natura settoriale.* – Volendo considerare altre ipotesi di *soft law* in tema di gruppo, pare opportuno dar conto di quelle esperienze, sempre legate a imprese di rilevanti di-

mensioni<sup>46</sup>, caratterizzate da una particolare “maturità” nell’affrontare il contesto di gruppo in quanto legate ad un settore speciale, da sempre trainante nello sviluppo di una disciplina in materia.

Pensiamo al settore regolato dalla Direttiva *Solvency II*, contenente gli aspetti fondamentali della disciplina del gruppo assicurativo, il cui Titolo III sulla supervisione di gruppo include aspetti relativi al calcolo della solvibilità di gruppo, al sistema di *governance* e alla vigilanza sulla concentrazione di rischi e sulle operazioni infragruppo<sup>47</sup>; rispetto alla quale in data 22 settembre 2021 la Commissione Europea ha adottato una Proposta di Modifica. Grande rilievo rispetto al recepimento della Direttiva e all’applicazione del Regolamento hanno avuto le Linee Guida dell’EIOIPA del novembre 2014 sul calcolo della solvibilità di gruppo, al punto che molte previsioni sono fatte proprie dalla stessa Proposta di Modifica della Direttiva. Poiché la corretta determinazione del calcolo della solvibilità di gruppo è essenziale per valutare la situazione del gruppo nel suo insieme, tenendo in adeguata considerazione tutti i rischi a cui il gruppo è esposto, il metodo basato sul bilancio consolidato è quello che meglio si adatta alla considerazione del gruppo assicurativo come un’unica entità economica ed è il metodo che, secondo la Direttiva *Solvency II*, i gruppi dovrebbero applicare di *default*<sup>48</sup>.

È interessante notare che gli interessi di minoranza e i fondi separati hanno un trattamento specifico nel calcolo dei fondi propri ammissibili del gruppo, indicato negli Atti Delegati e specificato nelle Linee guida. Anche nella Direttiva sui conti consolidati trova spazio la tutela dell’interesse esclusivo delle singole compagnie, con i cd. “*non controlling-interests*” nell’IFRS 3, volti ad indicare “*the equity in a subsidiary not attributable, directly or indirectly to a parent*”. Nel diversificare a livello contabile la parte di fondi attribuibile agli interessi di minoranza, che non è mai disponibile a livello di gruppo, rispetto agli altri fondi non disponibili, si è scelto di richiederne obbligatoriamente la deduzione dell’intero ammontare, avendo costatato l’adozione di pratiche divergenti pur con riferimento ad una categoria di fondi così importante e volendo promuovere l’adozione di un approccio uniforme e comparabile nei risultati tra i diversi gruppi operanti nel mercato europeo.

Altro riferimento, che testimonia come in alcuni settori l’autoregolamentazione tenda ad essere più incisiva sulla struttura e sulla *governance* di gruppo, si rinviene nei Principi di governo societario sviluppati in ambito bancario. I Principi del Comitato di Basilea per la Vigilanza bancaria dedicano il punto 5 del principio 1 e i punti 33 e 34 del principio 3 al governo della struttura del gruppo, stabilendo che l’organo ammini-

---

<sup>46</sup> I Codici destinati alle PMI hanno meno probabilità di affrontare le questioni di gruppo, perché è meno probabile che le PMI operino in un gruppo e hanno di solito strutture di proprietà più semplici. Cfr. il codice di governo societario creato dall’Associazione della Confederazione europea degli amministratori specificamente per le società non quotate, si veda ecoDa, “Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe”, nell’ultima versione del marzo 2021.

<sup>47</sup> Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II), GUUE del 17 dicembre 2009. Cfr. Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

<sup>48</sup> A.M. AMBROSELLI, *La solvibilità di gruppo dei gruppi assicurativi e riassicurativi nel regime Solvency II: un approccio sensibile al rischio*, in *Assicurazioni*, 2022, fasc. 1

strativo della società *holding* ha la responsabilità generale del gruppo e di assicurare la creazione e il funzionamento di un quadro di *governance* chiaro e adeguato alla struttura, all'attività e ai rischi del gruppo e delle sue entità. Numerose clausole, inoltre, sottolineano la rilevanza del gruppo nella gestione del rischio e nella revisione interna e contengono previsioni più dettagliate sul rapporto tra capogruppo e sussidiarie e sull'opportunità di creare politiche di gruppo sui dipendenti e sui flussi informativi; il che è stato interpretato *a contrario* come la conferma della subordinazione del consiglio di amministrazione delle controllate al *board* della *holding*, pur nel rispetto dell'autonomia giuridica delle singole compagini<sup>49</sup>.

5. *La soft law di gruppo. Riflessioni conclusive.* – L'approccio tuttora timido del Codice di Autodisciplina e le esperienze più mature di *soft law* settoriale confermano l'esigenza di principi e raccomandazioni per la *governance* nell'ambito dei gruppi e vanno di pari passo con la valorizzazione a diversi livelli e fini dei regolamenti di gruppo e con la loro implementazione nella prassi.

Le *best practices* degli assetti e della *governance* si articolano sul piano di una *soft law* esterna (codici di Autodisciplina applicabili in base al settore, alla quotazione o alle dimensioni) e di una *soft law* interna al gruppo, comprensiva delle politiche e dei regolamenti di gruppo ad ulteriore conferma del riconoscimento quanto meno aziendalistico dell'impresa-gruppo. L'esistenza di una varietà di approcci e la circostanza che in qualche modo il gruppo sconti di essere concepito tradizionalmente come un modo di atteggiarsi della società monade si traduce nella diffusione di un'impostazione "*holding-centrica*" e incentrata sulla capogruppo, che traspare anche dalla lettura dei Codici di Autodisciplina.

Un approccio piuttosto diffuso, di cui troviamo traccia nei Principi G20/OCSE, nelle Linee Guida EBA e in alcuni Codici di Autodisciplina, è quello di raccomandare all'organo amministrativo della capogruppo l'adozione di una strategia di gruppo e di politiche uniformi in determinate materie (ad esempio, le Linee Guida sulla *Corporate Social Responsibility* oppure le Linee Guida dell'Ocse per le imprese multinazionali)<sup>50</sup>. Come rammentato, il *Codice di Corporate Governance* fa riferimento alla strategia di gruppo, senza citare invece le politiche di gruppo (fatta eccezione per il piano industriale di cui all'art. 1 racc. 1.a), ma pare evidente che, al di là dell'opportunità di caldeggiare politiche unitarie, l'adozione di linee guida rientri a pieno titolo nella costruzione di una strategia di gruppo, fulcro di quella "alta amministrazione" cui è deputato l'organo amministrativo della società madre. Resta pretermesso invece l'ambito di operatività della società controllata e il dovere del suo organo amministrativo di cooperare e di conformarsi alle politiche di gruppo.

Dall'iniziale perplessità e cautela, si è passati ad indici che non solo avvalorano, ma caldeggiano la prassi, ormai diffusa, di regolare i rapporti tra le entità appartenenti al gruppo attraverso uno specifico regolamento di natura contrattuale<sup>51</sup>. Nel nostro

<sup>49</sup> Per un'analisi dettagliata v. K.E. SØRENSEN, *The governance of company group*, cit., 26 ss.

<sup>50</sup> K.E. SØRENSEN, *The governance of company groups*, op. loc. citt.

<sup>51</sup> Su tale linea di tendenza, può essere interessante notare che già la Proposta di direttiva in materia di gruppi si ispirava al modello tedesco, che attribuisce esplicitamente la possibilità alla società madre di deli-

ordinamento, non è prevista una disciplina o una definizione del regolamento di gruppo, tanto meno di un contratto di dominio, quale quello avallato dall'ordinamento tedesco, ma un riconoscimento implicito si ravvisa già nell'art. 2497 *septies*, che attribuisce rilevanza «all'attività di direzione e coordinamento di società sulla base di un contratto...» e, del resto, proprio la generale legittimazione dell'attività di direzione e coordinamento ha per naturale corollario l'ammissione della facoltà di disciplinare i rapporti tra le società di un gruppo in forza della reciproca autonomia privata, mentre non v'è motivo di auspicarne la regolamentazione sol ove le società siano indipendenti<sup>52</sup>.

Ben chiara agli operatori è l'utilità di tali regolamentazioni in contesti di gruppo che vedano "interagire" e sovrapporsi meccanismi di amministrazione e di controllo, di informazione e pubblicità, di decisione e di organizzazione di tipi societari differenti (e anche, in forza della previsione dell'art. 2361 c.c., di società di capitali con società di persone). L'utilità – ma addirittura la necessità – della formazione di una *soft law* interna appare particolarmente evidente nei contesti in cui la capogruppo sia quotata e le controllate no ovvero la capogruppo non sia quotata e una o più controllate sì, creandosi una situazione in cui l'assoggettamento al Codice di Autodisciplina non sia automaticamente esteso a tutte le compagini afferenti al gruppo.

È un altro tassello che va ad arricchire la *corporate governance* del gruppo, nella quale si confondono regole di natura diversa: accanto alle disposizioni legislative si affiancano quelle negoziali e statutarie, le decisioni giurisprudenziali, i precetti di tipo consuetudinario o anche l'etica degli affari; un complesso avente lo scopo fondamentale di dirimere conflitti di interesse, assicurandone la composizione o garantendo il risarcimento degli interessi ingiustificatamente sacrificati, nonché di rendere più efficienti le imprese esercitate dal gruppo.

Nel contesto esaminato, potrebbero assumere particolare significato gli accordi di *whistleblowing*, un sistema di segnalazione che potrebbe contribuire alla creazione di una maggiore supervisione sull'intero gruppo e all'accrescimento di flussi informativi colmando la genericità delle previsioni contenute nei Codici di Autodisciplina. Ad analoghe finalità di trasparenza potrebbero contribuire regolamenti infragruppo inerenti ai diritti di informazione degli organi apicali della *holding* sulle società eterodirette ovvero alle prassi di riservatezza. Tale soluzione è suggerita specificatamente dal già citato *Latin American Companies Circle*, uno dei Codici di Autodisciplina più ricchi di previsioni in tema di gruppi e uno dei più espliciti nella tutela delle minoranze: il Codice, infatti, oltre a contenere previsioni piuttosto dettagliate sui controlli sulle società del gruppo, valorizza i diritti di informazione degli azionisti delle società del gruppo sulle regole di *governance* e sulle politiche di gruppo, caldeggiando l'adozione di accordi volti a perseguire un allineamento di interessi tra la società quotata e gli azionisti di minoranza delle eterodirette<sup>53</sup>. Un altro ambito in cui la *soft law* di gruppo può rivelarsi molto uti-

---

neare, proprio attraverso lo strumento del contratto di gruppo, una strategia complessiva, ponendola su di un solido piano legale, e così legittimando all'origine le strategie che possono andare a detrimento di una singola società eterodiretta a fronte peraltro di un vantaggio compensativo.

<sup>52</sup> P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari*, cit., 324.

<sup>53</sup> Cfr. The Latin American Corporate Governance Roundtable, *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, consultabile al link [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/latin\\_america\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/latin_america_en.pdf)

le è quello delle politiche nei confronti dei dipendenti, anche in relazione alla tutela della *gender diversity*<sup>54</sup>.

I regolamenti possono poi assumere un significato decisivo in merito all'articolazione e distribuzione dei compiti inerenti all'esercizio della direzione unitaria, prevedendo ad esempio: il potenziamento del ruolo decisionale e valutativo dell'organo amministrativo collegiale, attraverso l'attribuzione di competenze esclusive, oltre a quelle non delegabili, sulla direzione di gruppo e sulla programmazione degli assetti; la promozione dei rapporti interorganici e dei flussi informativi in capo al presidente; l'istituzione di comitati o commissioni dedicati a particolari istruttorie o politiche di gruppo; l'accentramento delle politiche di gestione dei rischi e delle funzioni di controllo; la nomina di comitati infragruppo o di coordinamento a composizione mista con compiti di controllo interno a livello di gruppo o di monitoraggio sugli assetti di gruppo; nonché la predisposizione di meccanismi atti a garantire e facilitare i flussi informativi all'interno del gruppo.

L'introduzione di una fonte contrattuale idonea a regolamentare adeguatamente l'attività di direzione e coordinamento, definendone perimetro, contenuto e modalità e precisando poteri e rapporti interorganici infragruppo, può consentire anche di superare molte questioni interpretative inerenti all'applicazione di momenti cruciali della disciplina del gruppo, quale la qualificazione e l'ambito della responsabilità della capogruppo<sup>55</sup>.

L'organizzazione di gruppo assume infatti decisiva influenza sulla struttura e sull'organizzazione della società partecipata o comunque eterodiretta, coinvolgendo l'amministrazione, il controllo, i poteri dei soci, il ruolo e l'ampiezza dell'autonomia privata. Il modello tradizionale di ripartizione di poteri e competenze all'interno della compagine viene demistificato dal decentramento del potere direttivo, a sua volta favorito e perseguito in considerazione dei plurimi vantaggi che possono derivare alla società partecipata dal suo inserimento in un'organizzazione imprenditoriale di più ampie dimensioni.

In questo contesto, i Codici di Autodisciplina sono strumenti preziosi e integrativi delle fonti e la loro diffusione testimonia l'utilità e l'efficacia della *soft law* in un settore in cui l'autonomia privata, con valenza integrativa, è così importante. La rilevanza non va sopravvalutata o, meglio, va contestualizzata, avendo riguardo alle lacune e alle *défaillances* che possono trasformare l'enunciazione di principi generali in contenuti meramente teorici e agevolare le pratiche del "*one and done*" ovvero accentuare la varietà e discrezionalità dei modelli comportamentali.

Il *Codice di Corporate Governance*, alla luce delle brevi riflessioni contenute in questo scritto, non pare ancora delineare una completa raccolta di *best practices* coerenti e uniformi per la *governance* di gruppo atteso che diverse questioni appaiono pre-

---

<sup>54</sup> Il punto è di non poco momento se si considera il forte impulso a ridurre il *gap* di genere sia a livello europeo (cfr. Proposta di Direttiva Parità retributiva -COM/2021/93 final-; Proposta di direttiva "Woman on boards", il cui testo definitivo è stato finalmente adottato dal Consiglio il 17 ottobre 2022, a oltre dieci anni dalla prima votazione; Proposta di direttiva sui bilanci di sostenibilità - COM/2021/189 final) che interno (v., oltre alla proroga della Legge Golfo-Mosca ad opera della Legge Bilancio 2020, la certificazione di sostenibilità e il decreto semplificazioni del 31 maggio 2021). Il CCG include previsioni sui dipendenti della controllante, ma non delle controllate (a eccezione del riferimento ai flussi informativi con i dirigenti delle società eterodirette e alle politiche di parità di genere su tutti i dipendenti).

<sup>55</sup> U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, op. cit., 11 ss.; F. GUERRERA, *I regolamenti di gruppo*, op. loc. citt.

termesse, rendendo così evidente la carenza di una guida soprattutto per gli organi amministrativi delle società controllate. Ciò favorisce, a fronte dell'inesistenza nei diversi ordinamenti di un diritto sofisticato dei gruppi societari, la mancanza di un approccio uniforme e l'inesistenza di una guida precisa su come bilanciare gli interessi del gruppo e quelli delle controllate (quotate o non), affidandosi la valutazione alla singola fattispecie.

Proprio questa incertezza giuridica ha indotto molti gruppi internazionali a sviluppare regolamenti e politiche di gruppo, che dimostrano in concreto la necessità e l'utilità di un'elaborazione completa e puntuale delle *best practices* di *corporate governance* nei gruppi di società, che possano costituire un punto di riferimento integrato per tutte le società appartenenti al gruppo e siano quindi delineate in una prospettiva non improntata solo ed esclusivamente alla capogruppo.

# SOCIETÀ SEMPLICE CONTROLLANTE DI SOCIETÀ DI CAPITALI E ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO

di Giuseppe B. Portale e Antonio Cetra

SOMMARIO: 1. Premessa. Obiettivi dell'indagine. – 2. Controllo societario e attività di direzione e coordinamento. Elementi distintivi. – 3. L'oggetto sociale della società semplice non può menzionare l'attività di direzione e coordinamento. Prime conclusioni. – 4. La società semplice e l'accertamento di una sua attività di direzione e coordinamento attraverso indici rilevatori della stessa. Conseguenze. – 5. Conclusioni.

1. *Premessa. Obiettivi dell'indagine.* – L'art. 2497-*sexies* c.c. stabilisce – in capo alle società o agli enti tenuti al consolidamento dei bilanci (ai sensi dell'art. 25 d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127) o che si trovano in una posizione di controllo (a norma dell'art. 2359 c.c.) – una presunzione semplice di esercizio di attività di direzione e coordinamento sulle società facenti parte dell'area di consolidamento o comunque controllate. L'impiego dei lemmi «società» o «enti», per individuare i soggetti colpiti da detta presunzione, indurrebbero a ritenere, in ragione della loro genericità, che una qualunque società possa rientrare nella corrispondente fattispecie soggettiva. Una siffatta conclusione è stata, in effetti, prospettata da Paolo Montalenti<sup>1</sup>, non escludendo, in particolare, che anche in una società semplice, detentrici di una partecipazione di controllo, possa essere ravvisata la presunzione di eterodirezione della società partecipata.

Non è raro, peraltro, nella pratica, riscontrare una società semplice quale socio di controllo di altre società, specialmente di capitali. Si pensi, ad esempio, al caso di una società semplice che venga utilizzata come “cassaforte di famiglia”: nella quale, cioè, i membri di una famiglia (due o più fratelli, spesso per volontà dei genitori) fanno confluire, attraverso un conferimento o per altra via, alcuni dei propri beni personali, tra cui anche le rispettive partecipazioni in una società di capitali (che, a propria volta, potrebbe detenere una o più altre partecipazioni in una o più altre società). E questo se la famiglia (tipicamente, nella persona del capostipite) intenda mantenere e conservare l'unità dell'intera partecipazione sociale: *da un lato*, per esprimere congiuntamente la guida imprenditoriale della partecipata (e dell'eventuale gruppo alla stessa riconducibile); *dall'altro*, per preservare la compattezza dell'impresa familiare nella prospettiva del passaggio alle generazioni future.

Sarebbe, tuttavia, frettoloso fondare sulla sola lettera dell'art. 2497-*sexies* c.c., e, segnatamente, sul generico richiamo alle società, il convincimento che in una società semplice controllante di una società di capitali si realizzi la presunzione prevista. Si è

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 e (poi ripubblicato) in *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 221 (da cui si cita) spec. 229.



dubitato, del resto, anche a proposito di altre norme caratterizzate da un generale richiamo di ogni società (o, addirittura, delle società di persone), che il riferimento sia da intendersi come esteso alla (e, dunque, comprensivo della) società semplice<sup>2</sup>. Perché questo tipo di società si differenzia dagli altri tipi sociali (anche personali) per la circostanza di essere una società non commerciale (art. 2249, comma 2, c.c.), con conseguenti diversità, in ragione dell'oggetto sociale iscrivibile nell'atto costitutivo e dell'attività concretamente esercitabile, sul piano della disciplina (soprattutto: sotto il profilo patrimoniale).

Scopo di questo scritto è, appunto, di verificare se la presunzione di direzione e coordinamento debba essere o no riferita anche alla società semplice. L'indagine non è priva di ricadute pratiche. Qualora, infatti, si dovesse ritenere sussistente la presunzione, la società partecipata sarebbe obbligata ad applicare la disciplina dell'eterodirezione (a cominciare dagli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 2497-bis, commi 1 e 2, c.c.), quanto meno finché la società partecipante non dimostri la mancanza della stessa eterodirezione. Là dove, per contro, la presunzione debba essere esclusa, la società partecipata sarebbe chiamata ad applicare la disciplina dell'eterodirezione solo riscontrando in concreto l'attività di direzione e coordinamento, restano, allora, da indagare il tipo di accertamento da svolgere.

*2. Controllo societario e attività di direzione e coordinamento. Elementi distintivi.* – L'accennata indagine impone, preliminarmente, una distinzione, sul piano concettuale, tra due situazioni e fattispecie rilevanti al fine di fissare, in via interpretativa, la portata dell'art. 2497-sexies c.c.: per questa ragione, le medesime esigono di essere precisate, in astratto, nei loro tratti discretivi. Il riferimento è, segnatamente, alla relazione corrente tra "controllo societario", *da un lato*, e "attività di direzione e coordinamento", *dall'altro*.

È d'obbligo rammentare, al riguardo, che la giurisprudenza pratica e teorica – e, tra questa, in primo luogo, l'Onorato<sup>3</sup> – ha, da tempo, ben chiarito che il "controllo societario" traduce e realizza un fenomeno diverso, sul piano giuridico ed economico, dalla "direzione e coordinamento". E sia, anche, consentito il richiamo, in prima battuta, di una sintesi icastica<sup>4</sup>: il "controllo" descrive una "situazione statica" avente implicazioni dinamiche che prescindono da – e che non sostanziano necessariamente una – funzione imprenditoriale propria di chi lo esercita; la direzione e coordinamento, al contrario, si immedesima in, e realizza necessariamente, una "situazione dinamica", di taglio imprenditoriale. Più nello specifico, il controllo (partecipativo) si manifesta, ed al con-

---

<sup>2</sup> Il dubbio è stato, ad esempio, sollevato a proposito della disciplina della trasformazione societaria c.d. "progressiva" (quella, cioè, da società di persone a società di capitali), la quale non considera che quando l'operazione è disposta da una società semplice si verifica un cambiamento nell'organizzazione del patrimonio sociale (passando ad un'organizzazione per valori prima assente) che avrebbe giustificato il riconoscimento del diritto di opposizione ai creditori *ex art. 2500-novies*, comma 1, c.c. (al riguardo, cfr. A. CETRA, *Le trasformazioni «omogenee» e «eterogenee»*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Campobasso*, diretto da ABBADESSA, PORTALE, IV, Torino, 2007, 163, nt. 61).

<sup>3</sup> V., soprattutto, P. MONTALENTI, *op. cit.*, 225 ss.

<sup>4</sup> L'immagine è stata coniata da C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, Padova, 2006, 211.

tempo resta solo tale e si esaurisce, con l'esercizio – pur in tutta la sua ampiezza – dei diritti sociali, primo fra tutti la *voice* (eventualmente, in forma di intervento e di voto nell'assemblea della società partecipata). La direzione e coordinamento presuppone, diversamente, un'attività ulteriore rispetto all'esercizio dei diritti sociali, ed anzitutto del voto, incorporati nella partecipazione di maggioranza. La circostanza che il socio di controllo si avvalga delle proprie prerogative sociali e, tramite queste, determini il contenuto delle decisioni dei soci (delibere assembleari) non integra, pertanto, da solo, un'attività di direzione e coordinamento. Quest'ultima richiede, inevitabilmente, un *quid pluris* rispetto alla menzionata gestione dei diritti partecipativi<sup>5</sup>: che si sostanzia, segnatamente, nell'attivazione di un potere consistente nel creare, porsi a capo e, dunque, dirigere e coordinare un gruppo societario<sup>6</sup>.

Il socio di controllo, del resto, assume la qualifica di “capogruppo”<sup>7</sup> solo con l'effettivo avvio della direzione e coordinamento, pacificamente identificato come il momento costitutivo di un gruppo<sup>8</sup>. E ravvisare l'effettivo avvio di detta attività presuppone la constatazione del compimento e dell'imputabilità – alla “capogruppo” – di un'univoca serie, poi continua e stabile, di atti<sup>9</sup>: identificabili nei loro contenuti, e orientati a instaurare un legame – verticalmente orientato – tra più iniziative, per il perseguimento di un interesse (imprenditoriale) unitario<sup>10</sup>. Di norma, sul versante della stessa “capogruppo”, si tratta, anzitutto, di costruire una relazione di qualificata interdipendenza fra le gestioni di due o più imprese (tipicamente societarie), formalmente autonome sul piano soggettivo (perché imputate alle singole società): l'impresa, per l'appunto, di chi dirige e coordina con quella delle altre componenti del gruppo, o, nel caso in cui il “capogruppo” sia una *holding* pura, tra le sole attività delle società partecipate. Il che si risolve – e deve risolversi, affinché la fattispecie della “direzione e coordinamento” sia identificabile – in un significativo, e tendenzialmente sistematico e continuo, orientamento delle suddette imprese, volto a segnare una precisa direzione imprenditoriale nella conduzione delle stesse<sup>11</sup>. Tutto ciò, nel concreto, si attua con la

<sup>5</sup> Per questa conclusione, oltre a P. MONTALENTI, *op. cit.*, 225, v., A. PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 773; G. SCOGNAMIGLIO, “Clausole generali”, *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2011, 525; F. GALGANO, G. SBISA, *Direzione e coordinamento di società*<sup>2</sup>, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 2014, 102 s. In giurisprudenza, per l'analoga distinzione tra “controllo” e “direzione e coordinamento”, Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, in *RDS*, 2010, 157 (pubblicata anche, seppure con data 2 febbraio 2009, in *Foro it.*, I, 2009, 2829); Trib. Palermo, 3 giugno 2010, in *Foro it.*, 2011, I, 933; Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, in *Società*, 2015, 1405.

<sup>6</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 757 s.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 8 s.

<sup>7</sup> V., ancora, U. TOMBARI, *op. cit.*, 9 ss.; ma già, F. GALGANO, *La società per azioni*<sup>2</sup>, in *Trattato Galgano*, VII, Padova, 1988, 199 s.

<sup>8</sup> In questo senso, *ex multis*, anche per altri riferimenti, C. CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012, 40 ss.; in giurisprudenza, da ultimo, affermando il principio di effettività nel riscontrare la direzione e coordinamento, Cass., 7 ottobre 2019, n. 24943, in *Dejure*.

<sup>9</sup> Distinti, per sottolineare le diverse fattezze che possono assumere, in atti formali, di indirizzo e meri fatti da Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, cit.; rimarca il carattere multiforme che può assumere l'attività di direzione e coordinamento, Trib. Milano, 10 novembre 2014 (ord.), in *Società*, 2015, 1378.

<sup>10</sup> In questo senso, diffusamente, F. GALGANO, G. SBISA, *op. cit.*, 24 ss., 30 ss. Nella manualistica, v., ad esempio, C. ANGELICI, *op. cit.*, 190; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009, 469 s.; A. DACCO, in *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, a cura di M. CIAN, Torino, 2020, 802 s.

<sup>11</sup> Con la consueta efficacia, definisce l'attività di direzione come «l'esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, cioè sulle scelte

fissazione di obiettivi da raggiungere (formalizzati, talvolta, in piani strategici e *budget*) e tramite la compartecipazione – da una posizione di vertice e di prevalenza (: quella della “capogruppo”) nell’impressione dei contenuti – in decisioni organizzative, finanziarie o anche operative delle società appartenenti al gruppo. Si realizza in questo modo – e si tratta, davvero, dell’essenza del fenomeno del “gruppo” – il coordinamento di diverse gestioni, volto a conseguire, *da un lato*, «un sistema di sinergie tra le società del gruppo, nel quadro di una politica strategica complessiva, estesa all’“insieme” di società»<sup>12</sup>; *dall’altro*, un forte e riconoscibile tasso di centralizzazione (in capo alla stessa “capogruppo”) nel processo di allocazione della ricchezza complessivamente prodotta.

È acquisito, d’altra parte, che direzione e coordinamento costituiscono un tutto inscindibile: nel senso che la prima (la “direzione”) presuppone il – e non può prescindere dal – secondo (il “coordinamento”) <sup>13</sup>. I due segmenti del fenomeno – è stato efficacemente scritto proprio dal festeggiato – costituiscono una «endiadi funzionale»<sup>14</sup>. Si tratta, nell’accennata prospettiva, di un’attività produttiva avente carattere imprenditoriale, integrante i requisiti di cui all’art. 2082 c.c.<sup>15</sup>: una specificazione, dunque,

---

*strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali*», e l’attività di coordinamento «un sistema di sinergie tra diverse società del gruppo nel quadro di una politica strategica complessiva, estesa all’“insieme” di società», P. MONTALENTI, *op. cit.*, 226 s. (corsivo dell’A.). Più di recente, rimarcando la necessità che la direzione e coordinamento si protraggano per un lasso di tempo considerevole, L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2014, 420. Le stesse caratteristiche sono insistentemente affermate dalla giurisprudenza, chiamata ad accertare la sussistenza dell’attività di direzione e coordinamento: sottolineando la necessità di un «flusso costante di istruzioni che la holding impartisce alla controllata su modalità gestionali, reperimento di mezzi finanziari, politiche di bilancio e scelta dei contraenti», Trib. Roma, 13-17 luglio 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 216; evidenziando che «è necessaria una attività di significativo e determinante condizionamento dell’attività gestionale della società controllata» e che «a tale conclusione si deve necessariamente pervenire ove si osservi che la individuazione di una situazione di direzione e coordinamento comporta *ex lege* in capo alla controllante non solo gli obblighi pubblicitari e informativi (art. 2497-bis c.c.), ma anche l’obbligo di motivazione delle decisioni (art. 2497-ter c.c.), il diritto di recesso in capo al socio della eterodiretta (art. 2497-quater c.c.), l’applicazione ai finanziamenti infragruppo delle norme sui finanziamenti dei soci di s.r.l. (art. 2497-quinquies c.c.) e soprattutto una specifica e incisiva responsabilità nei confronti dei soci e dei creditori della società soggetta alla direzione e coordinamento (art. 2497 c.c.)», Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, *cit.*; negli stessi termini, Trib. Milano, 10 novembre 2014, *cit.*

<sup>12</sup> Così, Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, *cit.*

<sup>13</sup> Nel senso che la “capogruppo” deve esercitare la direzione in forma di influenza “verticale”, ossia di organizzazione gerarchica sulle società eterodirette, e non solo mediante un coordinamento “orizzontale”, finalizzato al conseguimento di sinergie tra le diverse società del gruppo, F. GUERRERA, «*Compiti e responsabilità del socio di controllo*», in *RDS*, 2009, 509 ss.; in giurisprudenza, Trib. Roma, 13-17 luglio 2007, *cit.*; Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, *cit.* V., anche, Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014, 565.

<sup>14</sup> P. MONTALENTI, *op. cit.*, 227. Parla di «endiadi funzionale» anche G. LEMME, *Diritto dei gruppi di società*, Bologna, 2013, 22.

<sup>15</sup> Sul carattere imprenditoriale dell’attività di direzione e coordinamento, diffusamente: A. VALZER, *Responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2012, 20 ss., 199 ss.; nella manualistica: C. ANGELICI, *op. cit.*, 191 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale I. Diritto dell’impresa*<sup>7</sup>, a cura di M. CAMPOBASSO, Milanofiori Assago, 2013, 26 s.; A. CETRA, in *Diritto commerciale, I. Diritto dell’impresa*, a cura di M. CIAN, Torino, 2020, 29; in giurisprudenza, Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Giur. comm.*, 1991, II, 366; Cass., 13 marzo 2003, n. 3724, in *Giur. it.*, 2004, 562; Cass., 6 marzo 2017, n. 5520, in *Giur. comm.*, 2018, II, 24; App. Ancona, 5 marzo 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 643. Diversamente, invece, escludendo che l’attività di direzione e coordinamento possa di per sé figurare come un’impresa, P. MONTALENTI, *op. cit.*, 243 s.; più esplicitamente, Id., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell’impresa nei gruppi di società*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant’anni*

dell'impresa commerciale<sup>16</sup>. La *holding*, pura o mista, che esercita la direzione e coordinamento ha, pertanto, un oggetto che si risolve – quanto meno in prevalenza – in quello della concreta “impresa di gruppo”<sup>17</sup>; un oggetto rivolto al perseguimento imprenditoriale – a beneficio, anzitutto, della *holding* – dell’“interesse di gruppo”<sup>18</sup>.

3. *L'oggetto della società semplice non può menzionare l'attività di direzione e coordinamento. Prime conclusioni.* – Alla luce della superiore premessa, è possibile, a questo punto, spostare l'attenzione alla fattispecie del socio di controllo costituito da una società semplice: concentrandola, in particolare, su un dato che, *de prime abord*, potrebbe apparire formale, ma che, in realtà, è denso di ricadute sostanziali, per l'individuazione dell'ambito di applicazione dell'art. 2497-*sexies* c.c. Bisogna, infatti, considerare che la società semplice deve sottostare a dei limiti nella fissazione dell'oggetto sociale. Si ritiene che questo possa descrivere un'attività che, se qualificata come impresa, debba coincidere con quella di cui all'art. 2135 c.c. (= impresa agricola); là dove, invece, non abbia detta qualifica, debba figurare come un'iniziativa economica non imprenditoriale (= priva dei requisiti dell'art. 2082 c.c. o altrimenti non suscumbibile *ex lege* nella fattispecie impresa)<sup>19</sup>. Ne consegue che un oggetto che men-

*di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 171 e (poi ripubblicato) in *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 215 (da cui si cita) spec. 221.

<sup>16</sup> È, infatti, ormai pressoché pacifico che l'impresa commerciale abbia carattere residuale rispetto ad un fenomeno imprenditoriale, rientrando in detta categoria tutte le imprese diverse da quelle agricole: sul punto, da ultimo, anche per i riferimenti, A. CETRA, *op. ult. cit.*, 62 s.

<sup>17</sup> Il riferimento è alla tesi di F. GALGANO, *Le società per azioni*, cit., 201 ss.; ripresa, poi, ad esempio, in ID., *Diritto commerciale*, II, *Le società*<sup>18</sup>, Bologna, 2013, 246 ss., 266 ss.; ID., SBISA, *op. cit.*, 20 ss., 24 ss.

<sup>18</sup> Emerge, infatti, dai lavori preparatori dell'art. 2497 c.c. che l'averne esplicitamente previsto che l'eterodirezione debba essere esercitata per la realizzazione di un interesse imprenditoriale è finalizzato ad attribuire alla stessa eterodirezione una dimensione imprenditoriale: lo ricorda, con citazione di tali lavori, A. VALZER, *op. cit.*, 76, nt. 122. Vale, peraltro, la pena rammentare anche che la richiamata disposizione legittima il diffuso convincimento secondo cui un comportamento può essere qualificato come eterodirezione (e, quindi, essere il presupposto per l'applicazione della disciplina contenuta negli artt. 2497 ss. c.c.) soltanto se è rivolto a realizzare – e non, invece, quando è avulso da – un interesse imprenditoriale (proprio o altrui): l'eterodirezione deve, infatti, contemperare quest'ultimo interesse con l'osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale dell'entità che la subisce. In questo senso, pur con diversità di accenti, C. ANGELICI, *op. cit.*, 194 s.; F. GALGANO, G. SBISA, *op. cit.*, 105 s.; G. SCOGNAMIGLIO, “*Clausole generali*”, cit., 530 ss.; EAD., *Art. 2497*, in *Commentario Gabrielli*, Milanofiori Assago, 2015, 1105 ss.

<sup>19</sup> V., nella manualistica più accreditata, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*<sup>10</sup>, a cura di M. CAMPOBASSO, Milano, 2020, 38, 46 s.; L. PISANI, in *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, a cura di M. CIAN, Torino, 2020, 165. Secondo un orientamento, maturato in epoca più recente, anche sulla base di indicazioni rivinenti dalla legislazione fiscale, una società semplice potrebbe essere utilizzata, quale forma di canalizzazione alternativa alla comunione, per “regolare” un'attività di godimento delle utilità d'uso o di scambio dei beni che costituiscono il relativo patrimonio [v., anche per i riferimenti normativi dai quali si potrebbe desumere la legittimità di una società semplice di mero godimento, P. GHIONNI, *Società di mero godimento tra teoria generale e nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2008, 1315 ss.; K. MARTUCCI, *Le società di godimento nel diritto italiano d'oggi*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 465 ss.; EAD., *Il godimento collettivo di beni in forma societaria nell'esperienza europeo-continentale*, *ivi*, 330 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato Buonocore-Costi*, Torino, 2015, 109 ss.; P. SPADA, *Dalla società civile alla società semplice di mero godimento*, Studio n. 69-2016/I del Consiglio Nazionale del Notariato, 6 s.; in giurisprudenza, Trib. Roma (decr), 8 novembre 2016, in *Società*, 2017, 856]. E un esempio di società semplice di mero godimento potrebbe essere rappresentato proprio dalle cc.dd. *holding* di famiglia, là dove l'attività sociale dichiarata ed effettivamente svolta si esaurisca nell'attivazione del potere di controllo derivante dalla partecipazione sociale di maggioranza detenuta in

zione espressamente la partecipazione di controllo in una società di capitali detenuta in portafoglio, prevedendo, tra l'altro, l'amministrazione o la gestione di detta partecipazione, può legittimare soltanto un'attività coincidente con l'esercizio delle prerogative derivanti dal controllo.

Gli amministratori della società partecipante, pertanto, dovendo interpretare e dare attuazione all'oggetto sociale nell'accennata direzione, sono obbligati ad osservare – mantenendosi all'interno di – un perimetro operativo coerente con l'esercizio del controllo societario. Si tratta, principalmente, di attivare il diritto di *voice*, eventualmente per il tramite dell'intervento e del voto in assemblea della (e) società partecipata (e). E disponendo della maggioranza assoluta dei voti (nell'assemblea ordinaria), di governare la situazione di potere che ne deriva, determinando il contenuto delle decisioni dei soci, specificato, soprattutto: nella nomina (quanto meno della maggioranza) degli amministratori, persino facendo ricadere la scelta sugli stessi amministratori della società partecipante; nell'approvazione del bilancio d'esercizio e nella conseguente destinazione degli utili riportati; nella valutazione delle condotte degli amministratori della (e) società partecipata (e), disponendo, se del caso, eventuali revoche o, ricorrendone i presupposti, attivando azioni di responsabilità<sup>20</sup>.

L'oggetto sociale della società semplice non può, invece, menzionare un'ulteriore attività: un'attività, cioè, espressiva della direzione e del coordinamento tra l'eventuale iniziativa della stessa società semplice e quella della società partecipata o tra l'iniziativa di quest'ultima e quella di una o più altre società sottoposte al medesimo controllo<sup>21</sup>. Verrebbe, altrimenti, indicata, in tale oggetto, un'attività (quella di eterodirezione) che, per legge (art. 2249, commi 1 e 2, c.c.), non può essere prevista, perché costituisce specificazione dell'impresa commerciale (v., *supra*, n. 2).

È, pertanto, possibile una prima conclusione ai fini del problema in discorso. Dal momento che una società semplice non può avere un oggetto sociale neppure parzialmente coincidente con quanto la imprenditorialità dell'attività di direzione e coordinamento presuppone<sup>22</sup>, si deve ragionevolmente escludere che la stessa società semplice

---

portafoglio (spesso quale unico bene costituente il patrimonio sociale): su questo fenomeno, da ultimo, S. PATRIARCA(- I. CAPELLI), *Della società semplice. Art. 2251-2290*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 2021, 6 ss. Bisogna, peraltro, aggiungere che in queste società il godimento quasi mai si risolve nella mera fruizione del diritto sulla partecipazione: l'amministrazione di tale partecipazione è solitamente orientata a procurare utilità ulteriori, quale, tipicamente, può essere la conservazione e/o l'accrescimento (ad esempio, per l'esercizio del diritto di prelazione sull'optato da parte di altri soci; per l'acquisto della partecipazione dei soci che hanno esercitato il recesso; ecc.) unitario del bene, anche nella prospettiva del passaggio generazionale dell'impresa familiare.

<sup>20</sup> Quelle indicate nel testo sono le tipiche decisioni che consentono di attribuire ad un soggetto – quand'anche titolare di una partecipazione inferiore alla maggioranza assoluta del capitale sociale – il controllo di una società: sul punto, in luogo di molti, A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in *Trattato Colombo-Portale*, II\*\*, Torino, 1991, 581 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 462 ss.; più di recente, M. NOTARI, J. BERTONE, *Art. 2359*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2008, 673 ss.; L. SCHIUMA, *Art. 2359*, in *Commentario Gabrielli*, Milanofiori Assago, 2015, 1264 ss.; M. LAMANDINI, *Art. 2359*, in *Le società per azioni*, I, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, 2016, 751 s.

<sup>21</sup> Nel senso che la direzione e coordinamento può essere indicata nell'oggetto sociale e deve essere iscritta nella società che esercitano tale attività, già prima della riforma del diritto societario del 2003, U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, 172 ss.; dopo detta riforma, ID., *Diritto*, cit., 23 ss.

<sup>22</sup> Ossia, la qualificazione di tale attività come impresa commerciale: v., *supra*, nt. 16. Quanto detto nel testo a differenza di quanto potrebbe accadere in una società di tipo diverso, nella quale, invece, l'oggetto

possa essere annoverata tra le società e gli enti in relazione ai quali la titolarità del controllo (partecipativo o di altro tipo) permetta di presumere l'inerenza della direzione e coordinamento *ex art. 2497-sexies c.c.* Detta presunzione si fonda, infatti, sul presupposto che nelle società e negli enti una partecipazione di controllo sia, tipicamente, strumentale alla realizzazione di un preesistente interesse imprenditoriale-commerciale proprio: sicché, diviene presumibile che sul controllo si possa innestare lo sviluppo di una attività di direzione e coordinamento<sup>23</sup>. Nel campo societario questo può, strutturalmente, accadere nelle società cc.dd. commerciali: dunque, nelle società di capitali e, nell'ambito della famiglia delle società di persone, nel contesto delle società in nome collettivo e in accomandita semplice<sup>24</sup>.

La società semplice si distingue, per contro, da queste ultime e va, correttamente, assimilata, sotto il profilo in esame, alla persona fisica. La quale può ben assumere il controllo di una società, ma questo non comporta che in capo alla medesima si puntualizzi la presunzione stabilita dall'art. 2497-*sexies c.c.*<sup>25</sup>. Perché la persona fisica non rappresenta un *habitat* essenzialmente imprenditoriale, connotato, cioè, dalla strutturale presenza di un interesse commerciale da realizzare – quando si disponga del controllo – per il tramite della realizzazione di una “impresa di gruppo”. Opera, dunque, per essa, una presunzione inversa rispetto a quella posta dall'art. 2497-*sexies c.c.*: è escluso, fino a prova contraria, che il controllo porti con sé l'esercizio dell'attività imprenditoriale di direzione e coordinamento<sup>26</sup>. E questa conclusione merita di essere estesa anche alla società semplice, la quale – in quanto società non commerciale – non può nemmeno stabilire a proprio oggetto l'esercizio di attività commerciale (e, quindi, quale specificazione, la direzione ed il coordinamento).

4. *La società semplice e l'accertamento di una sua attività di direzione e coordinamento attraverso indici rilevatori della stessa. Conseguenze.* – Se per la società semplice controllante, al pari della persona fisica (*holding*), non può valere, per le predette ragioni, la presunzione posta dall'art. 2497-*sexies c.c.*, non per questo può essere scartata l'ipotesi che questa stessa società, esattamente come potrebbe accadere per una

---

sociale potrebbe fare espressamente riferimento o, comunque, alludere all'attività di direzione e coordinamento, prescindendo, peraltro, dal se l'eterodirezione venga, poi, esercitata in concreto.

<sup>23</sup> U. TOMBARI, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 62 s.; G. SBISÀ, *Sui poteri della capogruppo nell'attività di direzione e coordinamento*, in *Contratto e impresa*, 2011, 600 s.; ID., *Art. 2497*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2012, 18 s.; M. LAMANDINI, *Art. 2497-sexies*, in *Le società per azioni*, II, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, 2016, 3132 s.; in giurisprudenza, per la stessa conclusione, oltre ai provvedimenti citati nella rassegna di S. MADDALUNO, *Dieci anni di giurisprudenza sulla «direzione e coordinamento» di società*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 743 ss., v., anche, Trib. Milano, 10 novembre 2014 (ord.), cit.; App. Milano, 22 luglio 2020, in *Dejure*.

<sup>24</sup> Solo per questi tipo societari si prospetta, non a caso, la qualifica di “capogruppo”: U. TOMBARI, *Sulla società in accomandita semplice di gruppo*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 253 ss.; ID., *Diritto*, cit., 136 s. Vi aggiunge, invece, la società semplice, ma sul già ricordato presupposto che l'attività di direzione e coordinamento non sia di per sé qualificabile come impresa, P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento*, cit., 229.

<sup>25</sup> In questo senso, sia pure con argomentazioni non del tutto coincidenti, C. ANGELICI, *op. cit.*, 199; P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, 228 s.; C. PICCIAU, *Art. 2497-sexies*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2012, 357.

<sup>26</sup> In questi termini, A. VALZER, *op. cit.*, 226 ss.; ID., *Abuso di eterodirezione e regimi di responsabilità. La recente giurisprudenza del Tribunale di Milano*, in *RDS*, 2016, 11 e 44 ss. (dove giurisprudenza conforme del Tribunale di Milano).

persona fisica, possa effettivamente esercitare un'attività di direzione e coordinamento<sup>27</sup>. Quest'ultima circostanza, tuttavia, deve essere rinvenuta positivamente e in concreto: *accertando*, cioè, *che la società non si limiti ad attivare i diritti sociali della partecipazione di controllo (comportandosi, dunque, da socio), ma svolga realmente l'attività di direzione e coordinamento*<sup>28</sup>. In questa, che è la prospettiva più rilevante, si tratta, allora, di riscontrare se la società partecipante tenga o no una condotta che, *in sé considerata*, possa essere qualificata come direzione e coordinamento<sup>29</sup>.

Siffatta verifica – normalmente operata dalla società controllata al fine di appurare la sussistenza in capo alla medesima dell'applicazione della disciplina ex artt. 2497 ss. c.c. e, in particolare, degli obblighi pubblicitari stabiliti dall'art. 2497-bis, comma 1, c.c. – attiene alla concreta ricorrenza degli indici, tipicamente considerati manifestazione dell'attività di direzione e coordinamento e la cui assenza, nelle società e negli enti soggetti all'applicazione dell'art. 2497-sexies c.c., è considerata idonea a vincere la relativa presunzione<sup>30</sup>. E dovendo, allora, volgere l'attenzione a detti indici, giova ricordare che dottrina e giurisprudenza hanno escluso, anzitutto, che possa assumere autonomo rilievo, nell'ambito della valutazione in esame, la circostanza che tutti o alcuni amministratori del socio di controllo siano anche amministratori, finanche con poteri esecutivi, della società controllata. La coincidenza soggettiva negli organi amministrativi della controllante e della controllata non è, di per sé, sinonimo di reciproca interdipendenza gestionale. Anche là dove il socio di controllo replicasse “a specchio” la composizione della sua funzione gestoria in quella della partecipata, non per questo si potrebbe dubitare della rispettiva autonomia, sul piano della conduzione operativa, tra il primo (socio di controllo) e la seconda (partecipata)<sup>31</sup>. La comunanza di esponenti apicali deve essere sempre valutata, per accertare l'eterodirezione, alla luce di altri indizi che manifestino la sussistenza, in capo al socio di controllo, di un proprio distinto interesse imprenditoriale<sup>32</sup>: quello che – per utilizzare le parole di un'importante voce della dottrina in materia – coincida con il c.d. “interesse di gruppo”<sup>33</sup>. Solo in questo caso la situazione di *interlocking directorates* può, eventualmente, avvalorare, se non proprio confermare, la

<sup>27</sup> Sul punto, ancora, A. VALZER, *La responsabilità*, cit., 233 ss.; ID., *Abuso*, cit., 45 ss.; Cass., 6 marzo 2017, n. 5520, cit.

<sup>28</sup> P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, 227 s.; Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, cit.; Trib. Milano, 20 dicembre 2013, cit.; Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, cit.

<sup>29</sup> P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 e (poi ripubblicato) in *Impresa*, cit., 227 (da cui si cita) spec. 233 ss.

<sup>30</sup> Se, come si è visto (v., *supra*, n. 3) nelle società diverse dalla società semplice la presunzione ex art. 2497-sexies c.c. si fonda sull'astratta possibilità di annoverare nell'oggetto sociale l'attività di direzione e coordinamento, nelle stesse società quello che conta, ai fini dell'applicazione della disciplina degli artt. 2497 ss. c.c., è che l'eterodirezione sia anche concretamente esercitata (e non solo menzionata nell'oggetto sociale). Nel senso che l'applicazione di una certa disciplina non sia legata alla formale indicazione nell'oggetto sociale dell'attività d'impresa che ne è il presupposto, ma alla circostanza che tale impresa venga effettivamente svolta, v., *ex multis*, seppure con riferimento a situazioni diverse da quella in esame, Cass., 2 dicembre 2021, n. 38066; in *OneLegale*; Cass., 12 dicembre 2019, in *DeJure*; Cons. Stato, 18 gennaio 2021, in *OneLegale*; T.A.R. Veneto/Venezia, 3 febbraio 2021, n. 149, *ivi*.

<sup>31</sup> E v., ancora, L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 431 ss.; Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, cit.; Trib. Milano, 5 marzo 2020, cit.

<sup>32</sup> Sul punto, molto chiaramente, C. ANGELICI, *op. cit.*, 194 ss., 197 ss.; Trib. Roma, 7 aprile 2015, in *ilcaso.it*.

<sup>33</sup> Il riferimento è a F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, *Le società*<sup>18</sup>, Bologna, 2013, 246 ss.; ID., G. SBISÀ, *op. cit.*, 138 ss.

direzione unitaria: può, in effetti, essere lo strumento attraverso il quale vengono diramati gli atti di indirizzo del socio di controllo, rappresentando, quindi, una sorta di “grimaldello” capace di scalfire l’autonomia della controllata. L’*interlocking* non è, per contro, significativo, ai fini riguardati, se il socio di controllo non ha un proprio interesse imprenditoriale da realizzare per il tramite dell’eterodirezione: l’eventuale situazione di comunanza tra amministratori deve, allora, essere considerata come un’ulteriore conseguenza del potere di controllo legittimamente esercitato da detto socio.

La letteratura – traendo spunto dalle scienze economico-aziendali –, ha, da tempo, per contro, fatto propria l’idea che sicuramente il soggetto controllante esercita la direzione e coordinamento ogni qual volta lo stesso soggetto accenti su di sé il processo di conduzione unitaria del gruppo: e questo accade, in particolare, quando vengano spostate al vertice della catena di comando le decisioni riguardanti le fasi della pianificazione e programmazione, organizzazione, guida e controllo delle società controllate<sup>34</sup>. Si tratta, del resto, di un orientamento condiviso dalla giurisprudenza, la quale è dell’avviso che il potere di direzione e coordinamento si manifesta attraverso la «dislocazione dei processi decisionali sulla “capogruppo” e, comunque, al di fuori delle società controllate»<sup>35</sup>.

Di recente, peraltro, nell’ottica di dettagliare maggiormente il menzionato processo, è stato sottolineato che assume uno speciale rilievo la formale adozione, da parte dell’organo amministrativo della controllante, di un “regolamento di gruppo” (usualmente sottoposto alle controllate per ratifica), nel quale vengano stabilite *ex ante* le materie o le operazioni, astrattamente di competenza dell’organo amministrativo della controllata, che devono essere realizzate nel rispetto delle indicazioni provenienti dalla “capogruppo” oppure condivise con la stessa o, almeno, sottoposte al *placet* della “capogruppo”. Il valore attribuito a detto regolamento, in verità, non è univoco. Per una parte della dottrina, la sua presenza sarebbe di per sé sufficiente per affermare la sussistenza di un’attività di direzione e coordinamento<sup>36</sup>. Ma altra parte – sulla scorta dell’idea che la direzione unitaria, per assumere rilevanza normativa, debba essere anche significativa – reputa, per contro, che non si possa prescindere dall’esame dell’effettivo contenuto del regolamento. Secondo quest’ultima impostazione, si dovrebbe, dunque, escludere che un regolamento, per così dire, “*light*” possa, di per sé, costituire espressione di un potere di gestione unitaria (ai fini della disciplina *ex artt.* 2497 ss. c.c.), restando, questo, subordinato alla concreta previsione di obblighi specifici in capo alla controllata: tra i quali, in particolare, l’impegno a sottoporre alla capogruppo l’approvazione di decisioni strategiche e/o il proprio piano industriale<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> In questa direzione, anche prima dell’introduzione degli artt. 2497 ss. c.c., G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, 244 ss.; con ampi riferimenti alla letteratura economico-aziendale in tema di teoria dell’amministrazione, R. PENNISI, *Attività di direzione e potere della capogruppo nei gruppi bancari*, Torino, 1997, 39 ss.; dopo l’introduzione del capo IX del libro V del c.c., P. MONTALENTI, *op. loc. ultt. citt.*

<sup>35</sup> Così, ad esempio, Trib. Palermo, 3 giugno 2010, cit.; seppure in una particolare prospettiva, ritiene che la direzione e coordinamento ricorra allorché si realizzi un’ingerenza talmente pervasiva della “capogruppo” da annullare l’autonomia organizzativa delle singole società operative, Cass., 9 gennaio 2019, n. 267, in *Dejure*. La giurisprudenza sottolinea, inoltre, l’irrelevanza delle modalità formali con le quali la direzione e coordinamento viene esercitata in concreto: v., ad esempio, Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, cit.; Trib. Milano, 10 novembre 2014, cit.

<sup>36</sup> G. SBISÀ, *Art. 2497*, cit., 27; adde, C. CARUSO, *op. cit.*, 66.

<sup>37</sup> L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 424, 429, 436 e 443.



È pacifico, d'altra parte, che, anche in assenza di un regolamento di gruppo, al soggetto controllante può essere imputata la direzione e coordinamento qualora questo, nei fatti, emani direttive o atti d'indirizzo tesi a condizionare decisioni di taglio strategico, organizzativo, finanziario o gestionale attinenti alla conduzione degli affari delle controllate<sup>38</sup>. Si precisa, al proposito, che occorre valutare il contenuto delle direttive e degli atti e, quindi, il modo con cui si manifesta in concreto l'influenza della "capogruppo". Conviene, allora, soffermarsi, sui tratti propri di tali direttive e atti con un maggiore grado di dettaglio, muovendo, in primo luogo, dall'ipotesi più frequentemente presa in considerazione: *la definizione, a livello di gruppo, della programmazione dell'attività imprenditoriale e la conseguente organizzazione della struttura aziendale di tutte le società che ne fanno parte*. Il riferimento, più specificamente, è alla determinazione, in chiave di gruppo, dei piani strategici, industriali e finanziari, nonché dei *budget* e, più in generale, di tutti gli strumenti funzionali alla programmazione e controllo dell'attività<sup>39</sup>. Non si reputa, d'altra parte, necessario che tutto questo venga formalmente assunto dalla "capogruppo" e, poi, indirizzato agli organi amministrativi delle controllate per ratifica o approvazione: risultando sufficiente, secondo l'opinione largamente condivisa, che i piani e programmi strategici, industriali e finanziari, anche quando formulati autonomamente dalle varie società del gruppo, siano, in un secondo momento, sottoposti all'approvazione della *holding* o, comunque, subordinati al suo *placet*. In altre parole, viene considerata evidenza del concreto esercizio di attività di direzione e coordinamento ogni forma di concorso della "capogruppo" nella definizione della programmazione aziendale che finisca con l'attribuire a quest'ultima la "parola finale" su tali aspetti<sup>40</sup>.

Non è esclusa, tuttavia, l'effettiva ricorrenza di un'attività di direzione e coordinamento pure nel caso in cui il soggetto controllante ometta di concorrere alla fissazione degli aspetti programmatici o concernenti la struttura aziendale delle società controllate. L'attenzione, in quest'ipotesi, si sposta sulla concreta operatività delle singole società controllate, dovendosi, allora, indagare il livello di autonomia di cui godano – o, di contro, il grado di influenza che subiscano – nell'assunzione delle varie decisioni nei settori deputati alla organizzazione e allo svolgimento dell'attività di impresa (*i.e.* settore acquisti, vendite, *marketing*, organizzazione e gestione del personale). La conclusione positiva circa la sussistenza della direzione e coordinamento, in questa prospettiva, dipende dal riscontro di un condizionamento, significativo e stabile, dell'autonomia gestionale della società controllata nelle decisioni relative ai menzionati ambiti decisionali: devono, in sostanza, essere rintracciabili «una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo»<sup>41</sup>, che rappresentino gli estremi della gestione di affari da parte della "capogruppo"<sup>42</sup>. Anche se, in verità, secondo qualche scrittore, l'esercizio di un'atti-

<sup>38</sup> Trib. Mantova, 16 ottobre 2014, cit.; Trib. Milano, 10 novembre 2014, cit.; Trib. Milano, 27 febbraio 2019, in *Dejure*.

<sup>39</sup> U. TOMBARI, *Diritto*, cit., 107; A. VALZER, *La responsabilità*, cit., 113; C. CARUSO, *op. cit.*, 73; G. SBISÀ, *Art. 2497*, cit., 28; P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento*, cit., 234.

<sup>40</sup> Sull'emanazione di direttive in materia di strategia di gruppo e sul comportamento del consiglio di amministrazione della società diretta e coordinata che le riceve: G. SCOGNAMIGLIO, "Clausole generali", cit., 524 e 528, nonché, da ultimo, anche per altri riferimenti, M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 370 e 374.

<sup>41</sup> In questi termini, Trib. Palermo, 3 giugno 2010, cit.; Trib. Milano, 20 dicembre 2013, cit.

<sup>42</sup> L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 430.

ività di direzione e coordinamento potrebbe essere pure ravvisato qualora venga riscontrato il condizionamento della controllante in relazione al compimento di singoli atti di gestione, purché involgenti momenti significativi della controllata: tra questi sono ricordati, ad esempio, l'assunzione di una decisione concernente il reperimento di mezzi finanziari, oppure avente ad oggetto la conclusione di un contratto importante o, comunque, dotato di valenza strategica<sup>43</sup>.

Da ultimo, va osservato che è considerata – a determinate condizioni – circostanza potenzialmente idonea a manifestare il concreto esercizio della direzione unitaria anche l'emanazione di direttive attinenti all'area della gestione finanziaria e creditizia<sup>44</sup>. Tra gli autori che si sono occupati della materia, è stato richiamato il caso dell'utilizzo, a livello di gruppo, del servizio di *cash pooling*<sup>45</sup>, che consiste, normalmente, nell'accentramento di tutti i movimenti finanziari delle singole società del gruppo (controllante e controllate), al fine di ridurre l'onere per interessi passivi complessivi, beneficiando dei saldi positivi generati da alcune di dette società<sup>46</sup>. Ma pare preferibile l'opinione secondo cui l'esistenza di un *cash pooling* (e, più in generale, la prestazione reciproca di servizi infragruppo) non sia in grado, di per sé, di deporre per una conclusione senz'altro affermativa sulla direzione e coordinamento, posto che il perseguimento di sinergie tra le varie società del gruppo, fino a quando non si combini con il compimento di atti di direzione gerarchica da parte della "capogruppo", non può essere considerato sufficiente a integrare il presupposto per l'applicazione degli artt. 2497 ss. c.c.<sup>47</sup>. Bisogna, nondimeno, ricordare che – nella prospettiva di cogliere valore indiziario della eterodirezione nell'assenza, presso la società controllata, di una struttura aziendale operativa in grado di svolgere una o più fasi dell'attività di impresa<sup>48</sup> – l'attenzione si è, spesso, focalizzata sulla pianificazione e gestione finanziaria della stessa società, assegnando rilievo (sempre come elemento avente natura indiziaria) anche al ricorso al *cash pooling* o, comunque, alla presenza di direttive finalizzate all'ottimizzazione della posizione finanziaria del gruppo<sup>49</sup>.

<sup>43</sup> V. CARIELLO, *Art. 2497-bis*, in *Le società per azioni*, II, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, 2016, 3055; Trib. Milano, 27 febbraio 2019, cit.

<sup>44</sup> *Ex multis*, anche per altri riferimenti, C. CARUSO, *op. cit.*, 83.

<sup>45</sup> Nel senso che il *cash-pooling* costituisca manifestazione di attività di direzione e coordinamento, ad esempio, C. PICCIAU, *op. cit.*, 361; P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento*, cit., 231.

<sup>46</sup> Su tale fenomeno e sulle implicazioni di diritto societario derivanti da questa scelta organizzativa, v., in particolare, A. DACCÒ, *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*, Milano, 2002, 191 ss.

<sup>47</sup> In questo senso, G.M. ZAMPERETTI, in *Società*, 2015, 1389, il quale, chiosando sulla sentenza resa da Trib. Milano, 10 novembre 2014, cit., precisa come «il fatto ad esempio che la *holding* esegua verso corrispettivo alcuni servizi a favore della subcontrollata testimonia di per sé solo un normale rapporto contrattuale infragruppo, di per sé neutrale ai fini della valutazione di un eventuale esercizio della direzione e coordinamento», ancorché, nel caso di specie, l'esame dei contratti relativi ai flussi finanziari verso la tesoreria di gruppo, avesse contribuito alla qualificazione delle relazioni in essere come esercizio di direzione unitaria.

<sup>48</sup> È stato considerato un elemento idoneo a concorrere alla ricostruzione della fattispecie concreta in termini di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento l'assenza di «una struttura operativa autonoma quanto a servizi contabili, amministrativi, tecnici, di assistenza informatica di elaborazione paghe, di assistenza agli acquisti (attività amministrativa)»: Trib. Milano, 10 novembre 2014, cit.

<sup>49</sup> L'assenza di autonomia nella gestione e ottimizzazione dell'area finanziaria e nei rapporti con i finanziatori, nonché l'adozione di contratti di *cash pooling* infragruppo è considerato dalla giurisprudenza elemento indiziario dell'esercizio di direzione e coordinamento (Trib. Milano, 10 novembre 2014, cit.), al pari, più in generale, della presenza di atti funzionali a realizzare l'accentramento della pianificazione fi-

Riprendendo, a questo punto, il discorso sulla società semplice controllante, è possibile affermare, in conformità a quanto precede, che se sulla stessa società vengono riscontrati uno o più degli elementi indiziari appena passati in rassegna, si può ragionevolmente concludere nel senso della ricorrenza di una direzione e coordinamento rilevante ai fini della disciplina di cui agli artt. 2497 ss. c.c. In quest'eventualità, peraltro, la controllante avrebbe posto in essere un'attività (eterodirezione) non in linea con la sua forma giuridica (società semplice) – la prima (attività) è, infatti (come si è precisato: *supra*, n. 2), un'attività di impresa commerciale, la seconda (forma giuridica) è, per contro, una forma societaria non commerciale<sup>50</sup> – potenzialmente idonea a portare a una riqualificazione del sodalizio in società in nome collettivo<sup>51</sup>.

5. *Conclusioni.* – È possibile, a questo punto, tirare le fila del discorso per riconoscere che la presunzione stabilita dall'art. 2497-*sexies* c.c. ha un ambito di applicazione suscettibile di una riduzione teleologica. Esso non può coincidere con tutte le società o gli enti che occupano la posizione di socio di controllo, non comprendendo, in particolare, la società semplice controllante. Quest'ultima, infatti, come si è visto (v., *supra*, n. 3), non può sfruttare le prerogative derivanti dalla partecipazione di maggioranza per accentrare su di sé le decisioni di gestione della società partecipata (v., *supra*, n. 4): perché finirebbe, in caso contrario, per svolgere un tipo di iniziativa (l'attività di direzione e coordinamento) che alla stessa è preclusa dalla legge (v., *supra*, n. 2).

La società partecipata, di conseguenza, non è tenuta ad applicare la disciplina dell'eterodirezione (a cominciare dagli obblighi pubblicitari disposti dall'art. 2497-*bis*, commi 1 e 2, c.c.) nei confronti della società semplice controllante. Ma questo salvo che la medesima partecipata non riscontri – ricorrendo uno o più indici segnaletici passati in rassegna (v., *supra*, n. 4) – uno spostamento delle decisioni gestorie dai propri organi al socio di controllo: realizzando, in questo modo, un concreto indirizzamento dell'impresa della prima (la partecipata) ad un superiore interesse imprenditoriale del secondo (socio di controllo).

---

nanziaria, sempre che quest'ultima non si limiti ad assumere valore progettuale, ma si traduca nella indicazione di precise direttive vincolanti per la controllata (Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, cit.).

<sup>50</sup> L'espressione deve essere intesa nell'accezione di G. OPPO, *Materia agricola e «forma» commerciale*, in *Scritti giuridici*, I, *Diritto dell'impresa*, Padova, 1992, 82 ss.

<sup>51</sup> Il riferimento è a P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 435 ss. E v., anche, nella manualistica più recente, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 46 ss.; M. CIAN, *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, a cura di M. CIAN, Torino, 2020, 54 s.

# SINDACATI DI GESTIONE E DISCIPLINA DEI GRUPPI

di Nicola Rondinone

SOMMARIO: 1. Sindacati di gestione e promessa del fatto del terzo. – 2. I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società per azioni. – 3. I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società a responsabilità limitata. – 4. I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società di gruppo.

1. *Sindacati di gestione e promessa del fatto del terzo.* – Come noto, i c.d. “sindacati di gestione” sono patti parasociali conclusi fra soci di una società di capitali, cui aderiscono eventualmente anche uno o più amministratori, volti – in via esclusiva o nel complesso di accordi di più estesa portata – a regolamentare stabili forme di influenza sull'attività gestoria degli amministratori da parte del sindacato<sup>1</sup>.

I limiti di ammissibilità dei patti *de societate gerenda* sono controversi e pochi sono i punti fermi nella materia, il che concorre a spiegare perché mai la prassi contrattuale, specie se improntata su stampi di origine anglosassone, registri una notevole varietà di formulazioni per quanto concerne la foggia degli impegni imposti a tutti o ad alcuni dei soci sindacati al fine di garantire la soggezione degli amministratori agli indirizzi del sindacato.

Non è in realtà frequente che i contraenti parasociali assumano l'obbligo di compiere il fatto proprio di condizionare gli amministratori da essi nominati, affinché questi ultimi si uniformino alle direttive deliberate dal sindacato. Conoscono maggiore diffusione, anche in quanto suscettibili di assicurare una superiore cogenza – sicché su di esse conviene accentrare l'attenzione – le clausole con cui viene piuttosto promesso il fatto del terzo, i.e. la condotta conforme degli amministratori in questione, per l'effetto di determinare l'applicazione nel nostro ordinamento dell'art. 1381 c.c. In forza di tale disposizione, e trasponendo alla fattispecie che ci occupa la ricostruzione più accreditata di questo istituto civilistico: a un “primo livello”, la mancata diligente attivazione da parte del socio sindacato farà maturare a suo carico un'obbligazione risarcitoria; a un “secondo livello”, qualora dovesse comunque riscontrarsi il mancato allineamento degli amministratori alla volontà parasociale nonostante la diligente condotta del socio in parola, opererà una meno ampia obbligazione indennitaria<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per questa definizione v., per tutti, M.M. PRATELLI, *Problemi in tema di “sindacati di gestione”*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 112 ss.

<sup>2</sup> Cfr., *inter alia*, M.C. CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992, 22 ss.; E. BRIGANTI, *Fideiussione e promessa del fatto altrui*, Napoli, 1981, 90 ss.; A. CHECCHINI, *La promessa del fatto del terzo*, in *Tratt. Bessone*, 13, V, Torino, 2002, 377 ss.; M.R. MARELLA, *La promessa del fatto del terzo*, in *I contratti in generale*, a cura di P. CENDON, Torino, 2000, 228 ss.; M. FRANZONI, *Commento all'art. 1381 c.c.*, in *Degli effetti del contratto*, II, *Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, in *Comm.*

Viene in sostanza offerta una prestazione di garanzia *lato sensu*, implicante l'accollo da parte del promittente del rischio del mancato compimento del fatto altrui e del correlato svantaggio economico per il promissario. L'unica ipotesi in cui, secondo i più, il promittente non risponderebbe ed emergerebbe il profilo causale – sicché la garanzia prestata non potrebbe considerarsi assolutamente astratta – è quella in cui il fatto non fosse stato compiuto per causa estranea alla volontà dello stesso terzo<sup>3</sup>.

Ciò premesso, tra gli interpreti si riscontrano opinioni differenziate sui termini di legittimità dei patti di gestione, altresì distinte a seconda che essi abbiano per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società per azioni ovvero sulla gestione di una società a responsabilità limitata; mentre la questione è raramente, e per lo più sommariamente, studiata con riferimento all'ipotesi in cui la società controllata dai soci sindacati sia affiliata a un gruppo – in veste di capogruppo o come società eterodiretta – salvo concordarsi che la tipologia di patto in parola è certamente suscettibile di integrare gli estremi della presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c.<sup>4</sup>.

L'obiettivo del presente contributo è quello di approfondire quest'ultima specifica ipotesi, la cui adeguata trattazione richiede peraltro di ripercorrere preliminarmente il dibattito generale nella materia. Ciò per l'intuibile ragione che il giudizio sulla validità dei sindacati di gestione nei gruppi non può che discendere da una interazione fra i criteri di valutazione dei patti parasociali elaborati con riferimento al diritto societario comune e il sistema valoriale espresso dal diritto dei gruppi<sup>5</sup>.

*2. I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società per azioni.* – Per quanto concerne innanzitutto la società per azioni, la dottrina prevalente tende a inquadrare i sindacati di gestione nell'ambito della più estesa categoria – contemplata tanto nell'art. 2341-*bis*, comma 1, lett. c), c.c., quanto nell'art. 122, comma 5, lett. d), t.u.f. – dei patti parasociali, denominati spesso “patti di controllo”, che, senza tangere il diritto di voto nell'assemblea, abbiano per oggetto o per effetto l'esercizio, anche congiunto, di un'influenza dominante sulla società o su altra società, anche di differente tipologia, che la controlli, con conseguente applicazione della correlata disciplina in tema di durata e trasparenza<sup>6</sup>.

---

*Schlesinger*, 2013, 495 ss.; Cass., 21 novembre 2014, n. 24853; Cass., 19 dicembre 2003, n. 19472; Cass., 29 ottobre 2003, n. 16225; Cass., 5 settembre 1997, n. 8614; Cass., 25 maggio 1984, n. 3228.

<sup>3</sup> In tal senso, M.C. CHERUBINI, *op. cit.*, 39 ss., 143; M.C. STASI, *Promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo*, in *Nss. dig. it.*, XIV, Torino, 1967, 69 ss., *ivi* 75; F. ALCARO, *Promessa del fatto del terzo*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, 70 ss., *ivi* 81; G. SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955, 125 ss.

<sup>4</sup> Cfr., per tutti, M.V. ZAMMITI, *Contratti e clausole di coordinamento nei gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, II, 165 ss., *ivi* 194.

<sup>5</sup> Per ragioni di spazio, l'argomento non potrà essere declinato anche con riguardo ai gruppi nei settori vigilati. Per qualche spunto in materia bancaria, cfr. A. ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano, 2010, 286 ss., 377 ss.; A. TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *AGE*, 2007, 455 ss.; M. CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001, 26; C. BRESCIA MORRA, *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Milano, 2000, 119 ss.

<sup>6</sup> Cfr., fra gli altri, M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli artt. 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 4, Torino, 2007, 474 s.; A. PICCIAU, *Art. 2347 bis*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2007, 347 ss.; M. PERRINO, *Commento agli artt. 2341*

Vi è tuttavia chi correttamente precisa che questo inquadramento può condividersi solo nel caso in cui il sindacato di gestione sia appunto “di controllo”, ovvero risulti funzionale a consolidare il dominio solitario o congiunto di uno o più dei soci sindacati, come avviene quando le decisioni del sindacato siano assunte a maggioranza; non anche qualora si abbia a che fare con un sindacato di gestione a tutela delle minoranze, in forza del quale le stesse conseguano – in genere con l’adozione della regola unanimitica per le decisioni parasociali – un potere di veto, tale da integrare la figura minore dell’“influenza determinante” (specificamente apprezzata nel diritto antitrust). Per questa seconda ipotesi soccorre infatti la categoria residuale dei sindacati di voto in senso lato, grazie al fatto che l’art. 2341, comma 1, lett. a), c.c. e l’art. 122, comma 1, t.u.f, si riferiscono a patti che abbiano genericamente per oggetto l’esercizio del diritto di voto, non necessariamente in assemblea (e dunque anche in consiglio di amministrazione e nell’organo deliberativo del sindacato)<sup>7</sup>.

In ogni caso, è pacifico che l’aver il legislatore considerato la categoria di accordi *de quibus* ai fini della disciplina pocanzi menzionata non significa che il medesimo ritenesse per ciò stesso validi tutti i patti parasociali che vi ricadono, essendo incontrovertito che possono essere stipulati e di fatto osservati anche patti privi di vincolatività giuridica; in altri termini, la loro (parziale) tipizzazione non toglie che essi debbano continuare a essere valutati in termini di liceità, come pure di meritevolezza degli interessi perseguiti<sup>8</sup>.

Su queste basi, la corrente d’opinione tuttora maggioritaria qualifica come invalidi i sindacati di gestione senza distinzione, sul presupposto che ogni forma di ingerenza stabile nell’amministrazione della società per azioni, indifferentemente chiusa o aperta, deve ritenersi illecita – e dunque il contratto sarebbe nullo per illiceità dell’oggetto o della causa o per violazione di norma imperativa – in quanto contrastante con il principio inderogabile, perché attinente alla struttura corporativa della società e alla ripartizione delle competenze al suo interno, per cui, a parte le specifiche eccezioni contemplate dal legislatore, la gestione compete in esclusiva all’organo amministrativo, il quale deve poter esercitare una autonomia e una discrezionalità piene<sup>9</sup>.

Un’argomentazione aggiuntiva è che il potere di ingerenza consolidato dal sindacato di gestione, in specie se “di controllo”, appare qualificarsi negativamente come un potere non controbilanciato da speculare responsabilità, visto che di massima – ossia a

---

*bis e 2341-ter c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2016, 322 ss., ivi 334.

<sup>7</sup> Così, G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Milano, 2003, 348; G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017, 106 ss., spec. 115.

<sup>8</sup> Cfr., tra gli altri, M. LIBERTINI, *I patti parasociali*, cit., 477 ss.; A. DI GASPARE, *Patti parasociali e sindacati di gestione nei mercati finanziari*, in [www.comparazioneDirittocivile.it](http://www.comparazioneDirittocivile.it), 2012, 85.

<sup>9</sup> In tal senso, *ex multis*, prima della riforma del 2003, P. SCHLESINGER, *Oggetto delle clausole dei sindacati di voto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 419 s.; L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, 169 s.; P. NICOLETTI, *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in *Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, 363; R. RORDORF, *I sindacati di voto*, in *Società*, 2003, 19 ss., ivi 21; *postea*, anche valorizzando il disposto di cui al nuovo art. 2380-bis c.c. – A. PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 6; N. ABRIANI, *Art. 2380 bis*, in *Comm. Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti*, Bologna, 2004, II, 1, 675; M.M. PRATELLI, *Problemi*, cit., 118 ss.; F. VASSALLI, *I sindacati di gestione*, in *Impresa e società – Studi dedicati a F. Martorano*, Napoli, 2006, 1183 ss.; V. SALAFIA, *Esame di validità di alcuni patti parasociali relativi a società non quotate*, in *Società*, 2008, 1333; P. MONTALENTI, *Impresa a base familiare e società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 402, il quale fa salva l’ipotesi che si tratti di patti di mera consultazione.

meno che non ricorrano gli ostici requisiti della figura dell'amministratore di fatto – secondo il diritto comune della s.p.a. i soci non possono essere chiamati a rispondere per i danni eventualmente cagionati alla società dagli atti gestori da essi influenzati<sup>10</sup>.

Alla stregua di questa impostazione, nemmeno l'adozione dello schema di garanzia contemplato nell'art. 1381 c.c. consentirebbe di aggirare il menzionato ostacolo sistematico, poiché non potrebbe ammettersi una pattuizione in forza della quale, come accennato, al "primo livello", il promittente si impegna a tenere una propria condotta illecita, consistente nell'esercizio di pressioni, in ipotesi indebite, sugli amministratori, e, al "secondo livello", questi ultimi debbano comunque conformarsi, in ipotesi illecitamente, alle direttive del sindacato in luogo che assumere decisioni gestionali in piena autonomia: se infatti è illecito il fatto promesso, deve ritenersi illecita anche la promessa<sup>11</sup>.

Occorre nondimeno tenere conto che un orientamento minoritario si pronuncia diversamente per la tendenziale validità dei patti di gestione – a condizione che non ascendano al rango di regole statutarie<sup>12</sup>, che non ricorrano gli estremi delle fattispecie di cui gli artt. 1344 e 1345 c.c., e che non vi prestino adesione gli stessi amministratori (in tal caso, in conflitto di interessi)<sup>13</sup> – variamente argomentandosi che:

a) in fondo tali patti non fanno altro che conferire veste formale a forme di influenza già esercitate in linea di fatto, in quanto connaturate al modello di società a proprietà concentrata tipico del nostro sistema, nel quale i soci di maggioranza sono in grado di condizionare l'operato dell'organo amministrativo<sup>14</sup>;

b) lo scopo dei sindacati in questione è meritevole di tutela *ex art.* 1322 c.c., in quanto essi sono volti ad assicurare indirizzi di gestione uniformi e perciò efficienti<sup>15</sup>;

---

<sup>10</sup> Sono state invero prospettate altre strade per chiamare i soci in questione a rispondere: le più note (v., per tutti, F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 245 ss., 382 ss.) sono l'attribuzione ai soci di maggioranza di una responsabilità aquiliana per "induzione all'indebitamento" degli amministratori, e la tesi imperniata sui doveri di protezione che graverebbero sui soci di controllo, a fondamento di una responsabilità di natura contrattuale; ma, a prescindere dalla difficoltà di prova degli elementi richiesti (e in specie del nesso di causalità fra direttiva e atto gestorio), nessuna di esse ha attecchito in giurisprudenza; né miglior fortuna ha avuto l'opzione dell'estensione analogica dell'art. 2476, comma 7 (oggi comma 8) c.c. alla società per azioni.

<sup>11</sup> Cfr. in particolare M.M. PRATELLI, *Problemi*, cit., 117; e v. già F. VASSALLI, *I sindacati*, cit., 1186; F. BONELLI, *Sintesi dei risultati del convegno*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. BONELLI-P.G. JAEGER, Milano, 1993, 482.

<sup>12</sup> Sarebbe proprio la distinzione fra patto parasociale, che può ricevere solo tutela obbligatoria, e patto sociale, cui è assicurata tutela reale, a consentire la previsione di clausole parasociali che non potrebbero invece essere ammesse a livello statutario: per questa affermazione di principio v., tra le altre, Cass., 1° giugno 2017, n. 13877.

<sup>13</sup> Sottolinea che un "doppio dovere di fedeltà" è incompatibile con la figura di amministratore delineata dalla riforma del 2003, M. PERRINO, *Patto parasociale di gestione e giusta causa di revoca*, in *Società*, 2013, 252; nello stesso senso, G. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *Riv. soc.*, 2008, 66; e v. già A. PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 5 ss. Più possibilista, sempreché le direttive del sindacato siano compatibili con i doveri fiduciari degli amministratori verso la società, appare M. LIBERTINI, *I patti parasociali*, cit. 481 s., il trae argomento anche dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento.

<sup>14</sup> Cfr. G. SBISA, *Commento all'art. 2341 bis*, in *Della società per azioni*<sup>2</sup>, *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997, 259.

<sup>15</sup> Così, B. LIBONATI, *Il problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive*, in *Sindacati di voto e di blocco*, cit., 21 s., cui si deve pure il suggerimento, spesso recepito nella prassi contrattuale, di introdurre comunque la precisazione che gli amministratori devono adeguarsi alle direttive ricevute "per quanto sia possibile" senza violare i principi-cardine dell'ordinamento societario, fra cui ovviamente quello della primazia dell'interesse sociale.

c) il limite della tutela dell'interesse sociale non è di per sé messo a repentaglio, in quanto gli amministratori rimangono tenuti a rispettarlo se non vogliono contrarre la responsabilità *ex art.* 2392 ss. c.c.<sup>16</sup>, e anzi la stessa esistenza del sindacato di gestione, implicando che un singolo amministratore raggiunto da una direttiva promanante dal sindacato possa qualificarsi come portatore di un interesse per conto altrui, fa scattare le particolari regole procedurali previste dall'art. 2391 c.c.<sup>17</sup>;

d) più in generale, le pattuizioni parasociali si collocano su un piano diverso da quello in cui possono operare le norme societarie imperative, nel senso che gli effetti delle prime sono limitati alle parti contraenti<sup>18</sup>.

Secondo questa differente linea ermeneutica, la promessa del fatto del terzo *ex art.* 1381 c.c. che fosse inserita nel patto di gestione al fine di rafforzarne gli impegni caratteristici non sarebbe invalida per illiceità dell'oggetto o della causa, in quanto essa comporta pur sempre l'obbligo del socio sindacato di tenere una condotta propria, quella di impartire istruzioni agli amministratori cui è legato da un rapporto fiduciario, la quale di per sé non è vietata dall'ordinamento. D'altronde, è agli amministratori che rimane in ultima analisi rimessa la decisione se uniformarsi o meno alle istruzioni provenienti dal sindacato, dalle quali potrebbe ben discendere una piena realizzazione dell'interesse dei soci<sup>19</sup>.

Occorre infine dar conto di un filone di pensiero intermedio che sta raccogliendo non poche adesioni negli ultimi anni, per cui non è possibile formulare una conclusione generale nell'uno o nell'altro senso, dovendosi guardare alla concreta conformazione delle specifiche clausole che vengono a rilievo. A seconda dei casi, avremmo dunque a che fare con patti "forti" invalidi o piuttosto con patti "deboli" non illegittimi *ex ante*, salvo doversi rinnovare il giudizio *ex post* alla luce delle modalità di attuazione concreta<sup>20</sup>.

Secondo quest'ulteriore impostazione, potrebbero in particolare essere ammessi quei patti di gestione, per l'appunto "deboli", i quali, alternativamente o cumulativamente a seconda delle opinioni:

1) mostrino di avere quale causa concreta l'obiettivo esclusivo o preminente di imprimere indirizzi di gestione unitari ed efficienti<sup>21</sup>, e non solo o anche quello di alterare l'ordinario processo dialettico tra maggioranza e minoranze, nella direzione di rafforzare ulteriormente i soci di controllo rispetto ai soci di minoranza (come nella maggior parte dei sindacati operanti a maggioranza), o nella direzione opposta di attribuire a questi ultimi un diritto di veto (come nel caso in cui gli amministratori debbano conformarsi a decisioni assunte dai soci sindacati all'unanimità)<sup>22</sup>;

<sup>16</sup> Cfr. G. RESCIO, *Gli strumenti di controllo*, cit., 53 ss.; A. TUCCI, *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO-E. GABRIELLI, Torino, 2011, 1061 ss., *ivi* 1065 s.; A. BADINI CONFALONIERI, *I patti parasociali (Parte II)*, in *NDS*, 2012, 168.

<sup>17</sup> Lo osservano G.A. MAZZA, *Patti sociali*, cit., 120; A. DI GASPARE, *Patti parasociali*, cit., 96 ss.

<sup>18</sup> Cfr., tra gli altri, A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 107.

<sup>19</sup> In tal senso, R. TORINO, commento a Trib. Modena, 2 dicembre 2010 (*ord.*), e 3 dicembre 2010 (*ord.*), in *Società*, 2011, 831, *ivi* 838.

<sup>20</sup> Cfr., per tutti, M. LIBERTINI, *I patti parasociali*, cit., 481 s.; P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1142 ss.

<sup>21</sup> Così, M. LIBERTINI, *I patti parasociali*, 482; ID., *Limiti di validità dei patti parasociali*, in *www.ssrn.com*, 2013, 27 ss.; R. DABORMIDA, *Sindacati di voto e nullità*, in *Società*, 1991, 642.

<sup>22</sup> L'esemplificazione è di A. DI GASPARE, *Patti parasociali*, cit., 88.



2) circoscrivano l'influenza sulla gestione in termini di tempo e soprattutto di oggetto, circoscrivendola a determinate materie<sup>23</sup>;

3) ribadiscano, anche per quanto concerne gli effetti interni al patto del mancato adeguamento ai *desiderata* del sindacato, i limiti invalicabili della tutela dell'interesse sociale e dei principi di corretta gestione<sup>24</sup>.

Il tema non forma oggetto di specifico approfondimento, ma sembra consequenziale che, purché ricorrano queste condizioni, non ha rilevanza il grado di impegno cui fosse tenuto ogni socio sindacato, essendo indifferente che questo si fosse obbligato puramente a fare quanto possibile per influenzare l'amministratore da lui designato, oppure, grazie al richiamo all'art. 1381 c.c., operi anche il cennato "secondo livello", per cui il socio in parola dovrebbe rispondere anche qualora l'amministratore si fosse discostato dalle istruzioni ricevute nonostante la diligenza profusa dal promittente.

In ogni modo, il requisito pocanzi menzionato per terzo implica che il risultato garantito corrisponda al comportamento *compliant* dell'amministratore sempreché compatibile con la cura dell'interesse della società. La clausola contrattuale oggetto di vaglio sarà cioè valida a condizione che, a mente della sua formulazione, nell'ipotesi in cui l'amministratore si discostasse legittimamente – essendo carente la predicata compatibilità – dalle direttive esecutive della volontà parasociale, il socio di cui è fiduciario non verrebbe chiamato a corrispondere nemmeno l'indennizzo tipico del "secondo livello". Trattandosi di una causa di esenzione di responsabilità, in difetto di precisazioni sul punto, l'onere della prova della incompatibilità dovrebbe gravare sul promittente (che presumibilmente si avvarrà dei dati fornitigli dall'amministratore).

Per la verità, nessuna delle tesi sopra sintetizzate è chiaramente attecchita in giurisprudenza, ove più in generale non si registrano arresti suscettibili di essere assunti a punti di riferimento. L'unica pronuncia pertinente dei giudici di legittimità riguarda infatti il caso estremo e poco frequente – il "meno difeso" in dottrina – in cui a un patto di gestione aveva aderito pure un componente del consiglio di amministrazione: la Suprema Corte ha considerato legittima la revoca per giusta causa del medesimo, incidentalmente facendo intendere di considerare invalida tale tipologia di sindacato<sup>25</sup>.

Fra i giudici di merito, la posizione più rigorosa risulta essere stata accolta nella più nota delle decisioni relative al "caso Mondadori", in cui il sindacato (anche) di gestione è stato dichiarato nullo per contrarietà alle norme di ordine pubblico regolanti la distri-

---

<sup>23</sup> Sul punto v. specialmente R. DABORMIDA, *Sindacati di voto*, 642. Questa condizione appare rispecchiare l'orientamento prevalente fra gli interpreti del diritto societario brasiliano – l'unico che detta una regolamentazione organica dei sindacati di gestione nel § 118 della legge sulle *sociedades anónimas* – per cui le clausole c.d. *guarda-chuva*, alla stregua delle quali tutte le deliberazioni dell'organo amministrativo devono essere precedute e indirizzate dalle decisioni dell'organo direttivo del sindacato, devono ritenersi inammissibili (anche per l'impatto in termini di inefficienza sui tempi strutturali del processo decisionale), mentre le clausole *especificas*, in cui l'eterodirezione parasociale fosse prevista solo per determinate materie (diverse da quelle ricadenti nella competenza esclusiva dell'organo amministrativo), sono di massima ammissibili.

<sup>24</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Limiti di validità*, 28 s.; P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali*, 1150 s., secondo cui, nel difetto di questa condizione, la clausola del patto di gestione non dovrebbe ritenersi affetta da invalidità, bensì sarebbe puramente da disapplicare nella parte in cui accordasse l'azione risarcitoria agli altri soci sindacati per il caso di inadempimento.

<sup>25</sup> Il riferimento è a Cass., 24 maggio 2012, n. 8221, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 223. In epoca risalente, merita segnalare Cass., 10 aprile 1965, n. 525, che aveva stabilito l'inammissibilità di patti in cui gli amministratori si fossero obbligati a uniformarsi a direttive provenienti da soci o terzi.

buzione delle competenze nella s.p.a.; né ha giovato l'espressa adozione dello schema di cui all'art. 1381 c.c., poiché la Corte ha specularmente qualificato la promessa nulla per illiceità dell'oggetto<sup>26</sup>.

Episodiche e in buona misura condizionate dal caso concreto appaiono le sentenze pronunciate in materia dal Tribunale di Milano: tempo or sono, è stata condivisa la tesi più permissiva, riconoscendosi che l'inadempimento a un patto di gestione potesse dare luogo a un'obbligazione risarcitoria<sup>27</sup>; più di recente, sembrerebbe invece essersi affermato che la condotta degli amministratori deve essere valutata unicamente sotto il profilo della rispondenza alle regole societarie, non potendo manifestare alcuna conseguenza nella sfera parasociale, nemmeno nel senso di concretare l'inadempimento a obbligazioni assunte dai soci ai sensi dell'art. 1381 c.c.<sup>28</sup>.

Infine, la decisione più recente, fra quelle note, pronunciata in detto foro, si è espressa a favore della validità di una clausola che imponeva ai soci sindacati di garantire ex art. 1381 c.c. non solo una particolare composizione del consiglio di amministrazione, ma anche che il medesimo poi ripartisse le deleghe al suo interno nei termini precisati dalla clausola. In particolare, il giudice, adito in via cautelare in ragione della dichiarazione di uno dei contraenti di non ritenersi vincolato dal patto parasociale, in via di tutela anticipata dell'adempimento ex art. 1453 c.c. ha ordinato al resistente di adoperarsi affinché il neocostituito consiglio si uniformasse in punto deleghe a quanto stabilito nella clausola, non ammettendo invece il rimedio previsto nell'art. 614-bis c.p.c., sul rilievo che questo avrebbe potuto non condurre al risultato promesso<sup>29</sup>.

3. *I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società a responsabilità limitata.* – Passando quindi a trattare brevemente dei sindacati le cui pattuizioni impattano sulla gestione di una società a responsabilità limitata, si deve innanzitutto constatare che la giurisprudenza in materia (se non altro quella edita) risulta pressoché inesistente.

<sup>26</sup> Cfr. App. Roma, 24 gennaio 1991, in *Società*, 1991, 625. Sulla stessa linea, Trib. Modena, 2 dicembre 2010, e 3 dicembre 2010, cit., ha rifiutato di accordare una tutela anticipata, in via cautelare, dell'obbligo assunto da un contraente parasociale di impartire agli amministratori da lui designati determinate istruzioni emanate dal sindacato, adducendo come tale obbligo contrastasse con la norma imperativa di cui all'art. 2380-bis c.c. e, seppur qualificato come promessa del fatto del terzo, non fosse suscettibile di esecuzione forzata per illiceità dell'oggetto.

<sup>27</sup> Trib. Milano, 2 luglio 2001, in *Giur. it.*, 2002, 562, pur rifiutando la ricostruzione dell'impegno parasociale nei termini di cui all'art. 1381 c.c. (peraltro non espressamente richiamato nelle pattuizioni), ha in specie ammesso che l'ingerenza attuata per il tramite di un patto parasociale possa esplicare i suoi effetti su un piano distinto da quello sociale, sottolineando che comunque la discrezionalità amministrativa costituisce un filtro imprescindibile perché le direttive degli organi del sindacato acquistino efficacia.

<sup>28</sup> Cfr. Trib. Milano, 13 aprile 2017, n. 4260, Pres. Perozziello, Est. Vannicelli.

<sup>29</sup> Trib. Milano, 4 gennaio 2020, Simonetti – riportata e commentata (sul presupposto che il patto concernesse la gestione di una s.r.l., mentre dalla narrativa sembra trattarsi di una s.p.a.) da M.L. PASSADOR, *Patti parasociali nella s.r.l.: efficacia obbligatoria ed efficacia corporativa*, in *Giur. it.*, 2021, 127 ss. – ha altresì nitidamente accolto l'interpretazione dominante dell'art. 1381 c.c. per cui il promittente assume una prima obbligazione di *facere*, consistente nell'adoperarsi affinché il terzo tenga il comportamento promesso onde soddisfare l'interesse del promissario, e si accolla *ex lege* una seconda obbligazione di dare, cioè di corrispondere l'indennizzo nel caso in cui, nonostante egli si sia adoperato, il terzo si rifiuti di compiere il fatto che si è indicato come risultato: di conseguenza, se il promittente risulta inadempiente alla prima obbligazione, sarà tenuto al risarcimento del danno, altrimenti al solo indennizzo.

In dottrina, ci si limita per lo più a osservare concisamente che il giudizio sull'ammissibilità dei sindacati di gestione potrebbe giungere a conclusioni più permissive che nella s.p.a., visto che nella disciplina della s.r.l.:

a) non esiste un'espressa regolamentazione dei patti parasociali per quanto attiene alla loro durata e alla loro trasparenza, dal che sembra potersi desumere che gli stessi sono ammissibili in linea generale, salvo anche qui dover valutare se il vincolo assunto dai contraenti contrasti con norme imperative o configuri uno strumento di elusione delle medesime o dei principi dell'ordinamento che vi sono sottesi;

b) non è riscontrabile una norma equivalente all'art. 2380-*bis* c.c., ben potendo lo statuto demandare ai soci la decisione di operazioni gestorie, fatte salve le materie riservate alla competenza esclusiva degli amministratori ex art. 2375, comma 5, c.c.;

c) proprio perché non c'è una netta separazione delle competenze, la partecipazione attiva e intenzionale di tutti o alcuni dei soci al processo decisionale preliminare al compimento degli atti di gestione, può dare luogo a una loro responsabilità ai sensi dell'art. 2476, comma 8 (già comma 7), c.c.;

d) l'art. 2468, comma 3, c.c. permette che lo statuto attribuisca a determinati soci «particolari diritti riguardanti l'amministrazione delle società», che dai più si reputa possano consistere anche in forme di autorizzazione o di approvazione di atti gestori<sup>30</sup>.

Nonostante questi elementi differenziali, non manca tuttavia chi propugna egualmente la tesi più rigorosa dell'invalidità senza distinzioni dei sindacati di gestione anche nella società a responsabilità limitata, rilevando che finanche in questo tipo societario il sistema di ripartizione delle competenze non è completamente rimesso all'autonomia statutaria, e che anzi i maggiori spazi accordati a quest'ultima avrebbero specularmente ridotto la sfera di operatività dell'autonomia parasociale<sup>31</sup>.

A ciò mi sembra di potere aggiungere che, seppure il cennato art. 2476, comma 8, c.c. appaia sulla carta suscettibile di bilanciare il maggior potere acquisito dai soci sindacati, l'argomento a favore della legittimazione dei patti di gestione fondato sulla configurabilità di tale contrappeso persuade solo nel caso in cui il sindacato di gestione rafforzi i soci sindacati in misura paritaria, non anche qualora ne indebolisca alcuni a vantaggio degli altri (in base a che il sindacato decida a maggioranza o all'unanimità, come illustrato nel paragrafo precedente). Nel secondo caso, è infatti discutibile che possano essere tenuti corresponsabili per avere favorito anch'essi l'ingerenza del sindacato – laddove da questa discendesse il compimento da parte degli amministratori di atti pregiudizievoli e negligenti – persino i soci che avessero vista diminuita, se non nullificata, la loro capacità di interlocuzione.

In ogni modo, poiché la sfera di operatività dell'art. 2476, comma 8, c.c. è controversa, a prescindere dal giudizio di validità cui si espone ogni singolo sindacato di gestione, tutti i soci che intendessero aderirvi farebbero bene a soppesare preventivamente il rischio di esporsi alla responsabilità ivi sancita (sempreché non trovi applicazione anche l'art. 2497 c.c., che in tale ipotesi – su cui *infra* – dovrebbe prevalere quale *lex specialis*)<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Cfr., fra gli altri, M. COSSU, *I patti parasociali*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, Milano, 2004, 51; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt di dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, V. Padova, 2007, 71 ss.; Cass., 18 luglio 2007, n. 15963.

<sup>31</sup> In tal senso, P. MONTALENTI, *Impresa a base familiare*, cit., 2012, 402.

<sup>32</sup> Sugli ambiti applicativi delle due norme, cfr., per tutti, L. BENEDETTI, *Il coordinamento degli am-*

4. *I patti parasociali che hanno per oggetto o per effetto l'influenza sulla gestione di una società di gruppo.* – Possiamo ora affrontare il quesito se le valutazioni sopra svolte cambino nel caso in cui la società sulla cui gestione vanno, direttamente o indirettamente, a incidere i patti in questione, sia parte di un gruppo in quanto soggetta ad attività di direzione e coordinamento o addirittura coincida con la società che esercita quest'ultima<sup>33</sup>.

Per quanto concerne in primo luogo un sindacato di gestione che fosse diretto a influenzare la *governance* della *holding* di vertice, visto l'apprezzamento positivo per le politiche di gruppo espresso dal legislatore negli artt. 2497 ss. c.c.<sup>34</sup>, ritengo che il patto potrebbe essere più facilmente considerato meritevole di tutela ex art. 1322 c.c. (che non se relativo a una società "isolata"), a condizione che il consolidamento del controllo della *Obergesellschaft* risultasse funzionale a un più efficiente esercizio dell'attività di direzione e coordinamento. Ma non per questo possono essere trascurati gli altri elementi di giudizio sopra enumerati con distinto riferimento alla s.p.a. e alla s.r.l., a presidio soprattutto della posizione dei "soci esterni" della capogruppo.

L'impatto di un sindacato sulla gestione su una società eterodiretta appare invece configurabile principalmente nell'ipotesi in cui la stessa – finanche una *subholding* – fosse sottoposta a un mero controllo di fatto da parte della capogruppo e/o di altra società del gruppo, ovvero a un mero controllo congiunto da parte di soci appartenenti alla catena di comando del gruppo, e si intendano vincolare in un patto di sindacato anche i soci minoritari della società eterodiretta al fine di scongiurare azioni di disturbo da parte loro, e quindi in ultima analisi di rafforzare il controllo.

Anche qui, occorre innanzitutto vagliare se questo obiettivo risulti funzionale a un più efficiente esercizio dell'attività di direzione e coordinamento; in caso affermativo, dovremmo registrare un elemento a favore della legittimità del patto, poiché il legislatore nell'ambito della disciplina dei gruppi appare avere ammesso una relativa compressione dell'autonomia gestionale della società affiliate in ragione delle esigenze di direzione unitaria del gruppo. Tuttavia, egualmente, tale elemento deve essere coniugato con i fattori che in linea generale relativamente alla s.p.a. o alla s.r.l. si è visto poter deporre a favore della soluzione della validità del sindacato ovvero di quella opposta, atteso che la speciale responsabilità sancita dall'art. 2497, comma 1, c.c. si fonda pur sempre sul presupposto che l'attività di direzione e coordinamento non può infrangere la barriera del rispetto dell'interesse delle società eterodirette (unicamente resa più flessibile dal recepimento della teoria dei vantaggi compensativi compiuto nella parte finale della norma).

L'interrogativo comune alle due fattispecie appena ipotizzate che deve essere quin-

---

*biti di applicazione degli artt. 2497 e 2476, co. 7, c.c., rispetto alla s.r.l. di gruppo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 432 ss.

<sup>33</sup> In proposito, conviene fra l'altro ricordare che, secondo le nostre regole di diritto internazionale privato, le norme nazionali a tutela della società eterodiretta trovano applicazione anche qualora la capogruppo fosse straniera: v., tra gli altri, G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi*, Torino, 1996, 243.

<sup>34</sup> Cfr., *ex multis*, A. NIUTTA, *La novella del codice civile in materia societaria: luci e ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 373 ss., *ivi* 380 s.; U. TOMBARI, *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. «di gruppo» tra disciplina legale e autonomia privata (Appunti in tema di Corporate Governance e gruppi di società)*, in *Riv. soc.*, 2009, 122 ss., *ivi* 124 s.; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura della medesima, Milano, 2003, 195 ss.

di sciolto è il seguente: quando può dirsi violato il limite dell'interesse "atomistico" della società del gruppo coinvolta – eterodiretta o capogruppo – alla luce della predicata coniugazione fra i criteri generali elaborati dagli interpreti per giudicare della legittimità dei sindacati di gestione relativi a una s.p.a. o a una s.r.l., e il favore per l'attuazione dell'attività di direzione e coordinamento appalesato nella disciplina speciale sui gruppi di cui agli art. 2497 ss. c.c.? A mio avviso, il modo migliore per fornire una risposta adeguata a questa domanda è quello di vagliare partitamente le più frequenti tipologie di clausole riscontrabili nella prassi contrattuale in materia.

A proposito innanzitutto di pattuizioni che fossero dirette ad assicurare a tutti i contraenti parasociali la presenza di loro esponenti nei consigli della società del gruppo di cui sono soci e delle società da questa controllate, ed eventualmente prevedessero anche la necessaria approvazione di talune tipologie di deliberazioni consiliari di carattere straordinario – beninteso non quelle dovute per legge – da parte degli amministratori da essi designati, ritengo che le stesse non garantiscano un'influenza dominante del sindacato nel processo decisionale alla base della gestione delle società implicate, e dunque non siano di massima invalide.

Più complessa è la valutazione rispetto a clausole con cui si prescrive che (solo o anche) le principali deliberazioni consiliari della società e delle sue controllate inerenti alla gestione ordinaria dovrebbero essere assunte in conformità alla volontà parasociale come determinata dai soci maggioritari nel sindacato, volontà alla quale i soci minoritari e i loro esponenti in consiglio dovrebbero uniformarsi. Visti i più accreditati criteri di valutazione sopra ricordati – sul punto comuni alla s.p.a. come alla s.r.l. – appare rivestire rilievo decisivo la "causa concreta", ovvero la meritevolezza di tutela delle finalità di siffatto sindacato di controllo. Da un lato, a sua difesa, potrebbe sostenersi che i contraenti mirano ad assicurare indirizzi di gestione unitari e a rafforzare la catena di comando nell'ambito del gruppo in termini funzionali ad agevolare l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento. Dall'altro, si può appuntare criticamente – ritengo con carattere di prevalenza – che le pattuizioni in parola hanno, se non l'obiettivo, se non altro l'effetto di rafforzare i soci di maggioranza a discapito dei soci minoritari nel sindacato, e nel contempo di affievolire quella dialettica interna ai consigli di amministrazione che da sempre si stima giovare all'efficienza gestionale della singola società.

Il giudizio diventa anche più marcatamente negativo, qualora, sul piano dell'oggetto, il patto contemplasse un'influenza sulla gestione "a 360 gradi", ossia non limitata a specifiche materie, bensì estesa a tutte le decisioni consiliari assunte nella società e nelle sue controllate. Si tratta infatti di una previsione censurata anche dai sostenitori della tesi generale più permissiva in tema di ammissibilità dei sindacati di gestione, che non potrebbe essere validata nei gruppi unicamente perché funzionale a un maggior accentramento dei processi decisionali (che anzi sembrerebbero essere esposti a un tendenziale rallentamento).

Un altro elemento suscettibile di incidere nel senso dell'invalidità del patto attiene alle modalità concrete con cui nell'ambito dello stesso fosse regolamentata l'interferenza fra "sociale" e "parasociale". Come abbiamo visto, alla stregua del diritto societario comune, non è sufficiente che, a connotazione dell'impegno assunto da ciascun socio sindacato, anche di minoranza, nei confronti degli amministratori dallo stesso designati, sia precisato che questi ultimi mantengono la propria indipendenza e possono votare in contrasto con le indicazioni del sindacato se richiesto dall'esigenza di non

violare i loro doveri fiduciari verso la società, laddove fosse stabilito che in tal caso, comunque, il socio che li aveva designati rimane responsabile nei confronti degli altri contraenti parasociali secondo le regole di cui all'art. 1381 c.c. Occorre chiedersi se, alla luce della normativa sui gruppi e in specie dell'ultima frase dell'art. 2497, comma 1, c.c., la riconduzione della clausola nella sfera della legittimità possa discendere dalla puntualizzazione che il socio verrebbe considerato inadempiente solo nel caso in cui gli amministratori a lui riconducibili avessero votato in consiglio disattendendo quelle istruzioni del sindacato (quale struttura di canalizzazione dell'attività di direzione e coordinamento) che fossero espressamente qualificate come ispirate dal perseguimento del cd. interesse di gruppo. La risposta a mio avviso più equilibrata è che i consiglieri rimangono tenuti a valutare se, tenendo comunque conto dei vantaggi compensativi prospettati o fondatamente prospettabili, l'esecuzione delle direttive possa pregiudicare l'interesse della società nel lungo termine; ovviamente, se non ottemperassero per "eccesso di prudenza", ne risponderebbe il promittente. Anche qui, in mancanza di diversa precisazione, la prova dell'effettiva incompatibilità fra la condotta di uniformazione e l'interesse sociale grava sull'obbligato.

Il non raro *escamotage* adottato dai redattori dei patti di gestione di sancire la vincolatività delle clausole suscettibili di censura «nella misura massima consentita dalla legge applicabile», benché riconducibile al suggerimento di un maestro del diritto commerciale, non può considerarsi sufficiente a ovviare a tutti gli elementi critici menzionati. Essa in effetti potrebbe legittimare un'interpretazione conservativa tale da far scattare l'obbligo risarcitorio o indennitario del socio partecipante a un sindacato del primo tipo (meno "invasivo") sopra descritto, nel caso in cui gli amministratori suoi esponenti avessero rifiutato il comportamento *compliant* ingiustificatamente, ossia senza che ciò fosse richiesto dalla salvaguardia dell'interesse della società coinvolta (come contestualizzato nel gruppo nei termini appena ricordati); ma non potrebbe anche sanare quell'invalidità che discendesse dall'effetto concreto del patto di controllo di annichilire la dialettica interna ovvero dall'estensione dell'influenza sulla gestione a tutte le delibere consiliari.

Un ultimo tema che merita di essere trattato riguarda i *caveat* da rivolgere a quei soci esterni alla catena di controllo del gruppo che, avendo comunque un interesse strategico a partecipare all'operazione, intendessero aderire egualmente a un sindacato di gestione presumibilmente invalido alla stregua dei criteri sopra messi a fuoco, magari pure confidando che i vincoli imposti loro dal patto potranno essere giudizialmente riconosciuti come inefficaci.

Senza dubbio, essi dovrebbero tenere conto che l'invalidità anche di una sola delle clausole sopra esaminate potrebbe ripercuotersi sull'invalidità dell'intero accordo parasociale, qualora la stessa fosse ritenuta essenziale ai fini dell'adesione dei contraenti *ex art.* 1419 c.c.; ma soprattutto, se la società cui inerisce il patto di gestione è eterodiretta, farebbero bene a soppesare adeguatamente il rischio che trovi affermazione la tesi secondo cui, qualora gli amministratori della società e delle sue controllate avessero compiuti atti pregiudizievoli in attuazione delle direttive del sindacato, quale espressione dell'attività di direzione e coordinamento, la chiamata in giudizio della capogruppo *ex art.* 2497, comma 1, c.c. potrebbe essere estesa ai sensi del comma 2 della medesima disposizione a tutti coloro che avessero aderito al patto<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> In tal senso, M.M. PRATELLI, *Problemi*, cit., 125 ss.; A. BADINI CONFALONIERI, *Art. 2497*, in *Comm.*

Per parte mia, ritengo che possa fondatamente obiettarsi che se il sindacato di gestione decide a maggioranza – com'è normale nei patti di controllo – si da sterilizzare la capacità di interlocuzione dei soci minoritari aderenti, non si potrà ascrivere loro quell'effettiva «partecipazione» al fatto lesivo postulata dalla norma in parola. Nondimeno, poiché la sfera di operatività di quest'ultima è controversa, realisticamente il rischio di un coinvolgimento va messo in conto.

---

*Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti*, Bologna, 2004, 2150 ss., *ivi* 2168. Per un'applicazione estensiva dell'art. 2497, comma 2, c.c. in termini assimilabili, v. Trib. Milano, sez. spec. "B", 20 dicembre 2013 (*ord.*), in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 355.

# CONTATTO SOCIALE QUALIFICATO, RESPONSABILITÀ DELLA HOLDING E DEGLI AMMINISTRATORI

di *Angelo Mambriani*

SOMMARIO: 1. Limiti e scopo dell'indagine. – 2. La responsabilità dell'amministratore di fatto. La responsabilità della persona fisica esercente attività di direzione e coordinamento. – 3. Responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori. – 4. Responsabilità da contatto sociale qualificato della Holding nei confronti della società eterodiretta, dei suoi soci, dei suoi creditori.

1. *Limiti e scopo dell'indagine.* – Il “contatto sociale qualificato” si aggira per il diritto societario e dintorni come un piccolo fantasma, volta a volta richiamato o richiamabile in ambito di rapporti di gruppo, responsabilità da “scalata” di società quotate, da prospetto *ex art. 94 TUF*<sup>1</sup>, ecc., sempre respinto e disdegnato.

L'esigenza di una verifica nasce allora dall'apparente refrattarietà a questa contaminazione della materia societaria *lato sensu* intesa, in cui sembra che la netta bipartizione responsabilità contrattuale/risponsabilità extracontrattuale non sia scalfita dall'evoluzione che, in altri campi dell'ordinamento, si è invece realizzata, pur non senza applicazioni opinabili o inutili o fughe in avanti rilevate e criticate in dottrina<sup>2</sup>.

Si tratta, in sostanza, di verificare se quell'immobilismo risulti qui giustificato da un equilibrio ormai stabilmente raggiunto o invece sia dovuto ad aprioristica diffidenza e se, invece, qualche frutto, in termini di mutamento di prospettiva, soluzione di problemi interstiziali, quella teoria lo possa dare.

Vale allora forse almeno indagarne la possibile applicazione nel microsistema della responsabilità degli amministratori di società di capitali e della limitrofa responsabilità della società esercente attività di direzione e coordinamento (Holding).

È tuttavia necessario qualche preliminare *disclaim* rispetto ad una fattispecie come quella di cui si tratta, naturalmente connotata da atipicità, apertura, elasticità e, dunque,

---

<sup>1</sup> C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, 1995, 147. La Corte di cassazione qualifica aquiliana e non da contatto sociale la responsabilità da prospetto informativo *ex art. 94 TUF* recante informazioni scorrette o carenti: Cass., n. 15707 del 2018; Cass., sez. un., n. 8034 del 2011. In effetti, nella responsabilità da prospetto, manca la previa relazione specifica dell'emittente con l'investitore, sicché la responsabilità sorge dall'evento dannoso, non dall'inadempimento di obblighi insorgenti da una relazione specifica. Lo stesso accade con riferimento ad acquisti di azioni quotate su mercati regolamentati fondati su informazioni ricavate dai bilanci dell'emittente.

<sup>2</sup> Lo stato dell'ordinamento tedesco – segnatamente il § 311(2) BGB n. 3 “*ahnliche geschäftliche Kontakte*” (letteralmente: contatti simili a quelli negoziali) – nel suo istituzionalizzare e disciplinare il contatto sociale, pare legittimare gli sforzi della giurisprudenza italiana, che opera dove quella disciplina manca: C. CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, Milano, 2012, 148. Diversamente: A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialkontakts (la resistibile scesa dal 'contatto sociale')*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 78, 92.



per converso, bisogno di certezza<sup>3</sup>, ma soprattutto, sebbene tutt'ora oggetto di discussione in dottrina, ormai stabilizzata, come si vedrà.

Un *disclaim*, però, come tale, non può trasformarsi in analisi partita di una teoria, dei suoi fondamenti, di tutte le sue declinazioni, dei suoi importanti paralleli comparatistici, di tutte le sue applicazioni, approvate od opinabili.

Per forza di cose, dovremo dunque riferirci ad una sintesi che, nelle intenzioni che speriamo di non tradire, vorrebbe essere il portato di risultati dottrinali e giurisprudenziali che ci paiono consolidati, nel tentativo di individuare una mediana tra chi risolve quasi sempre il contatto sociale qualificato in qualche cosa d'altro e più tradizionalmente riconosciuto<sup>4</sup> e chi ne stempera i confini riducendolo ad una evanescente invocazione.

Così il "contatto sociale qualificato" è stato utilmente collocato tra le fonti delle obbligazioni e, in particolare, nella categoria di quelle che sorgono *ex art.* 1173 c.c. "da ogni altro atto o fatto idoneo a produrle secondo l'ordinamento giuridico", il cui regime è regolato (salvo appunto ipotesi specifiche la maggiore delle quali è quella della responsabilità extracontrattuale *ex artt.* 2043 e ss. c.c.) dalle disposizioni dei Capi II e III del Titolo I del Libro IV del codice civile e, per quel che qui interessa, dagli artt. 1218 e ss.

Si tratta dunque di fattispecie generativa di obblighi anzitutto connotata, in negativo, dal non trovare fondamento nel contratto – che deve mancare –, né in un fatto illecito.

Di qui la distinzione rispetto al contratto concluso per fatti concludenti – in cui la saldatura di volontà si desume da comportamenti inequivoci delle parti – ed al "contratto di fatto", espressione con la quale – qualunque ne sia il significato proprio – non può essere confuso l'effetto obbligatorio del contatto sociale qualificato proprio perché, in quest'ultimo caso, quell'effetto non sorge da contratto<sup>5</sup>. Semmai questa espressione serve soltanto, come osservato<sup>6</sup>, a richiamare il regime contrattuale che connota la responsabilità da inadempimento delle obbligazioni originate dal contatto sociale.

Diverso è anche il contratto con effetti di protezione nei confronti del terzo (es.: nascituro, ecc.), poiché, in questo caso, il contratto esiste, la protezione del terzo ne è un effetto naturale, nel senso di logicamente, inevitabilmente conseguente in relazione alla natura degli interessi il cui assetto è oggetto del contratto ed è difficilmente o non immediatamente ottenibile mediante la conclusione di un contratto con il terzo<sup>7</sup>.

Né il contatto deve identificarsi in un negozio od in un atto giuridico, poiché, in tal caso, fattispecie ed effetti sono espressamente previsti dalla legge. Ed è qui da precisare che il contatto ed il suo effetto obbligatorio ben possono essere disciplinati appositamente dal contratto o dalla legge, come è il caso dei "quasi contratti"<sup>8</sup> – l'indebito

---

<sup>3</sup> F. ROLFI, *Le obbligazioni da contatto sociale nel quadro delle fonti di obbligazione*, in *Giur. mer.*, 2007, 2, 286 s. Di "fluidità strutturale" parla E. VINCENTI, *La responsabilità da contatto sociale nella giurisprudenza di legittimità*, in *Resp. civ. e previdenza*, 2016, 6, 2066. Osserva criticamente che il "contatto" "diventa, per così dire, il *passerpartout* che permette di unificare fattispecie diverse, quali fonti di responsabilità...": A. DI MAJO, *La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, in *Giur. It.*, 2016, 2569.

<sup>4</sup> Cfr. A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialenkontakts*, cit., 105 ss.

<sup>5</sup> Distinguono contatto sociale qualificato e contratti di fatto: C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile in Italia al passaggio del millennio*, in *Europa dir. priv.*, 2003, 57; S. FAILLACE, *La responsabilità da contatto sociale*, Padova, 2003, 42.

<sup>6</sup> F. ROLFI, *Le obbligazioni da contatto sociale*, cit., 294.

<sup>7</sup> Cass., n. 16123 del 2006; Cass., Sez. Un., n. 26972, 26973, 26974, 26975 del 2008.

<sup>8</sup> Per un corretto inquadramento della categoria dei "quasi contratti", nell'ambito della problematica che ci riguarda: F. ROLFI, *Le obbligazioni da contatto sociale*, cit., 285, 290; D. PITTELLA, *Dall'obbligazione*

soggettivo ed oggettivo (artt. 2033 ss. c.c.), l'arricchimento senza causa (art. 2041 c.c.), la *negotiorum gestio* (art. 2028 c.c.), ma anche l'adempimento del terzo (art. 1180 c.c.) o del debitore naturale (art. 2034 c.c.)<sup>9</sup> –, che, proprio per esserlo, per un verso, nella loro tipicità, fuoriescono dalla fattispecie del contatto sociale qualificato, e però, per altro verso, fungono da archetipi conformativi della categoria stessa.

Insomma, i “quasi contratti”, fanno bensì parte della categoria del contatto sociale qualificato, ma, secondo alcuni, la esauriscono – perché tipicamente regolati *ex lege*, così lasciando tutti gli altri contatti alla disciplina della responsabilità extracontrattuale –, mentre secondo altri ne sono manifestazione e fattispecie emblematiche, estensibili per analogia<sup>10</sup>.

In positivo, gli elementi di fattispecie – per quanto non tassativi, andando a comporre una fattispecie testualmente residuale, dunque atipica – appaiono nondimeno desumibili, per un verso dallo stesso disposto dell'art. 1173 c.c., per altro verso, come detto, per analogia con i quasi contratti e per differenza con figure limitrofe. Il “contatto sociale qualificato” è stato ricostruito in dottrina secondo i connotati del “contatto sociale privilegiato”, cioè «*la relazione specifica instauratasi tra due soggetti – comunque non vincolati da un preesistente contratto – e comportante l'esecuzione, da parte di uno dei soggetti ed a favore dell'altro, di prestazioni che sono 'tipiche' di un rapporto contrattuale e che risultano incidere della sfera personale e/o patrimoniale dell'accipiens. In presenza di questi presupposti (esecuzione di una prestazione ed instaurazione di una 'relazione privilegiata') si instaurerebbe tra due soggetti un rapporto di tipo obbligatorio, nel quale tuttavia verrebbe a spiccare la mancanza di un obbligo primario di prestazione (di qui la locuzione frequentemente impiegata di 'obbligazione senza prestazione'). Ciò nel senso che il soggetto non potrebbe ritenersi obbligato ad effettuare la prestazione, ma, una volta intrapresa spontaneamente la medesima, in caso di pato-*

---

*senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico: rigetto locale o totale del contatto sociale 'qualificato'?*, in *Contr. Impr.*, 2020, 1, 423 s.

<sup>9</sup> Si riferiscono anche ad adempimento del terzo e dell'obbligazione naturale: F. VENOSTA, *Prestazioni non dovute, “contatto sociale” e doveri di protezione “autonomi”*, in *Europa e dir. Priv.*, 2014, 131 s.; A. DI MAJO, *La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, in *Giur. It.*, 2016, 2572. Altri esempi si rinvencono nella dottrina che avversa la configurabilità della fattispecie: artt. 1338, 1398, 1759 c.c. (A. ZACCARIA, *La “teoria” del “contatto sociale”*, in *Studium Iuris*, 2018, 597).

<sup>10</sup> L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1988, 1072; C.A. CANNATA, *L'obbligazione e le sue fonti*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da RESCIGNO, IX, Torino, 1984, 31; C. ANGELICI, *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXV, Roma, 1991, 3. Per altri ancora l'archetipo del “contatto sociale qualificato” generativo di obbligazioni è la responsabilità precontrattuale, estensibile a fattispecie simili: C. CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, cit., 145 s.; P. GALLO, *Quale futuro per il contatto sociale in Italia?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 1759. A. ZACCARIA, *La “teoria” del “contatto sociale”*, cit., 599, pur esprimendosi per la tesi contrattuale, per negarne il fondamento da “contatto qualificato” afferma che fonte dell'obbligo non sarebbe il contatto, cioè le trattive, ma la stessa buona fede, potendosi qui però ravvisare uno scambio degli effetti con la fattispecie che li genera. Come noto, la dottrina propende per la qualificazione della responsabilità precontrattuale come responsabilità contrattuale, per tutti: L. MENGONI, *Sulla responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II; A. DI MAJO, *La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, 2573; C. CASTRONOVO, *La Cassazione supera se stessa e rivede la responsabilità precontrattuale*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, 1233 s.; C. SCOGNAMIGLIO, *Verso il definitivo accreditamento della tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, II, 1521. In giurisprudenza vi sono pronunce di verso opposto rispetto al tradizionale indirizzo (cfr., da ultimo, Cass., n. 24738 del 2019) della qualificazione in termini delittuali: Cass., n. 27648 del 2011, Cass., n. 24438 del 2011 e soprattutto, per quel che qui rileva in ragione della ricostruzione in termini di responsabilità da contatto sociale qualificato: Cass., sez. un., n. 14188 del 2016.

logie inerenti la prestazione stessa, verrebbe a rispondere non a titolo extracontrattuale, bensì ex art. 1218 c.c. Dunque l'obbligazione sorgerebbe solo dopo (avere iniziato) la prestazione, la quale quindi resterebbe fuori dal contenuto del rapporto obbligatorio, il cui oggetto sarebbe invece la corretta esecuzione ed il corretto completamento della prestazione originariamente non dovuta. La conseguenza primaria della sussunzione dell'eventuale responsabilità del prestatore nell'ambito dell'inadempimento consiste nel fatto che il prestatore risponde non solo nel caso in cui il suo intervento abbia cagionato un danno al soggetto con cui è entrato in contatto, ma anche nel caso in cui la prestazione non abbia assicurato al destinatario quel vantaggio che egli poteva ragionevolmente attendersi, affidandosi ad un soggetto dotato di specifiche competenze tecniche»<sup>11</sup>.

Vale osservare, sul piano terminologico, che pur essendosi l'espressione "obbligazioni senza prestazione" ormai consolidata a segnalare soprattutto l'aspetto di obblighi di protezione senza prestazione primaria<sup>12</sup>, tuttavia si è sottolineato anche l'altro aspetto – più importante ai fini della individuazione della fattispecie – di "prestazioni (iniziali) senza obbligazione" e però capaci, come tali e nel quadro di una relazione privilegiata tra soggetti determinati, di generare un legittimo affidamento nell'*accipiens* e dunque appunto almeno obblighi di protezione nei suoi confronti ed addirittura, in taluni casi, vere e proprie obbligazioni a tutto tondo in capo a chi la prestazione ha iniziato ad eseguire (il "*solvens*")<sup>13</sup>. Qui si tratta, all'evidenza, di un contatto (*rectius*: relazione specifica) simile ad un contratto<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> F. ROLFI, *Le obbligazioni da contatto sociale*, cit., 299; C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione*, cit., 197; E. GUERINONI, *obbligazione da "contatto sociale" e responsabilità contrattuale nei confronti dei terzi*, in *Contratti*, 1999, 999; A. THIENE, *La Cassazione ammette la configurabilità di un obbligo primario di prestazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2000, I, 334. Così delineata la fattispecie di cui si discute rientrerebbe nel disposto del § 311 (2) BGB n. 3. In proposito, secondo prospettive diverse, D. MEMMO, *Il nuovo modello tedesco della responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Contr. Impr.*, 2004, 797; A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialkontakts*, cit., 81 s. Ammette che il contatto sociale possa essere generatore di affidamento legittimo e quindi produttivo di obblighi "secondo l'ordinamento" quando assuma una "sembianza negoziale" anche A. DI MAJO, *op. cit.*, 2571. Avvertiamo che in questo scritto i sintagmi "relazione specifica" e "relazione privilegiata" sono usati come sinonimi ad indicare il *Tatbestand* del "contatto sociale qualificato".

<sup>12</sup> Così, ma più nettamente: A. ZACCARIA, *La "teoria" del "contatto sociale"*, cit., 5, che parla di espressione infelice e fuorviante.

<sup>13</sup> Così, ad esempio, nel senso dell'ampliamento della portata della prestazione alla quale è complessivamente tenuto il sanitario venuto 'in contatto' con il paziente: Cass., sez. III, n. 8826 del 2007; E. VINCENTI, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., 2068; D. PITTELLA, *Dall'obbligazione senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico*, cit., 441. Parla di "obbligazioni (di protezione) senza dovere principale di prestazione" generate dalla prestazione, sia essa dovuta o non dovuta: F. VENOSTA, *op. loc. ult. cit.* Così anche P. GALLO, *Quale futuro per il contatto sociale in Italia?*, cit., 1759; C. CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, cit., 144. Sottolinea l'aspetto della prestazione senza obbligazione: E. NAVARRETA, *Riflessioni in margine alla ingiustizia del danno*, in *Liber amicorum Busnelli*, Milano, 2008, I, *passim*.

<sup>14</sup> Distingue opportunamente, accanto ai contatti negoziali, i "contatti simili a quelli negoziali" – cioè contatti voluti da parti una delle quali mira all'esecuzione di una prestazione, l'altra al suo conseguimento, ma non diretti alla conclusione di un negozio e nella consapevolezza che la prestazione principale non finirà mai per risultare dovuta, ma attuata per spirito di cortesia, cioè a titolo gratuito e senza vantaggio per l'adempiente, dunque rapporti si pure cortesia (es: trasporto di cortesia) –, ed i "contatti sociali residuali", diversi dagli altri due, cioè quelli che, voluti o no, non sono diretti rispettivamente alla esecuzione e conseguimento di una prestazione, e quelli che, pur a ciò diretti, non lo sono a titolo di pura cortesia: A. ZACCARIA, *La "teoria" del "contatto sociale"*, cit., 5. In questi casi, secondo l'autore, la generazione del vincolo obbligatorio sarebbe suscettibile di essere affermata solo per analogia *legis* o *iuris*. Per la verità, a rigore, la seconda categoria del "contatti residuali" rientra a pieno titolo in quella dei "contatti simili a quelli negoziali".

E di qui, con efficacia espansiva, l'affidamento a sua volta è predicabile di "legittimità" quando la relazione specifica che lo esprime è assimilabile per analogia *legis o iuris* ad una di quelle previste dall'ordinamento come capaci di esprimerne uno degno di tutela (art. 12, comma 2, prel.), divenendo per questa via espresso da un fatto "in conformità all'ordinamento giuridico"<sup>15</sup>.

È poi conseguente ritenere, rimanendo all'interno della fattispecie ed anche solo applicando la categoria primigenia della corrispettività sinallagmatica (e della buona fede oggettiva), che dall'obbligo del *solvens* possano anche conseguire obbligazioni in capo all'*accipiens*, costituite quanto meno dagli obblighi di protezione utili a far sì che la prestazione del *solvens* sia realizzata in sicurezza, senza danni/svantaggi sproporzionati alla sua sfera giuridica<sup>16</sup>.

All'estremo, quando si ritengano congruenti, in applicazione della suddetta categoria secondo analogia *iuris* e tipicità sociale, espansioni richieste dalle diverse "relazioni specifiche", potrà a giungere a configurarsi addirittura una prestazione primaria, in capo all'*accipiens*, in favore del *solvens*, avvicinando, in questi casi più propriamente la figura del contratto di fatto o concluso per fatti concludenti<sup>17</sup>.

È utile osservare che la fattispecie è emersa nell'ambito di relazioni – medico/paziente, insegnante/alunno, professionista/cliente, P.A./cittadino, banca negoziatrice/trahente l'assegno, ecc.<sup>18</sup> – in cui la ricostruzione di esigenze pregnanti di tutela e la presenza dell'affidamento sono state desunte dalla "asimmetria" del rapporto, in cui una delle parti è depositaria di una superiorità tecnico-operativa o fattuale rispetto all'altra che hanno consentito di affermare l'affidamento dell'*accipiens* rispetto al *solvens* e l'esigenza di piena tutela del primo rispetto all'azione del secondo. Il tutto agevolato, spesso ma non sempre – si pensi ai rapporti con i professionisti e con la P.A. – dal porsi quelle relazioni con riferimento a diritti costituzionali primari (salute, lavoro). Ciò è accaduto appunto, da un lato perché è immediato, a fronte di prestazioni tipiche di professioni protette o comunque "tecniche", dedurne sia la creazione di un affidamento in capo all'*accipiens*, sia la necessaria omogeneità di prestazioni – e dunque la loro doverosità quale contenuto di obbligazioni "in conformità all'ordinamento giuridico" – indipendentemente dalla natura, contrattuale o fattuale, della fonte dell'obbligazione<sup>19</sup>, dall'altro

<sup>15</sup> C. CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, cit., 145 s.; D. PITTELLA, *Dall'obbligazione senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico*, cit., 422, 442; C. SCOGNAMIGLIO, *Verso il definitivo accreditamento della tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale*, cit., par. 4. A. ZACCARIA, *La "teoria" del "contatto sociale"*, cit., 599, dopo aver puntualizzato che l'affidamento – e dunque anche il contatto –, in assenza di "mediatore giuridico" diretto (la norma) o indiretto (l'analogia) non è capace di fondare obblighi, infine riconosce che, allorquando quel "mediatore" si può rinvenire, il contatto è generativo di obbligazioni. Dunque la fattispecie è legittimata, potendosi discutere solo della sua ampiezza in termini applicativi.

<sup>16</sup> Così anche A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialenkontakts*, cit., 107, in esito alla vibrata critica a Cass., n. 1737 del 2011 cui è stata imputata una sovrabbondanza di argomentazioni risolvendosi nell'utilizzare la figura del contatto sociale qualificato, nata e sviluppata per ampliare la responsabilità contrattuale, allo scopo di fondare, invece, una responsabilità extracontrattuale.

<sup>17</sup> V. nt. 13.

<sup>18</sup> Per approfondite disamine e ampi richiami giurisprudenziali, al riguardo, si vedano A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialenkontakts*, cit., 92 s.; D. PITTELLA, *Dall'obbligazione senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico*, cit., 437 s.; P. GALLO, *Quale futuro per il contatto sociale in Italia?*, cit., 1760 s.

<sup>19</sup> E. VINCENTI, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., 2068.

lato perché ciò le rende distinguibili da quelle rese per mera cortesia (v. *postea*).

Nondimeno, la fattispecie è venuta ad ampliarsi a situazioni in cui, indipendentemente da un'asimmetria delle parti, il contatto è risultato "qualificato" in ragione dello scopo comune perseguito dalle parti nell'intraprendere la relazione e nella realizzazione di interessi reciprocamente in vario modo connessi e, in ragione di quella connessione, determinanti un reciproco affidamento tale da creare non solo obblighi di protezione ma anche congruenti prestazioni attive (es. obblighi di informazione). È il caso della giurisprudenza in tema di responsabilità precontrattuale<sup>20</sup>. In questi casi, si è giunti a prescindere sia dalla tutela di diritti primari della persona che dalla presenza di una "asimmetria" tra le parti dovuta alla natura tecnica delle prestazioni del *solvens*.

La costruzione apparentemente erode i confini della responsabilità extracontrattuale, laddove si consideri che si risolve nell'applicare la disciplina della responsabilità contrattuale a situazioni in cui è riconosciuta la mancanza del contratto, ma si tratta in realtà di una delimitazione giustificata proprio dalla particolarità "quasi contrattuale" della relazione e dunque dalla necessità, in chiave di effettività della tutela, di applicare quella disciplina e non l'altra<sup>21</sup>.

Non pare inutile considerare, in proposito, che, quando un contatto è previsto dalla legge come generatore di obblighi di protezione, è ben vero che essi obblighi derivano dalla legge e non dal contatto, nondimeno si pone spesso la questione del regime di responsabilità – se contrattuale od extracontrattuale – applicabile in caso di violazione, sicché la verifica del tipo di relazione – se "privilegiata" o no – nel cui contesto il contatto si situa rimane fondamentale a fini ermeneutici. Ipotesi emblematiche paiono quelle della responsabilità del commissario dell'amministrazione straordinaria, della banca negoziatrice l'assegno non trasferibile *ex art. 43, comma 2, l. ass.*<sup>22</sup> o dell'esperto nominato per la composizione negoziata della crisi d'impresa (art. 17 c.c.i.)<sup>23</sup>. Dunque la giurisprudenza non può essere tacciata di errore qualificatorio quando vaglia in termini di "contatto sociale qualificato" una fattispecie prevista *ex lege*. Proprio questa, peraltro, sarà per gran parte l'operazione che condurremo su varie fattispecie previste dal diritto societario.

Né pare convincente il richiamo ad ideologie totalitarie nel cui ambito teorizzazioni iniziali storicamente sono state formulate<sup>24</sup>. A fondare la categoria ai giorni nostri ba-

<sup>20</sup> Cass., n. 14188 del 2016.

<sup>21</sup> C.A. CANNATA, *Sulle fonti delle obbligazioni*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. VISINTINI, I, Padova, 2009, 59 s.; D. PITTELLA, *Dall'obbligazione senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico*, cit., 437. A. DI MAJO, *L'obbligazione protettiva*, in *Europa e dir. Priv.*, 2015, I ss. chiarisce che il confine, rispetto al campo della responsabilità aquiliana, è da rinvenirsi in ciò che "allorquando la c.d. 'protezione' si incardina e si qualifica in un rapporto tra le parti, che non può che definirsi ad esito 'programmato', esso si converte in 'prestazione' e/o meglio nella legittima aspettativa dell'un soggetto acché l'altro si comporti secondo quanto previsto".

<sup>22</sup> Cass. n. 10093/2020; Cass., Sez. Un., n. 12477/2018; Cass. n. 25581/2018.

<sup>23</sup> Invece l'obbligo di lanciare l'offerta pubblica di acquisto totalitaria sorge *ex lege* (art. 106 TUF) da un fatto e non da una "relazione privilegiata" con un soggetto determinato, generando nondimeno responsabilità di tipo contrattuale *ex art. 1173 c.c.*: Trib. Milano, 8 giugno 2005, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, 428. V. anche Trib. Milano, 29 maggio 2008, in *Soc.*, 2008, 205 e Trib. Milano, 21 maggio 2007, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, II, 635. In dottrina, tra i molti, cfr. S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di Opa e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 496; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 237.

<sup>24</sup> A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialenkontakts*, cit., 92, 107.

sta il richiamo ai principi di solidarietà ed uguaglianza (artt. 2 e 3 cost.), il primo dei quali è posto a base del principio di affidamento, che sostanzia l'istituto in questione – laddove si consideri che la “relazione privilegiata”, per le sue caratteristiche, crea affidamento in capo all'*accipiens* – esprimendo gli obblighi di protezione, i quali, a loro volta, consentono di declinare l'esistenza della citata ‘obbligazione senza prestazione (primaria)’ ovvero addirittura di una obbligazione primaria<sup>25</sup>.

Alla stregua di quel che si è detto, sono poi facilmente individuabili indizi della presenza di un contatto sociale capace di generare non già responsabilità extracontrattuale ed invece responsabilità contrattuale, quali: – la previa individuazione dei soggetti coinvolti nella relazione, appunto privilegiata in quanto *ex ante*, nel suo ambito, gli interessi delle parti sono capaci di combinarsi utilmente; – la correlativa preesistenza del rapporto rispetto al fatto creatore del danno, generato qui da un comportamento anomalo nella sua esecuzione; – la natura intrinsecamente attiva e non meramente astensiva della prestazione; – la determinazione *ex lege* della prestazione offerta, tipicamente nelle c.d. “professioni protette”, talché il loro contenuto, o almeno gli obblighi di protezione che lo connotano, non possono essere ritenuti mutevoli a seconda della fonte; – la capacità della relazione di creare affidamento reciproco nell'adempimento altrui e comunque nell'implicazione di obblighi di protezione in chi svolge la prestazione obbligatoria.

Infine, all'estremo opposto si situano i rapporti di mera cortesia, che ben possono avere la medesima connotazione formale del contatto sociale qualificato, ma si distinguono in quanto – per tipo della prestazione, valore economico-giuridico, tipo del destinatario, ragioni e scopo – non possono essere ritenute negozialmente vincolanti e perciò generative solo di responsabilità extracontrattuale<sup>26</sup>.

La fattispecie del contatto sociale qualificato (“relazione privilegiata”, per meglio dire) ha subito, come noto, una contrazione proprio nel settore che ne era stata la culla – la responsabilità medica – per effetto della l. n. 24 del 2017 (art. 7, comma 3). Non è qui certo il caso di entrare nella questione, di assoluto interesse anche teorico, se al legislatore appartengano ed in che misura poteri qualificatori o non piuttosto solo di disciplina di rapporti, anche se ben si potrebbe sostenere che la qualificazione costituisce solo una cattiva tecnica legislativa per dettare una disciplina. Quel che qui preme evidenziare è piuttosto che la fattispecie non pare soppressa dall'intervento normativo settoriale, mostrando tutt'ora una vitalità<sup>27</sup> che autorizza e legittima il lavoro che si sta per svolgere.

<sup>25</sup> E. VINCENTI, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., 2066. Condivisibile il richiamo al principio di solidarietà, seppur in un contesto interpretativo altrimenti criticabile, in Cass., n. 1737 del 2011, cit. Osserva A. DI MAJO, *La culpa in contrahendo tra contratto e torto*, 2571, che non basta indicare il “contatto sociale” quale fonte di obbligazioni, e bisogna invece dimostrarne la capacità della situazione di fatto di generare un legittimo affidamento nel destinatario del comportamento altrui, il che sarebbe escluso quando è la stessa legge a costituire la fonte di quelle obbligazioni, come nel caso della responsabilità precontrattuale. A quest'ultimo proposito occorre tuttavia osservare che il richiamo al “contatto sociale qualificato” è servito a Cass., n. 14188 del 2016 non già a fondare le trattative precontrattuali quali fonti di obbligazioni, quanto piuttosto a qualificare la responsabilità precontrattuale in termini contrattuali, dunque diversi rispetto alla giurisprudenza in precedenza dominante.

<sup>26</sup> Da segnalare tuttavia la posizione di A. ZACCARIA, *Der Aufhaltsame Aufstieg des Sozialkontakts*, 82 e s., spec. 91, laddove, nell'interpretare l'estensione della fattispecie di cui al § 311 (2) BGB n. 3, vi include esclusivamente i rapporti di mera cortesia, cui annette, così facendo, obblighi di protezione. V. anche, dello stesso autore: *La “teoria” del “contatto sociale”*, cit., 598.

<sup>27</sup> Considera che l'evoluzione nell'organizzazione della prestazione medica giustifica le ragioni di politica legislativa alla base della disposizione di cui all'art. 7, comma 3 della c.d. “legge Gelli”, da un lato pre-

2. *La responsabilità dell'amministratore di fatto. La responsabilità della persona fisica esercente attività di direzione e coordinamento.* – La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali è una tipica responsabilità da contatto sociale qualificato: si tratta del soggetto che, in assenza di nomina formale (o in presenza di una nomina nulla) ovvero in assenza di accettazione o in presenza di accettazione nulla, "esercita in modo continuativo e significativo i poteri tipici inerenti alla qualifica o funzione" di amministratore. La definizione è mutuata dal disposto dell'art. 2639 c.c., notoriamente descrittiva di una fattispecie operativa anche in campo civilistico (cfr. artt. 2392, comma 1, e 2409 octiesdecies, comma 2, c.c.), ma è importante notare che la norma ha recepito e formalizzato una lunga e risalente elaborazione giurisprudenziale<sup>28</sup>, talché la qualificazione del fatto *ex lege* non assorbe affatto la questione della natura della responsabilità che ne deriva.

Orbene, della fattispecie di "contatto sociale qualificato" o "relazione privilegiata" generativa di obbligazioni si rinvencono tutti gli elementi: l'assenza del contratto (nomina ed accettazione o loro invalidità); l'esecuzione in via di fatto di una prestazione in favore della società, cioè appunto la realizzazione di atti gestori – imputati alla società (artt. 2384, 2475, comma 2, c.c.) – propri dell'amministratore; l'accettazione di tale situazione di fatto, cioè della prestazione, da parte della società, cioè dell'amministratore di diritto; il quadro evidente di una "relazione privilegiata" tra amministratore di fatto e società; l'esercizio di attività legittima, nel cui ambito, in caso di inadempimento, possono determinarsi obbligazioni risarcitorie, senza che si possa dire affatto che la relazione nasce dal fatto generativo di danno.

Di qui la qualificazione della fattispecie come "contatto simile a quello negoziale" ed il riconoscimento della sua capacità di generare obbligazioni.

In particolare, una volta assunta la qualifica in via di fatto, l'amministratore è tenuto non solo ad obblighi di protezione, ma addirittura, del tutto pacificamente, all'adempimento di obbligazioni primarie: istituzione di assetti adeguati, tenuta delle scritture contabili, gestione conservativa in presenza di causa di scioglimento, convocazione delle assemblee quando previsto dalla legge, ecc.

Dunque quando si dice che all'esercizio del potere deve corrispondere la correlativa assunzione di responsabilità<sup>29</sup>, non si fa altro che ammettere che dal fatto sorge, per analogia, l'obbligo.

La risposta al quesito perché non si è mai parlato della responsabilità dell'amministratore di fatto come responsabilità da contatto sociale qualificato, è semplice: nessu-

---

servandola da dubbi di legittimità costituzionale, dall'altro impedendo di annetterle effetti di sistema tali da far ritenere superate le figure di responsabilità da contatto sociale attualmente conosciute in giurisprudenza: D. PITTELLA, *Dall'obbligazione senza prestazione alla responsabilità extracontrattuale del medico*, cit., 452. Così anche A. ZACCARIA, *La "teoria" del "contatto sociale"*, in *Studium Iuris*, 2018, 2; C. SCOGNAMIGLIO, *Verso il definitivo accreditamento della tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale*, cit., 8. Dopo la riforma della responsabilità medica, hanno menzionato il contatto sociale qualificato come fattispecie generativa di obbligazioni, per affermarne l'applicazione o per negarla o circoscriverla, ma non per disconoscerne l'operatività: Cass., n. 10348 del 2021; Cass., sez. un., n. 615 del 2021; Cass., n. 29711 del 2020; Cass., n. 7746 del 2020; Cass., sez. un., n. 8236 del 2020; Cass. n. 10093/2020; Cass., Sez. Un., n. 12477/2018; Cass. n. 25581/2018.

<sup>28</sup> Cass., n. 9795 del 1999.

<sup>29</sup> Per tutti: S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, a cura di COTTINO, IV, Padova, 2010, 658; G. COTTINO, *Le società*, *Diritto Commerciale*, I, 2, Padova, 1999, 431.

no, data la natura della fattispecie applicata per analogia, ha mai dubitato trattarsi di responsabilità contrattuale. La scontata soluzione ha fatto velo alla necessità di sondarne il fondamento ermeneutico.

Ciò non toglie che il paradigma interpretativo che ha determinato il riconoscimento della responsabilità dell'amministratore di fatto sia a sua volta riproducibile con riferimento a situazioni simili.

Così è stato per la responsabilità della persona fisica che esercita attività di direzione e coordinamento<sup>30</sup>: anche in questo caso il fatto – cioè l'esercizio dell'attività direttiva nei confronti amministratori della società eterodiretta – determina obblighi corrispondenti a quelli gravanti sulla società (Holding) che eserciti la stessa attività, nell' assoluta indifferenza della qualità – fisica o giuridica – della personalità del soggetto esercente e nell' assoluta identità dei poteri esercitati (cioè dei fatti compiuti)<sup>31</sup>. L'avallo normativo della bontà dell'operazione interpretativa, in questo caso, si rinviene nel disposto dell'art. 2 lett. h) D.Lgs. n. 14 del 2019, *in parte qua* recepito nell'art. 13, comma 1, d.l. n. 118 del 2021, convertito, con modificazioni, dalla l. n. 147 del 2021.

3. *Responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori.* – Trattiamo qui, riguardate nel prisma della/e fattispecie di “contatto sociale qualificato” come sopra ricostruita/e, delle ipotesi di responsabilità degli amministratori configurate dagli artt. 2394 e 2476 comma 5 c.c. e dall'art. 2486, comma 1, c.c.

Anche qui dovremo procedere da un *disclaim*, reso necessario dalla varietà di interpretazioni cui la prima fattispecie è stata fatta oggetto, secondo ricostruzioni che spaziano dall'azione surrogatoria di quella della società per far valere, in favore di essa, il credito risarcitorio del danno da *mala gestio*, all'azione personale del creditore per il risarcimento del danno provocato al suo patrimonio, all'azione del creditore quale legittimato straordinario a far valere i diritti di tutti gli altri, in nome della *par condicio*, e dunque volta anch'essa alla reintegrazione del patrimonio sociale; e poi appunto dalla ricostruzione della natura della responsabilità in termini contrattuali<sup>32</sup> o, come prevalente tutt'ora in giurisprudenza, extracontrattuali<sup>33</sup>.

Il nostro punto di partenza è che si tratti di un'azione personale e diretta, non surro-

<sup>30</sup> Trib. Milano, SSI, ord. n. 400/2014 r.g. del 7 maggio 2014 in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); A. VALZER, *La responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011, 226 s.

<sup>31</sup> Sia consentito rinviare ad A. MAMBRIANI, *Gruppi di società*, in A. MAMBRIANI-G. RACUGNO, *Bilancio e libri sociali. Gruppi di società*, collana Società di capitali, diretta da R. RORDORF, V, Milano, 2019, 524 s.

<sup>32</sup> Cass., n. 6870 del 2010; Cass., n. 8458 del 2014, entrambe *in obiter*. In dottrina: F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, 384; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, IV, Torino, 1991, 437 s.; V. SALAFIA, *Considerazioni in tema di responsabilità degli amministratori*, in *Giust. civ.*, 1999, I, 81 s.; B. LIBONATI, *Creditori sociali degli amministratori di società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Torino, 3, 2006-2007, 628 s.

<sup>33</sup> Tra le tante: Cass., n. 24715 del 2015; Cass., n. 13765 del 2007; Cass., n. 10488 del 1998. In dottrina: F. GALGANO, *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, XXIX, Padova, 2003, 283 s.; R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 218.



gatoria, non per conto terzi<sup>34</sup>. Il danno provocato dall'atto di *mala gestio*, in presenza di insufficienza patrimoniale, del resto, è danno ai creditori nella misura in cui lede non solo il patrimonio sociale, ma anche la garanzia generica di ciascuno di loro sul patrimonio della società debitrice (art. 2740 c.c.: v. *postea*) e dunque il diritto di ciascuno a che il suo credito sia pagato integralmente (diritto al perfetto adempimento: spec. arg. ex artt. 1181 c.c.). Volendo si può aggiungere che si tratta di un caso in cui, a fronte di un suo atto gestorio inadempiente che si risolve in danno della società amministrata, l'amministratore non può opporre nemmeno ai creditori l'imputazione dello stesso alla società.

La ragione di questa scelta, peraltro nettamente prevalente in giurisprudenza (Cass., n. 10488 del 1996), è che, nella incertezza e debolezza di un dato letterale ("... rispondono nei confronti *dei creditori* ...", "... al soddisfacimento *dei loro crediti* ...") che ha legittimato le più disparate letture, devono prevalere le esigenze di effettività della tutela (art. 24, comma 1, cost.) che consigliano di riconoscere alla fattispecie un effetto di reintegrazione del patrimonio del creditore, così anche dando un senso alla sua azione.

Va altresì considerata la natura dell'elemento dell'insufficienza del patrimonio sociale<sup>35</sup> posto a garanzia generica del pagamento dei debiti sociali (art. 2740 c.c.), elemento di particolare pregnanza con riferimento ad enti la cui istituzione limita la responsabilità patrimoniale di chi, partecipandovi, si avvantaggia dell'attività d'impresa svolta dall'ente stesso.

Orbene, l'insufficienza patrimoniale è confine stesso dell'interesse ad agire (se il patrimonio è sufficiente a pagare tutti i debiti l'interesse del singolo all'azione per ciò stesso non sussiste) e condizione dell'azione<sup>36</sup>.

Dunque, l'insufficienza patrimoniale ben può sopravvenire all'atto di *mala gestio* (anche in corso di processo, salve le preclusioni processuali di allegazione e prova) e rendere esercitabile l'azione che prima non lo era.

E fin qui la sua dimensione processuale.

Tuttavia se è vero che l'insufficienza patrimoniale è anche il presupposto perché si verifichi il danno ai creditori, allora non le si può negare una dimensione "sostanziale". Invero, in sua assenza, la gestione economica della società non è nemmeno potenzialmente dannosa per i creditori, il che significa che nemmeno è possibile immaginare, per questa fase, la creazione, in capo agli amministratori, di una posizione di garanzia "conservativa" verso soggetti nei cui confronti nessuna lesione derivante dall'atto di *mala gestio* può nemmeno immaginarsi<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Cfr. M. FABIANI, *L'azione dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015, 51 s.; ID., *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali dopo il codice della crisi*, in M. ARATO-G. D'ATTORRE-M. FABIANI, *Le nuove regole societarie dopo il codice della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2020, 76, 110; Cass., n. 10488 del 1998.

<sup>35</sup> Per la sua definizione ("... significa che le risorse che costituiscono il patrimonio della società non sono, nella loro complessità, sufficienti per soddisfare tutti i creditori, compresi i creditori postergati"), il legame con la garanzia patrimoniale generica e la distinzione rispetto al concetto di insolvenza: Cass., n. 9619 del 2009; Cass., n. 20476 del 2008; M. FRANZONI, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja Branca*, a cura di GALGANO, III, I, 553 s.; M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali*, cit., 94, 100.

<sup>36</sup> M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali*, cit., 107.

<sup>37</sup> È usuale riconoscere che, quando la società è *in bonis*, l'obbligo di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale esiste in capo agli amministratori verso la società e, secondo alcuni, verso i soci. Per tutti: M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali*, cit., 94. Recente dottrina sottolinea tut-

E ciò significa che l'insufficienza patrimoniale è (anche) il fatto giuridico che fonda l'insorgere in capo agli amministratori dell'obbligo di "conservare l'integrità" del patrimonio sociale a tutela delle ragioni dei creditori. Dove "conservare l'integrità" significa per un verso che gli obblighi di gestione diligente e leale che l'amministratore ha nei confronti della società vengono riferiti anche ai creditori<sup>38</sup> e, per altro verso, che esso si specifica ed arricchisce, specialmente verso i creditori, con l'obbligo di non far scendere il patrimonio netto ulteriormente al di sotto del livello negativo minimo (cfr. art. 2486 c.c.)<sup>39</sup>.

Si tratta, all'evidenza, di una vera e propria posizione di garanzia istituita *ex lege* tra soggetti (gli amministratori ed i creditori sociali) non legati da rapporto contrattuale, ma da fatti – il contratto concluso dalla società, per mezzo dell'amministratore, con il creditore; la *gestio* della garanzia patrimoniale di cui il creditore gode, garanzia che però, nella scissione debitore/gestore, non è prestata dall'amministratore che la *gestio* realizza; la previa insufficienza patrimoniale; il possibile verificarsi della *mala gestio* del patrimonio sociale – che l'ordinamento considera – nel loro insieme, in quanto componenti di una fattispecie fattuale complessa – capaci di generare, in capo agli amministratori e verso i creditori, obbligazioni di gestione conservativa del patrimonio sociale.

Ciò è tanto vero che, quando il legislatore vuole liberare gli amministratori dai doveri di conservazione e/o dalle relative responsabilità e consentire, in diverse situazioni, maggiori libertà di azione gestoria, prevede fattispecie di "*ficta continuitas*" – ormai numerose e dal fondamento variegato – accomunate però da quella esenzione e dalla traslazione del nuovo rischio imprenditoriale (di intensità diversa a seconda delle fattispecie) sui creditori, nella convinzione che tra quel rischio e quello di una liquidazione dell'attività sia più conveniente il primo, per i creditori stessi (art. 8 d.l. n. 118 del 2021, conv. con modificazioni dalla l. n. 147 del 2021) o per la comunità (art. 26 comma 1 d.l. n. 179 del 2012 conv. con modificazioni dalla l. n. 221 del 2012; art. 6, comma 1, d.l. n. 23 del 2020 conv. con modificazioni dalla l. n. 178 del 2020).

E allora il diritto del creditore alla conservazione dell'integrità del patrimonio – come ben si evince dal disposto dei primi due commi dell'art. 2394 c.c., in armonia con il disposto dell'art. 2740 c.c. – non sorge *ipso facto* insieme al credito stesso. La tutela sorge invece solo quando emerge la potenzialità lesiva, rispetto ai creditori, della gestione patrimonio sociale da parte degli amministratori, cioè appunto quando esso diviene insufficiente.

Per altro verso va considerato il rapporto degli amministratori con i creditori: inesistente sul piano contrattuale, mediato com'è dalla imputazione dell'atto/negozio alla società per immedesimazione organica; esistente sul piano della gestione della garanzia generica, laddove gli amministratori sono chiamati a gestire il patrimonio sociale che con essa, *per questo aspetto*, si identifica; esistente sul piano dell'esplicita statuizione del diritto dei creditori a far valere contro gli amministratori gli inadempimenti degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale divenuto insufficiente, con conseguente creazione normativa della relativa posizione di garanzia.

---

tavia il primato del valore dell'impresa rispetto al dovere di tutela degli interessi dei creditori anche in fase di crisi: E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020, 130 s.

<sup>38</sup> F. GALGANO, *Trattato*, cit., 286.

<sup>39</sup> M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali*, cit., 108.

Si tratta, dunque, di un “contatto qualificato”, *rectius* di una “relazione specifica”, che opera dal verificarsi dell’insufficienza patrimoniale.

Si possono ora tirare le fila del discorso svolto sinora.

In assenza di insufficienza patrimoniale gli amministratori non sono titolari di particolari obblighi gestori verso i creditori. Ciò significa che, quando la società è *in bonis*, non essendo ipotizzabile una previa posizione di garanzia istituita in favore dei creditori, la responsabilità nei loro confronti può essere qualificata solo in termini extracontrattuali, di tutela aquiliana del credito (artt. 2395, 2476, comma 8, c.c.); ed invece, quando il patrimonio divenga insufficiente, essi risponderanno verso i creditori dei danni inflitti a ciascuno di loro dall’atto di lesione patrimoniale anche per inadempimento degli obblighi inerenti la posizione di garanzia sopra descritta.

Rispetto a *mala gestio* anteriore all’insufficienza patrimoniale questa, dunque, funziona effettivamente soltanto sul piano processuale, quale misura dell’interesse ad agire e condizione dell’azione. E qui, trattandosi di responsabilità extracontrattuale, il creditore, gravato dei relativi oneri ma estraneo alla società debitrice, può trovarsi in difficoltà a far valere il proprio diritto risarcitorio. In funzione di riequilibrio delle disparità di potere probatorio potrà allora intervenire, secondo parametri processuali definiti (art. 210 c.p.c.; art. 2711 c.c.), il principio di vicinanza della prova.

Invece, come si è detto, al verificarsi dell’insufficienza patrimoniale, si determinano in capo agli amministratori doveri di gestione conservativa del patrimonio sociale che integrano *ex lege* una posizione di garanzia – inquadrabile come “relazione specifica” – che funziona prima ed indipendentemente dal verificarsi di atti di *mala gestio*, ed anzi con lo scopo di prevenirli in una fase in cui, se commessi, la loro incidenza sul patrimonio del singolo creditore è certa.

All’evidenza, sia non ha nemmeno senso porre il problema se un rapporto di questo genere sia o non sia qualificabile in termini di “contatto sociale”, poiché è comunque evidente che ci troviamo di fronte ad una fattispecie fattuale complessa che la legge espressamente (non l’ordinamento genericamente) indica come fonte di obbligazioni, sebbene non di origine contrattuale. Non dovrebbero ravvedersi dunque difficoltà, per ciò solo, a constatare il configurarsi di una fattispecie che rientra appieno nel *tertium genus* di fonti obbligatorie previsto dall’art. 1173 c.c.<sup>40</sup>

Solo *ad abundantiam* si può richiamare, per evidente analogia, la fattispecie di un “quasi contratto” tipico, cioè la *negotiorum gestio* (artt. 2028, 2030 c.c.): l’amministratore gestisce il patrimonio della società debitrice e, così facendo, anche la garanzia di cui godono, su quello, i creditori sociali. In quel caso il *gestor* risponde secondo le norme sul mandato e dunque addirittura assumendo responsabilità patrimoniale personale per le obbligazioni contratte senza spendita del nome dell’interessato, salvo obbligo di rimborso (art. 2031, comma 1, c.c.); qui invece l’amministratore solo per *mala gestio* secondo la disciplina degli artt. 2392, 2475 comma 1, c.c., ma la struttura della fattispecie è molto simile.

Né sembra potersi opporre una presunta “genericità” o “non determinabilità” dei titolari del diritto di cui andiamo discorrendo: i creditori sono tutti, in ogni momento, identificati nelle scritture contabili; assetti amministrativi e contabili che non ne con-

<sup>40</sup> Di responsabilità da “contatto sociale” parla, sia pure in via ipotetica, M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali*, cit., 95.

sentissero l'identificazione sarebbero *ipso facto* inadeguati; il loro elenco deve essere ricavabile dalle scritture contabili che l'imprenditore, aperta la procedura liquidatoria, deve consegnare al curatore (artt. 86, 89 l.f.; artt. 194, comma 1, let. c, e 198 c.c.i.).

Qui giunti, non molto è da dire sulla fattispecie di cui all'art. 2486 c.c. in correlazione con la causa di scioglimento di cui all'art. 2484 n. 4 c.c., nella particolare ipotesi – peraltro nella pratica pressoché costante – in cui il patrimonio netto, per perdite superiori al terzo del capitale, sia divenuto negativo. Applicando i canoni ermeneutici sinora evidenziati, si tratta di fattispecie che determina, in capo agli amministratori e verso i creditori, responsabilità di tipo contrattuale *ex art.* 1173 c.c.: gli obblighi di conservazione patrimoniale sono qui ribaditi e specificati, chiarendo, da un lato, il loro insorgere a seguito del verificarsi della causa di scioglimento e, dall'altro, la loro estensione all'esercizio stesso dell'attività, che, pur potendo essere proseguita, diviene illegittima in se stessa quando non improntata esclusivamente a criteri conservativi. Coerente, quindi, la disposizione che prevede il criterio della differenza dei netti patrimoniali come metodo di liquidazione del danno (art. 2486, comma 2, c.c.).

Il sistema così descritto va poi coordinato con il disposto dell'art. 2086, comma 2, c.c.

La norma, dove impone agli amministratori di adottare adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili anche allo scopo di rilevare tempestivamente la crisi d'impresa e la perdita di continuità aziendale e di reagire senza indugio adottando uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per porvi rimedio e recuperare la continuità aziendale, determina un significativo impatto sul sistema. In particolare, prevedendo che gli amministratori debbano attivarsi sia per percepire sia per reagire alla crisi sin dal momento della sua manifestazione, introduce *ex lege* obblighi capaci senz'altro di determinare responsabilità in caso di inadempimento.

Il punto, per quel che ci riguarda, è che si tratta di una norma introdotta a tutela anche e specialmente dei creditori, intendendosi sfruttare ogni *chance* di confinamento e superamento della crisi e di prevenzione dei disastri causati, in termini di ampliamento dello sbilancio patrimoniale, da indebita ed abnorme prosecuzione di attività economica della società a capitale perso.

D'altro canto il presupposto dell'insufficienza patrimoniale rimane in ogni caso condizione dell'attuazione del diritto risarcitorio dei creditori come tali.

Quel che cambia è che, con l'interpolazione dell'art. 2086 c.c., è stata introdotta una nuova posizione di garanzia, in capo agli amministratori ed in favore dei creditori – sinteticamente sopra descritta – che trova il suo fondamento nel fatto della crisi o della perdita di continuità aziendale, cioè in fatti economico-aziendali che per lo più precedono il determinarsi dell'insufficienza patrimoniale<sup>41</sup>. Ciò significa, sulla scorta di quel che si è detto, che la responsabilità degli amministratori verso i creditori per fatti di *mala gestio* costituiti da mancata percezione della crisi, ritardata percezione della crisi, inadeguata scelta degli strumenti idonei a fronteggiare la crisi (e/o la perdita di continuità aziendale), se seguiti dal determinarsi di una insufficienza patrimoniale, sarà qualificabile come rientrante nella terza categoria di cui all'art. 1173 c.c., e dunque dovrà essere applicata la disciplina della responsabilità contrattuale.

---

<sup>41</sup> CNDCEC, *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*, 20 ottobre 2019. R. RANALLI, *Le misure di allerta*, Milano, 2019, 132 s.

D'altro canto, il contenuto dell'obbligo è relativamente determinato, nel senso che si riferisce genericamente agli "strumenti previsti dall'ordinamento" per fronteggiare la crisi o recuperare la continuità aziendale.

Tali sono, tra gli altri, i piani di ristrutturazione ed i piani attestati di risanamento (artt. 67 lett. b), 182 bis l.f.; artt. 56 e ss. c.c.i.), la convenzione di moratoria (art. 182 octies l.f.; art. 62 c.c.i.), il concordato preventivo (art. 160 l.f.; artt. 84 e ss. c.c.i.) e tra essi si situano altresì prepotentemente la "composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa" (artt. 12 e ss. c.c.i.) ed il concordato semplificato (artt. 25 sexies e s. c.c.i.).

La "composizione negoziata", a sua volta, suppone un arco di fattispecie applicative molto ampio, che ne abbraccia di molto diverse, dalla "pre-crisi" – come "crisi probabile" – all'insolvenza – evidentemente solo quella reversibile –, ma soprattutto, per quel che qui interessa, prevede una facoltatività di utilizzo che deve essere correttamente intesa.

In realtà il "può" di cui al comma 1 dell'art. 12 c.c.i. è da intendersi per un verso nel senso di "è abilitato a" e, per altro verso, nel senso che nulla vieta di adire direttamente strumenti diversi. Lo stesso è, ad esempio, per il "può" che si legge al primo comma dell'art. 84 c.c.i. Ma queste facoltà, per quel che si è detto, non possono certamente essere intese nel senso che l'imprenditore possa proseguire l'attività "*ut si crisis non esset*", senza adottare idonei strumenti per fronteggiarla: una lettura impedita dal disposto del citato comma 2 dell'art. 2086 c.c., e, a ben vedere, dal disposto dell'art. 25 octies c.c.i., che prevede la segnalazione, da parte dell'organo di controllo all'organo amministrativo, dei presupposti per adire la negoziazione.

La *business judgment rule*, nel momento di coinvolgimento – anche solo potenziale – dei diritti dei terzi creditori – finisce dunque per ridurre significativamente la sua ampiezza, in un duplice senso: gli strumenti devono essere adottati; devono essere funzionalmente idonei/adeguati a conseguire gli scopi sopra indicati in relazione alla situazione concreta in cui si trova l'impresa; lo sono senz'altro quelli previsti dalla legge.

Si deve ritenere tuttavia, che rimanga uno spazio per l'adozione di ulteriori strumenti non formalizzati normativamente ma frutto di esercizio di autonomia privata: un'ideale azione organizzativa ed economico-finanziaria di ristrutturazione aziendale; la ricerca, diligente ed *ex ante* non irrazionale ed ingiustificata, di acquirenti capaci di risanare il debito, o altri. Nei limiti in cui tali comportamenti fossero riconosciuti adeguati ed *ex ante* diligenti, si dovrebbe ritenere che la loro adozione integra adempimento al precetto normativo e scrimina la responsabilità degli amministratori.

In altre parole, interpretando in chiave evolutiva l'elemento soggettivo della fattispecie *ex art.* 2486 c.c. in connessione con il disposto dell'art. 2086, comma 2, c.c., potrebbe essere riconosciuta la mancanza di colpa, e quindi di responsabilità, quando la prosecuzione non conservativa, cioè con assunzione di nuovo rischio imprenditoriale, pur successiva alla perdita del capitale sociale, sia stata attuata in modo proporzionato ed adeguato ad addivenire ad una soluzione della crisi per linee esterne, cioè mediante cessione dell'azienda o delle partecipazioni a scopo di risanamento, purché si tratti di soluzione concreta, effettiva, realistica, non astratta e ipotetica<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale della "crisi"*, Milano, 2020, 92.

4. *Responsabilità da contatto sociale qualificato della Holding nei confronti della società eterodiretta, dei suoi soci, dei suoi creditori.* – Un altro *disclaim*: partiamo dal presupposto che la società eterodiretta sia legittimata ad agire nei confronti della Holding per il risarcimento del danno causato da abusivo esercizio dell'attività di direzione e coordinamento<sup>43</sup>.

Semmai la dimostrazione che si tratta di responsabilità di natura contrattuale non fa che rafforzare ulteriormente quella conclusione.

Si tratta di una dimostrazione assai semplice, in realtà.

La visione più tradizionale dell'attività di direzione e coordinamento ne coglie un aspetto essenzialmente fattuale, sottolineandosi che essa viene di fatto intrapresa dalla Holding utilizzando poteri non legalmente formalizzati<sup>44</sup>. Orbene, anche assumendo questo punto visuale, rimane ferma la disciplina, cioè che tale attività è svolta nei confronti di società controllate e che, in se stessa legittima<sup>45</sup>, deve essere realizzata nel rispetto delle regole di corretta gestione societaria ed imprenditoriale. Notoriamente ed universalmente è poi riconosciuto che l'attività di direzione unitaria ha natura gestoria e che i relativi poteri ed i connessi doveri sono assimilabili a quelli esercitati dagli amministratori<sup>46</sup>.

Ciò significa che l'attività è svolta nei confronti di un soggetto determinato; che ad essa è connaturata l'assunzione, nei confronti di quel determinato soggetto, di una posizione di garanzia o comunque di doveri di diligenza e correttezza che prescindono dall'abuso del diritto/potere, che costituisce solo un'eventualità; che funzione svolta e connessa posizione di garanzia (o doveri di tutela) sono del tutto assimilabili a quelle che connotano il rapporto degli amministratori con la società gestita, notoriamente di natura contrattuale. Anche qui, dunque, il rapporto non sorge dal danno, ma il danno da una modalità (scorretta) di esecuzione di un rapporto che esiste prima ed a prescindere da esso.

Anche considerando la "natura fattuale" dell'attività di direzione e coordinamento si giunge dunque alla conclusione che si tratta di un fatto idoneo a produrre obbligazioni in conformità all'ordinamento giuridico, dunque rilevante *ex art.* 1173 c.c. e capace di determinare responsabilità disciplinata secondo il tipo contrattuale.

A confermare definitivamente questa conclusione si pone l'analisi, anche immediata, delle modalità, di natura tipicamente contrattuale, con cui l'attività di direzione unitaria si

<sup>43</sup> Trib. Orvieto, 4 novembre 1987, in *Giur. Comm.*, 1989, II, 804; Trib. Palermo, 15 giugno 2011, in *Foro It.*, 2011, II, I, 3189; Trib. Milano, Sez. VIII, sent. n. 83454/2008 R.G., Pallich c. Hall 24 s.r.l.; Trib. Milano SSI, sent. n. 30750/2011 r.g. del 15 maggio 2014; Trib. Milano, SSI, ord. n. 400/2014 r.g. del 7 maggio 2014; Trib. Milano, SSI, ord. n. 42294-3/2013 del 20 febbraio 2015; tutte in *www.giurisprudenza.delleimprese.it*; E. LA MARCA, *in danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012, 399.

<sup>44</sup> F. GALGANO-G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società. Art. 2497-2497-septies*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2014, 40 ss.; G. SBISÀ, art. 2497, commi 1-2, in AA.VV., *Direzione e coordinamento di società*, Commentario alla riforma delle società, a cura di P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2012, 4 ss. Per una visione "contrattualistica" del gruppo societario: P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi e giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 114.

<sup>45</sup> Tra le tante: Trib. Milano, SSI, sent. n. 30750/2011 r.g., cit.; Trib. Milano, sez. VIII, 2 febbraio 2012, in *Giur. It.*, 2012, 1604, con nota R. WEIGMANN, in *Le Società*, 2012, 746, con nota di E.E. BONAVERA, in *Corr. Giur.*, 2012, 1485, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 223, con nota C. ANGELICI.

<sup>46</sup> Volendo, riassuntivamente: A. MAMBRIANI, *Gruppi di società*, cit., 286 ss.

svolge. È pacifico infatti che la modalità principale è costituita da direttive, ovvero indicazioni cogenti provenienti dagli amministratori della Holding (o da chi di fatto esercita l'attività stessa) nei confronti degli amministratori della società eterodiretta ed aventi come contenuto il compimento di atti gestori. A queste indicazioni gli amministratori della società soggetta a direzione possono opporre un diniego, implicito od esplicito, o prestare assenso, esplicito od implicito cioè, in quest'ultimo caso, eseguire la direttiva. In caso di consenso, è arduo negare che si tratti di un atto negoziale, che impegna non solo gli amministratori della società eterodiretta verso chi l'attività svolge, ma la società stessa cui il consenso degli amministratori è imputato secondo immedesimazione organica.

E tuttavia, anche senza far ricorso a qualificazioni d'ordine generale, la natura contrattuale delle direttive assentite difficilmente può esser negata a fronte di una norma che ne prevede addirittura la formalizzazione e la specifica motivazione da parte degli amministratori della società eterodiretta, atti questi che, ovviamente, sono imputati alla società eterodiretta medesima (art. 2497 ter c.c.).

Ed ancora, l'obbligo pubblicitario, che incombe sulla società dominata, in ordine alla soggezione all'altrui attività direttiva (art. 2497 bis, comma 1, c.c.), non ha altro significato se non quello di rendere nota ai soci ed ai terzi – nonché al mercato nel quale la società operi – la sua preventiva disponibilità ad eseguire le direttive legittime che provengono dalla Holding debitamente indicata, per di più nell'ambito di un rapporto il cui inizio e la cui cessazione sono nella disponibilità non sua ma della Holding stessa. È il caso di precisare che sarebbe priva di significato giuridico ed anzi intrinsecamente ingannevole la pubblicizzazione di una situazione di soggezione quando invece la società eterodiretta potesse, a sua completa discrezione, sottrarsi alle direttive della Holding. Viene dunque resa nota l'esistenza di un vincolo giuridico cui la società eterodiretta volontariamente si sottopone, che ha natura negoziale ed è del tutto simile ad un contratto. Il che è del resto confermato dal fatto che l'esercizio dell'attività direttiva (c.d. "dominazione debole") ben può essere oggetto di contratto (art. 2497 septies c.c.)<sup>47</sup>.

Si tratta di conclusioni che vengono confermate anche quando i rapporti di gruppo sono previsti da apposito regolamento, che pur può stabilire il grado di gerarchizzazione del gruppo, anche limitando la vincolatività di tutte od alcune direttive, e vincolando semmai procedure ed obiettivi di gruppo. In ogni caso, però, quando il regolamento è adottato livello di gruppo – quale che ne sia il procedimento, decisione del c.d.a. o delibera assembleare – la sua natura negoziale emerge in modo assai chiaro<sup>48</sup>. A ben vedere, alla stessa conclusione si addiuvano quando il regolamento sia adottato unilateralmente dalla capogruppo e trasmesso alla società eterodiretta, poiché anche in questo caso esso sarebbe ben capace di generare affidamento in ordine alle future modalità di

---

<sup>47</sup> U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, 278 ss.; ID., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 181. Nel senso che l'art. 2497-septies, c.c. legittima la stipulazione di contratti diretti a costituire un gruppo gerarchico, si vedano, fra gli altri: P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 330; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, 2, Torino, 2007, 31; A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, ivi, 3, Torino, 2007, 870; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il sovrano ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 147; N. RONDINONE, voce *Società (gruppi di)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sezione commerciale, Aggiornamento*, Torino, 2009, 608.

<sup>48</sup> I. MASPES, *Limiti all'autonomia negoziale nei gruppi di società*, Milano, 2020, 60 ed autori ivi citati.

esercizio dell'attività direttiva da parte della Holding, e quindi suscettibile di generare obblighi a suo carico.

L'attività di direzione e coordinamento è dunque connotata dal manifestarsi mediante atti negoziali come tali generativi, nel rapporto tra Holding e società eterodiretta, di responsabilità di natura contrattuale.

Per quanto concerne il rapporto con i soci della società eterodiretta, occorre prendere le mosse da due considerazioni: la prima è che il potere direttivo sorge in capo al socio di controllo come "effetto eccedente" i poteri tipici di cui è titolare in base al contratto di società<sup>49</sup>; la seconda è che i soci non di controllo sono parti di quel contratto.

Ne deriva in modo immediato che, anche solo ai sensi dell'art. 1375 c.c., il socio di controllo è tenuto ad obblighi di protezione nei confronti degli altri soci, quanto meno nel senso di gestire la cosa comune – cioè esercitare attività di direzione unitaria sulla società – senza danneggiare valore e redditività della loro partecipazione o reintegrarli mediante vantaggi compensativi. Di qui appunto il riconoscimento – in via eccezionale – di una responsabilità, nei loro confronti, che è diretta per danno indiretto creandosi per riflesso della *mala gestio* del patrimonio della società, ma inevitabilmente di natura contrattuale.

Diverso il rapporto della Holding con i creditori della società eterodiretta. In questo caso – secondo una situazione che è del tutto simile a quella dei creditori della società rispetto ai suoi amministratori – non solo il contratto c'è e lega soltanto la società e non i suoi soci, ma l'esercizio di attività direttiva interferisce con il credito allo stesso modo dell'attività gestoria, dunque rispetto alla società e senza che si crei, in linea generale e di principio, una "relazione privilegiata" con i creditori della società.

Inoltre, vale rispetto alla Holding l'elemento normativo caratterizzante l'azione dei creditori, ovvero l'insufficienza patrimoniale della società debitrice.

Ne consegue che la *mala gestio* nell'esercizio di attività direttiva, quando compiuta verso una società *in bonis*, potrà generare responsabilità verso i creditori della società dominata solo se sopravvenga quell'insufficienza ovvero determini l'inadempimento verso il singolo creditore (lesione aquiliana del credito), sicché quella responsabilità sarà sempre di natura extracontrattuale.

Diverso, come si diceva, il caso della *mala gestio* sopravvenuta alla crisi od addirittura all'insufficienza patrimoniale della società debitrice.

Si può ritenere che, anche in questo caso, la posizione della Holding non può essere differenziata da quella degli amministratori, poiché la Holding è pur sempre gravata dei doveri di corretta gestione societaria ed imprenditoriale e perché anzi si avvantaggia dell'esercizio dell'attività di direzione unitaria, talché, quando svolga tale attività, avrà non solo il potere ma anche il dovere di informarsi in ordine alle condizioni economico-patrimoniali della società eterodiretta, che in ogni momento devono essere monitorabili e monitorate a mezzo di adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili. Dunque, quando intenda agire dirigendo e coordinando una società in crisi od in stato di insufficienza patrimoniale, la Holding assumerà verso i creditori le stesse posizioni di garanzia assunte dagli amministratori, determinandosi pertanto, in caso di violazione – *rectius*: inadempimento –, una responsabilità, anche in questo caso, di natura contrattuale.

Chiarito da tempo, invece, che la responsabilità di cui si tratta è responsabilità da

---

<sup>49</sup> A. MAMBRIANI, *Gruppi di società*, cit., 284.



inadempimento dei doveri di corretta gestione imprenditoriale e societaria connessi all'esercizio di direzione unitaria causativo della diminuzione della garanzia generica offerta dalla società eterodiretta debitrice in dissesto, non invece responsabilità patrimoniale per il debito contrattualmente assunto dalla società stessa. Questo debito non si estende alla Holding per il solo fatto che la società eterodiretta lo assuma per effetto di direttiva proveniente dalla Holding: il contratto non la prevede quale parte e l'esercizio dell'attività direttiva non estende a lei la relativa garanzia patrimoniale né costituisce titolo di solidarietà nel debito<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Cass., n. 12254 del 2015; Trib. Milano, Sez. XV – specializzata impresa, sent. n. rg. 57644/2015 del 7 maggio 2019, in *Giur. comm.*, 2020, 497, con nota di V. CARIELLO; E. E. BONAVERA, *Responsabilità per contatto sociale della capogruppo*, in *Soc.*, 2019, 1211.

# CONTROLLO DI FATTO E ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO (RIFLESSIONI A MARGINE DEL CASO VIVENDI/TIM)

di Lucia Picardi

SOMMARIO: 1. Il caso Vivendi/Tim. – 2. La nozione di controllo nell'art. 2359 c.c. – 3. (*Segue*): cenni sulla nozione di controllo nella legislazione speciale. – 4. Il controllo interno di fatto e le difficoltà di accertarne la ricorrenza in concreto. – 5. Rapporti fra controllo di fatto e attività di direzione e coordinamento di società.

1. *Il caso Vivendi/Tim.* – La vicenda da cui traggono spunto le presenti note si segnala all'attenzione degli studiosi, così come degli operatori del diritto, non soltanto perché è stata a suo tempo oggetto di considerazione anche da parte della cronaca giornalistica<sup>1</sup>, ma soprattutto poiché sollecita una serie di riflessioni, non prive di rilevanti risvolti applicativi, sulla nozione di controllo nel codice civile e nella legislazione speciale, nonché sul rapporto fra il primo e l'attività di direzione e coordinamento di società.

---

<sup>1</sup> E v., ad esempio, M. SPINI, *Vivendi ha il controllo di Tim. Così la Consob gela Bollorè*, in *La Stampa*, 14 settembre 2017; per convincersi della risonanza della vicenda occorre considerare che, essendo Tim un'impresa che detiene attivi strategici nel settore delle comunicazioni, la stessa è sottoposta ai poteri speciali di cui il Governo gode relativamente agli assetti proprietari e alle operazioni straordinarie, in base al d.l. 15 marzo 2012, n. 21 (convertito dalla legge 11 maggio 2012, n. 56), noto come decreto *golden power*. Si tratta, peraltro, di una disciplina tendenzialmente estranea al diritto societario (come sembra emergere dall'intervista di P. Pica a S. Cassese, «*Tim-Vivendi e il golden power? Attenzione ai nuovi nazionalismi*», in *Corriere della Sera*, 29 agosto 2017), ma non scevra di interferenze e di effetti rispetto all'applicazione di regole e principi contenuti nel codice civile e nel Testo Unico della Finanza (cfr., al riguardo, l'intervista di A. Olivieri a D.U. Santosuoso, «*Senza controllo non esiste direzione e coordinamento*», in *Il Sole 24 Ore*, 15 settembre 2017). Benché una trattazione di questa tematica esuli dall'oggetto del presente lavoro, vale la pena di ricordare come l'art. 2, comma 2, del predetto d.l. n. 21/2012 dispone l'obbligo di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, da parte di un'impresa che detenga uno o più attivi individuati ai sensi del comma 1, di qualsiasi delibera, atto od operazione che abbia per effetto modifiche della «titolarità», del «controllo» o della «disponibilità» degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione. Non si è mancato di notare come il termine «controllo» inserito nel contesto di una previsione normativa riguardante atti dispositivi di beni strategici sia piuttosto anodino; ciononostante proprio l'esercizio dei poteri speciali nel caso Vivendi/Tim pare dimostrare che dall'utilizzo del lemma in questione «il Governo abbia tratto il convincimento che, quanto meno al ricorrere di determinate condizioni, siano soggette ai poteri speciali tutte le operazioni di cessione del controllo su imprese infrastrutturali e di alta tecnologia (con ciò abrogando di fatto, e per interpretazione amministrativa, il comma 5 dell'art. 2 che limita invece espressamente il campo di intervento del Governo alle sole operazioni di acquisto del controllo ove l'acquirente sia *extra comunitario*)» (A. TRISCORNIA, *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 785). Merita segnalare, infatti, che con d.p.c.m. del 2 novembre 2017 la Presidenza del Consiglio ha imposto prescrizioni a Tim, ex art. 2, commi 2, 3 e 4, sul presupposto che «i cambiamenti intervenuti nella *governance* di Tim hanno determinato il controllo e la disponibilità in capo a Vivendi, anche alla luce della partecipazione, degli attivi strategici di Tim».

Un rilievo centrale ai fini della ricostruzione della vicenda in discorso riveste la Comunicazione della Consob n. 106341 del 13 settembre 2017<sup>2</sup>, inerente alla qualificazione di Vivendi come socio di controllo di Tim, i cui contenuti sono stati poi sostanzialmente ripresi e confermati dal giudice amministrativo di prime cure<sup>3</sup>, che ha respinto la richiesta di annullamento della Comunicazione stessa avanzata da Vivendi.

Non sembra superfluo ripercorrere in estrema sintesi la sequenza dei fatti posti a base della summenzionata Comunicazione, che appare articolata come segue. Dopo l'avvio di alcuni approfondimenti da parte del collegio sindacale di Tim circa la possibilità di qualificare Vivendi come socio di controllo di fatto nella medesima società ai sensi e per gli effetti degli artt. 2359 c.c. e 93 t.u.f., nonché della disciplina delle operazioni con parti correlate, e lo svolgimento ad opera della Consob di un'intensa attività istruttoria rispetto alle vicende riguardanti l'incremento della quota di partecipazione della stessa Vivendi in Tim a partire dal mese di giugno 2015, ha luogo l'assemblea del 4 maggio 2017 nella quale viene rinnovato il consiglio di amministrazione della predetta compagnia telefonica<sup>4</sup>. Dato che dieci consiglieri su quindici sono tratti dalla lista presentata da Vivendi ed i restanti cinque, tutti indipendenti, dalla lista presentata da un gruppo di SGR e di investitori internazionali, si realizza la condizione per la rivalutazione della posizione del socio francese preannunciata dalla Consob. Segue, fra l'altro, la delibera del consiglio di amministrazione di Tim contenente la presa d'atto dell'inizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di Vivendi, mentre non è affrontato da parte dello stesso c.d.a. il profilo concernente la sussistenza o meno del controllo in base al codice civile. A fronte di reiterate dichiarazioni di Vivendi di non considerarsi socio controllante e di una nota di contrario avviso emanata dal collegio sindacale di Tim in risposta ad una richiesta di informazioni ex art. 115, comma 1, t.u.f., la Consob delibera che, a seguito della suddetta assemblea del 4 maggio 2017, la medesima Vivendi esercita il controllo su Tim ai sensi degli artt. 2359, comma 1, n. 2, c.c. e 93 t.u.f., nonché, autonomamente, ai sensi del Regolamento sulle operazioni con parti correlate.

La predetta Comunicazione è poi annullata dal Consiglio di Stato<sup>5</sup> in riforma della succitata sentenza del Tar del Lazio, in quanto ritenuta espressione di un potere di regolazione con funzione dichiarativa esercitato in violazione del principio di legalità procedimentale, dal momento che la Consob non avrebbe rispettato le norme sulla consultazione pubblica e sulla partecipazione in modo da assicurare il rispetto del principio del contraddittorio con gli operatori economici interessati.

---

<sup>2</sup> Pubblicata in *Riv. soc.*, 2017, 1166 ss., con commento di P. MARCHETTI, *La comunicazione Consob del 13 settembre 2017 e il controllo di fatto*; sulla questione cfr., inoltre, V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull'occultamento del controllo c.d. di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2017, 34 ss.

<sup>3</sup> Tar Lazio, 17 aprile 2019, n. 4990.

<sup>4</sup> Cfr., per un resoconto dei fatti che hanno caratterizzato e accompagnato la succitata assemblea, A. OLIVIERI, «Vivendi alla conta dei voti per l'assemblea Telecom», in *Il Sole 24 Ore*, 3 maggio 2017; EAD., *Telecom*, «Vivendi alla prova dell'assemblea», *ivi*, 4 maggio 2017; EAD., *Telecom*, *Vivendi vince sui fondi. Il tema delle deleghe va al nuovo cda*, *ivi*, 5 maggio 2017.

<sup>5</sup> Cons. Stato, 14 dicembre 2020, n. 7972, reperibile in *pluris*; in *Giur. comm.*, 2022, II, 170, con nota di G. MOLLO, *Il caso Vivendi-Telecom: poteri di regolazione della Consob e funzione di accertamento della nozione di controllo societario*.

2. *La nozione di controllo nell'art. 2359 c.c.* – I temi sollevati dal caso sinteticamente illustrato nel paragrafo precedente si collegano al dibattito scientifico sulla nozione «codicistica» di controllo contenuta nell'art. 2359 c.c., la cui ricostruzione in termini generali appare opportuno premettere.

È utile ricordare come la disposizione sopra citata – nel testo risultante da diversi interventi legislativi, alcuni dei quali solleccitati dall'esigenza di adeguare il diritto interno a quello comunitario<sup>6</sup> – ricollega l'ipotesi del controllo interno alla disponibilità di una partecipazione pari «alla maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria» o astrattamente «sufficiente per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria» (art. 2359, comma 1, n. 2). Nel primo caso il controllo è detto di diritto, mentre nel secondo si parla di controllo di fatto o minoritario<sup>7</sup>.

Posto che ai fini della individuazione del soggetto controllante non è di per sé sufficiente la titolarità (o il possesso) di partecipazioni<sup>8</sup>, la dottrina si è interrogata sul ruolo

<sup>6</sup> Introdotta per la prima volta nell'originaria stesura dell'art. 2359 c.c., la nozione di società controllata è stata oggetto di modifica già ad opera dell'art. 6, legge 7 giugno 1974, n. 216, che vi ha affiancato quella di società collegata. Il testo della disposizione sopra menzionata è stato poi sostituito in occasione del recepimento della IV e della VII direttiva CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati (rispettivamente le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE), avvenuto con il d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127. La norma è rimasta testualmente invariata dopo la riforma organica delle società di capitali e cooperative del 2003, fatta eccezione per la sostituzione – nell'ultimo comma – della parola «borsa» con la locuzione «mercati regolamentati» ad opera del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310: cfr., per un commento sistematico delle più rilevanti modifiche subite dall'art. 2359 anteriormente alla riforma sopra citata, G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, 325 ss.; una puntuale ricognizione anche delle modifiche successive si legge in M. NOTAR[I-J. BERTONE], *sub art. 2359*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, *Azioni*, a cura di M. NOTARI, Milano, 2008, 665 ss., testo e note corrispondenti; nonché in G. MOLLO-D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della Finanza*, in *Quaderni giuridici della Consob*, n. 8, giugno 2015, 11 ss.

La nozione di «società controllate e società collegate» continua a collocarsi «funzionalmente» nel contesto euro-unitario, sebbene manchi nello stesso una definizione unitaria di diritto positivo, sullo sfondo in particolare del regime di tutela del capitale della società per azioni riguardante le operazioni sulle proprie azioni, apprestato nella sezione 4 del capo IV della direttiva di consolidamento (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario: cfr., su questi profili, M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate. Nozione*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, t. II, Milano, 2022, 1081 ss.

<sup>7</sup> Il n. 3 prevede poi la figura del controllo c.d. esterno o contrattuale, che si differenzia da quello interno per la circostanza che la situazione di potere nella quale si estrinseca l'influenza dominante non si basa su un rapporto di partecipazione in grado di incidere sul meccanismo ordinario di scelta degli amministratori, bensì su relazioni di natura contrattuale cui consegua una situazione di oggettiva soggezione per effetto della quale una società riesce a condizionare concretamente la gestione di altra società e il relativo indirizzo strategico: per una ricostruzione delle diverse posizioni in merito ai vincoli contrattuali suscettibili di configurare un controllo esterno e alle caratteristiche che l'influenza dominante deve presentare affinché sia configurabile una situazione di controllo esterno, cfr. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, 25 ss.; M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, 152 ss.

<sup>8</sup> Cfr., per tutti, G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, cit., 329, secondo cui l'elemento costitutivo della fattispecie del controllo interno tanto di diritto quanto di fatto coincide con la disponibilità di voti in assemblea in misura idonea a consentire l'esercizio di un'influenza dominante sulla stessa. È altresì da aggiungere che tale potere di influenza deve presentare carattere «positivo», sicché non assume rilievo alcuno il mero potere di impedire con il proprio voto contrario l'approvazione delle deliberazioni assembleari: cfr. [M. NOTARI]-J. BERTONE, *sub art. 2359*, cit., 672, dove opportuni riferimenti dottrinali. Vale la pena di ricordare come il riferimento alla disponibilità dei voti nell'assemblea ordinaria – anziché al dato formale della proprietà o del possesso delle azioni – si deve alla novella dell'art. 2359, attuata con il d.lgs. n. 127/1991, «con il risultato di ricomprendere, ai fini dell'accertamento della sussistenza del controllo, una serie di fattispecie di disponibilità del voto attribuito a soggetti terzi, cui si accompagna la perdita del diritto

rivestito dall'influenza dominante nella definizione «codicistica» del controllo. Le opinioni formatesi su questo tema spaziano dalla proposta di configurare il controllo in chiave «tipologica», per cui esso identifica il potere di determinare, con una certa stabilità ed all'interno delle strutture organizzative a tal fine previste, l'azione gestoria dell'impresa, potere coincidente – sul piano della tecnica giuridica – con la situazione di «influenza dominante o determinante»<sup>9</sup>, all'affermazione che ciò che rileva per sapere chi è controllante sono le reali posizioni di potere all'interno della società e, segnatamente, il potere di decidere come devono essere espressi la maggioranza dei voti esercitabili o i voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria<sup>10</sup>, sino a giungere alla tesi – sostenuta da un'analisi dello scopo della definizione «codicistica» e dei nuclei di disciplina ad essi riferiti – secondo cui vi è controllo quando l'influenza dominante si esplica sulla nomina e revoca della maggioranza degli amministratori<sup>11</sup>. Quel che sembra importante precisare è, per un verso, che l'influenza

---

di voto da parte del titolare della partecipazione», come avviene nel caso dell'usufruttuario o del creditore pignoratorio: M. MIOLA, *sub art. 93*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da G.F. CAMPOBASSO, t. 2, Torino, 2002, 708 ss., che aggiunge come nel concetto di disponibilità del voto debba essere ricompresa la disponibilità «indiretta», atteso che il comma 2 dell'art. 2359 (con norma parzialmente ripresa nell'art. 93 t.u.f., con la non insignificante differenza che in quest'ultima rilevano i «diritti» e non solo i voti) equipara il controllo diretto a quello che si realizza indirettamente attraverso i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta. Ed ancora, rientrerebbero nel concetto di disponibilità i voti spettanti in virtù di delega per l'esercizio del voto nell'assemblea ordinaria, pur con la (condivisibile) notazione che la suddetta disponibilità è idonea ad assumere rilevanza soprattutto nel caso in cui essa attribuisca il controllo di diritto. Ai fini, invece, del controllo di fatto, essendo le deleghe conferite necessariamente per singole assemblee, la disponibilità dei voti esercitabili ai fini dell'influenza dominante non presenterebbe quel carattere di *continuità* richiesto dall'esigenza di certezza delle situazioni giuridiche, dato che la stabilità della fonte generatrice del controllo medesimo potrebbe essere valutata solo *ex post* (sul punto, cfr. § 4, *infra*); diversamente orientato G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 10<sup>a</sup> ed., a cura di M. CAMPOBASSO, Milano, 2020, 287, secondo cui l'espressa esclusione, per la verifica della sussistenza del controllo azionario, dei «voti spettanti per conto terzi» impedisce di tenere conto ai fini in questione dei voti per delega. Non può seriamente dubitarsi del fatto che non siano da computare i voti spettanti ad un soggetto diverso dal titolare della partecipazione, ma che debbano essere esercitati nell'interesse di colui che è stato spogliato della partecipazione o nell'interesse di terzi, come è il caso del sequestro convenzionale, giudiziale o conservativo (M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 333).

<sup>9</sup> Cfr., per questa proposta ricostruttiva, M. LAMANDINI, *Il «controllo»*, cit., 53 ss., il quale muove dall'affermazione dell'inadeguatezza del metodo interpretativo «concettuale» nello studio del «microsistema» del controllo – data la pluralità degli usi normativi dello stesso sotto il profilo sia strutturale sia funzionale – e dell'opportunità di ragionare, invece, in termini di «tipo». Quest'ultimo presenta rispetto al concetto il vantaggio della «elasticità» degli elementi individuanti, dal momento che ad esso appartengono figure che – pur essendo accomunate dal tratto qualificante «di base» – si differenziano poi per una serie di specificazioni di contenuto crescente. Il metodo «tipologico» ben si presta, dunque, ad essere applicato al controllo, il cui aspetto caratterizzante risiede nella situazione di potere qualificata come influenza dominante (dall'art. 2359 c.c. e dalle sue derivazioni) o determinante (art. 7, legge 10 ottobre 1990, n. 287). Da qui la necessità di fare riferimento ad essa, sul piano interpretativo, ora per attribuire un significato alla nozione di controllo qualora non sia definita nemmeno *per relationem*, ora per chiarire, a livello sistematico, la portata e i contenuti delle nozioni di volta in volta previste dalle diverse discipline.

<sup>10</sup> G. SBISA, *Società controllate e società collegate*, cit., 328, che sottolinea la necessità di procedere ad un'indagine di fatto (peraltro non agevole) per tenere conto del reale potere di decisione nell'assemblea e prosegue osservando che il dominio in sede assembleare si può esercitare nelle due forme del controllo di diritto e di fatto; cfr., dopo la riforma organica del 2003, M. LAMANDINI, *sub art. 2359*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, t. 1, Milano, 2016, 749.

<sup>11</sup> M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 474 ss., in specie 479 ss., il quale – valorizzando il rilievo della definizione portata dall'art. 2359 essen-

dominante costituisce il fondamento anche della fattispecie del controllo di diritto<sup>12</sup>, pur non essendo espressamente richiamata nell'art. 2359, comma 1, n. 1; per l'altro, che la definizione in esame riguarda il potere in assemblea<sup>13</sup>. Invero, poiché quest'ultimo consente di nominare o revocare gli amministratori e, per il loro tramite, di influire indirettamente sull'indirizzo strategico e gestionale della società controllata, appare chiaro che il potere in assemblea è sintomatico di controllo e, conseguentemente, può essere considerato indice presuntivo di esso<sup>14</sup>.

---

zialmente ai fini della garanzia dell'integrità del capitale sociale e degli ordinari equilibri di potere all'interno dell'assemblea della controllante, valendo per l'informazione contabile definizioni speciali (artt. 26 e 27, d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127) – afferma che l'influenza dominante evocata nella disposizione in esame «debba intendersi in senso ristretto, come capacità non solo di impedire che siano assunte decisioni o compiute operazioni contrarie al proprio volere, ma anche di imporre il proprio punto di vista», in particolare nelle decisioni di acquisto e nella gestione delle azioni o quote della società controllante da parte della controllata. Poiché tali decisioni sono di competenza degli amministratori, il nucleo del controllo è da ravvisarsi nella capacità di piegare al proprio volere l'organo amministrativo attraverso i due strumenti richiamati nell'art. 2359: ovvero attraverso il voto nell'assemblea ordinaria laddove si disponga del potere di nominare e revocare tanti componenti dell'organo amministrativo quanti ne occorrono per decidere quali investimenti effettuare in partecipazioni, oppure mediante lo strumento contrattuale.

<sup>12</sup> Si tratta di un'acquisizione pressoché pacifica in dottrina: cfr., fra gli altri, M. LAMANDINI, *sub art. 2359*, cit., 749; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 479; M. NOTARI, *La nozione di «controllo»*, cit., 153; A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 2\*\*, Torino, 1999, 582.

<sup>13</sup> La dottrina prevalente riconduce, dunque, la nozione di controllo alla disponibilità di voti sufficienti a consentire di esercitare un condizionamento sulle deliberazioni dell'assemblea ordinaria, escludendo dal computo dei voti a tal fine rilevanti le azioni con voto limitato alle materie di competenza dell'assemblea straordinaria ex art. 2351, le azioni di risparmio e quelle prive del diritto di voto (G. SBISA, *Società controllate e società collegate*, cit., 333). Ciò non toglie che qualora la controllante abbia la disponibilità di diritti di voto in misura superiore alle percentuali previste per l'approvazione delle delibere in sede di assemblea straordinaria, essa potrà controllare anche quest'ultima e, di conseguenza, condizionare l'adozione delle relative delibere, senza però che tale più penetrante forma di influenza sia necessaria perché possa riscontrarsi il controllo e trovi applicazione la relativa disciplina (A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 584). È controverso se ai fini dell'accertamento della sussistenza in concreto del controllo di diritto si debba tenere conto delle eventuali clausole statutarie con cui si introducano per le assemblee ordinarie maggioranze più elevate di quelle richieste dall'art. 2368 c.c. Pare opportuno ricordare come alla soluzione senz'altro positiva, la quale – muovendo dal presupposto che fondamento anche del controllo di diritto «è sempre l'influenza dominante» – ritiene necessario che la maggioranza dei voti esprimibili nelle assemblee ordinarie sia sufficiente per assumere quelle deliberazioni in grado di attribuire siffatta influenza (M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 479, corsivo nell'originale), facciano riscontro una posizione «mediana» incline a riconoscere comunque rilevanza alle maggioranze qualificate ai fini del controllo interno di fatto (M. NOTARI, *La nozione di «controllo»*, cit., 340 ss.) ed una nettamente negativa, preoccupata di salvaguardare il dettato normativo evitando di passare «da una situazione che comporta l'autonoma attribuzione del controllo ad una che richiede la verifica dell'esistenza in concreto dei relativi presupposti» (M. MIOLA, *sub art. 93*, cit., 770).

<sup>14</sup> M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359 quinquies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 399; ID., *sub art. 2359*, cit., 750; [M. NOTARI-] J. BERTONE, *sub art. 2359*, cit., 668, per l'osservazione che la stretta interconnessione della nozione di controllo con la possibilità di condizionare le determinazioni dell'assemblea si comprende alla luce delle competenze attribuite a quest'organo nell'ambito del sistema tradizionale delle società per azioni (i.e. approvazione del bilancio, destinazione degli utili, nomina dei sindaci e, soprattutto, nomina e revoca degli amministratori) e dell'incidenza diretta o indiretta che le deliberazioni assunte nell'esercizio di tali competenze sono suscettibili di assumere sulla politica aziendale; G. MOLLO-D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della Finanza*, cit., 9, 17 ss., che evidenziano come l'operatività dell'art. 2359 c.c. non possa essere conclusa all'interno dei confini previsti in passato, ovvero la tutela dell'integrità del capitale sociale e del corretto funzionamento dell'assemblea della società controllata.

Uno sguardo al diritto comparato rivela un'oscillazione fra una nozione di controllo incentrata sul potere di esercitare un'influenza dominante, quale si riscontra nel diritto tedesco<sup>15</sup>, ed una definizione più analitica, in cui manca un richiamo espresso alla stessa influenza dominante, facendosi fondamentalmente riferimento – nelle diverse declinazioni che il controllo medesimo può assumere – alla capacità di esercitare un condizionamento sulle decisioni assunte nell'assemblea generale della società, come avviene nell'ordinamento francese. Con riferimento a quest'ultimo, merita un qualche spazio la definizione del controllo di fatto come la situazione in cui una società determina – appunto – in fatto, in virtù dei diritti di voto di cui essa dispone, le decisioni nelle assemblee generali di un'altra società (*article* L. 233-3 della *loi* del 1966, come modificato dalla *loi du 12 juillet 1985*); ad essa si affianca – per effetto della novella recata dalla *loi du 26 juillet 2005* – la distinta considerazione, sempre nell'ambito della definizione del controllo, dell'ipotesi in cui un socio o azionista dispone del potere di nominare o di revocare la maggioranza dei componenti degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza della società controllata<sup>16</sup>.

3. (Segue): *cenni sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*. – È appena il caso di aggiungere come nella stessa legislazione italiana esista una pluralità di definizioni di «controllo» di una società o di un'impresa<sup>17</sup>, con la conseguente difficoltà di

<sup>15</sup> Giova ricordare che il § 17 dell'*Aktiengesetz* qualifica come dipendente l'impresa soggetta all'influenza dominante di un'altra impresa. L'esistenza dell'influenza dominante è presunta, in ossequio al secondo comma della disposizione in esame, se ricorre una relazione di controllo maggioritario. Essa assume rilievo – sempre in base all'*Aktiengesetz* – ai fini della disciplina dei gruppi di società (cfr. la definizione di *Konzern* di cui al § 18 e le disposizioni in tema di società dipendenti di cui ai §§ 291-328) e delle partecipazioni reciproche (cfr. § 19). La nozione di influenza dominante ricorre altresì nella definizione di controllo rilevante ai fini degli obblighi di consolidamento, contenuta nel § 290 dell'*Handelsgesetzbuch*. Il secondo comma di questa disposizione chiarisce che l'influenza dominante di un'impresa su un'altra ricorre quando si disponga della maggioranza dei diritti di voto; del diritto di nominare la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione, direzione o sorveglianza e la controllante è socia della medesima società; del diritto di determinare la politica finanziaria o la gestione in ragione di un contratto di dominazione o di una clausola statutaria dell'impresa controllata (cfr., al riguardo, T.H. TRÖGER, *Corporate Groups*, in *SAFE Working Paper* No. 66, September 22, 2014, in specie 6 ss.; K.J. HOPT, *Groups of Companies A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, in *ECGI Law Working Paper* N° 286/2015, February 2015, 9 ss.).

<sup>16</sup> Vale la pena di aggiungere che, a mente del sopra citato *article* 233-3, il controllo di fatto si presume quando una società dispone, direttamente o indirettamente, di una percentuale dei diritti di voto superiore al 40% e non ci sia altro socio che detenga una percentuale maggiore.

<sup>17</sup> L'individuazione di «imprese», e non già solo di «società», quali termini passivi della situazione di controllo ricorre, fra l'altro, nell'art. 93 t.u.f., nel già citato d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 (il cui art. 26, in tema di individuazione dell'area di consolidamento obbligatorio, è stato assunto a modello della redazione dello stesso art. 93), nel diritto *antitrust*, nonché nelle regolazioni settoriali bancaria ed assicurativa (sul punto, cfr. ora M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto nelle società a partecipazione pubblica*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2020, 54). Benché non sia dato riscontrare significative manifestazioni di operatività delle discipline che impiegano il controllo quale nozione di relazione a realtà imprenditoriali non societarie, non si può escludere – in specie alla luce della derivazione comunitaria della fattispecie «imprese controllate» – la possibilità di applicare le discipline medesime a imprese soprattutto estere, prive della forma giuridica societaria (M. LAMANDINI, *sub art. 93*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI-G. GASPARRI, t. II, Torino, 2012, 1038; in senso adesivo, G. MOLLO-D. MONTESANTO, *Il controllo societario*, cit., 24, che – con specifico riferimento alla nozione di controllo nel Testo Unico della Finanza – osservano come l'aver individuato nell'«impresa» il soggetto passivo del rapporto di controllo permette di evitare, rispetto a

trattare unitariamente la fattispecie in esame<sup>18</sup>. Sebbene i limiti di questo scritto non consentano di soffermarsi con il dovuto dettaglio sulle delicate questioni interpretative suscitate dall'utilizzazione del concetto di controllo all'interno di diversi settori normativi, preme ricordare almeno le principali proposte ricostruttive avanzate in proposito.

Secondo una tesi che ha trovato ampia diffusione, vi sarebbe una corrispondenza fra le singole definizioni di controllo e le finalità e caratteristiche operative dei differenti interventi legislativi; sicché compito principale della definizione di controllo sarebbe quello di determinare la corrispondenza fra ciascuna definizione e le esigenze «tecniche» della specifica disciplina ad essa riferita<sup>19</sup>. In altri termini, la nozione in esame rappresenta uno *Zweckbegriff*, attesa la sua utilizzazione come strumento per delimitare la sfera di applicazione di diverse regole dettate in materia di impresa e società, «piegandone normalmente struttura e contenuto in relazione alle finalità perseguite»<sup>20</sup>.

Andando oltre nella prospettiva surriferita ci si è interrogati sulla possibilità di ricostruire una nozione unitaria di controllo all'interno di settori legislativi in qualche modo omogenei e «connessi». La stessa dottrina ha poi evidenziato come un elemento destinato a mettere in discussione l'idea che le diverse nozioni di controllo possano essere giustificate dalle distinte finalità perseguite dalle discipline che le utilizzano – non potendosi escludere, anzi, che le leggi speciali impieghino nozioni diverse per le medesime finalità – sia da ravvisare nel pressoché immancabile rinvio alla «nozione base di controllo» di cui all'art. 2359<sup>21</sup>. Ad essa si tende, infatti, a fare capo fino a quando non

---

soluzioni maggiormente restrittive, che si possa giungere a un minor grado di trasparenza dell'informativa societaria; in termini problematici, cfr. pure M. MIOLA, *sub art. 93*, cit., 768, incline comunque a riconoscere che oggetto di controllo interno, ai sensi dell'art. 93 t.u.f., potrà essere una società di persone, qualora gli assetti organizzativi predisposti siano tali da consentire l'esercizio di un'influenza dominante sulla stessa). Peraltro, sebbene il termine passivo del «controllo» può essere, in base alla disciplina euro-unitaria della quale la normativa italiana costituisce attuazione, ogni società di capitali di cui all'allegato II della già menzionata direttiva (UE) 2017/1132, deve usarsi «cautela» nell'applicare analogicamente le definizioni di controllo dettate per la s.p.a. alla s.r.l., atteso che il regime legale allestito per la seconda dalla riforma del diritto societario «consente opzioni statutarie che potrebbero in talune situazioni rendere insufficiente, ai fini della ricorrenza dell'influenza dominante, la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea» (M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate. Nozione*, cit., 1086 s.).

<sup>18</sup> Cfr., per un catalogo puntuale ed aggiornato delle numerose nozioni rinvenibili nella legislazione speciale, M.L. PASSADOR, *Appunti sull'Evoluzione della Nozione di Controllo Congiunto tra Province del Diritto Societario*, in *Bocconi Legal Papers*, 2019, 79 ss.; M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto nelle società a partecipazione pubblica*, cit., in specie 51 ss., il cui contributo merita apprezzamento per l'approfondito sforzo di ricostruzione sistematica dei rapporti fra la nozione generale di controllo e quelle speciali.

<sup>19</sup> Cfr., per tutti, P.G., JAEGER, *I «gruppi» tra diritto interno e prospettive comunitarie*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 916 ss.; ID., *Considerazioni parasistematiche sui controlli e sui gruppi*, *ivi*, 476 ss.; M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, cit., 214 ss.; L.A. BIANCHI, *Informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Milano, 1990, 215.

<sup>20</sup> M. LAMANDINI, *Il «controllo»*, cit., 6; V. DONATIVI, *Impresa e gruppo nella legge antitrust*, Milano, 1996, 112 ss.; L.A. BIANCHI, *Il «controllo» nella legge sull'editoria*, in *Dir. inf.*, 1986, 20.

<sup>21</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, 3 ss.; nonché M. LAMANDINI, *Il «controllo»*, cit., 17; ID., *sub art. 93*, cit., 1038. La disposizione codicistica – in quanto «costante punto di riferimento» cui le norme speciali rinviano (talora in modo esclusivo) sia implicitamente, richiamando le nozioni di società controllata e collegata senza ulteriori specificazioni, sia esplicitamente – non solo è «l'unica norma generale» relativamente alle fattispecie considerate, ma è anche elemento costitutivo e/o termine di confronto obbligato di qualsiasi configurazione dei rapporti di controllo, nonché parametro cui riferirsi per valutare se si possa parlare di controllo in senso tecnico rispetto alle nozioni rivenienti dalle leggi speciali (G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, cit., 327). A ben vede-



sia possibile ricavare, dallo specifico ambito normativo in cui sia utilizzata la definizione oggetto di ricostruzione, indici ermeneutici capaci di fornire indicazioni di segno (anche solo parzialmente) diverso – come tipicamente accade per quei contesti disciplinari in cui assumono rilevanza le ipotesi (alle quali si accennerà più avanti) del «controllo congiunto» o del «controllo plurimo congiunto» – oppure di imporne un'applicazione «parziale e selettiva»<sup>22</sup>: è il caso di ambiti normativi in cui non viene richiamata la fattispecie del controllo esterno, o contrattuale, di cui al n. 3 dell'art. 2359.

La notazione permette di sviluppare – sia pure solo con brevi cenni – un'ulteriore duplice riflessione, cui si correlano rilevanti questioni sistematiche ed applicative. Da una parte, merita ricordare come uno dei temi più delicati e controversi nell'interpretazione dell'art. 2359 c.c. consiste nello stabilire se, per integrare i presupposti del controllo previsti da questa disposizione, sia sufficiente anche la presenza di relazioni «aggregative» riconducibili alla già citata fattispecie del c.d. controllo congiunto, la quale ricorre quando più soggetti condividono una posizione di influenza dominante di cui nessuno disponga singolarmente, ma che siano in grado di esercitare insieme, vale a dire «congiuntamente»<sup>23</sup>.

L'analisi dei diversi sistemi disciplinari suggerisce la constatazione che la nozione di controllo congiunto si riscontra solo in una fase molto avanzata dell'utilizzo normativo della relazione di controllo<sup>24</sup> e rileva, fra l'altro, con riferimento a quelle fattispe-

---

re, non sembra distante da queste posizioni chi (M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 462 e 477), muovendo dalla scelta di metodo per cui «[l]o studio della nozione di controllo non può [...] prescindere da un confronto di ciascuna nozione particolare con quella generale», dato che «il senso dei concetti si precisa e si delucida soprattutto nel contrasto e nel rapporto con altri concetti», ritiene che si debba attribuire alla nozione di controllo espressa dall'art. 2359 c.c. una valenza «residuale» piuttosto che «generale in senso tecnico». Non mancano, peraltro, voci (G. FIGÀ-TALAMANCA, *Direzione e "proprietà transitiva" del controllo*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, II, 359) secondo cui la «centralità del ruolo dell'art. 2359 c.c.» può essere attenuata o addirittura eliminata dal proliferare di nozioni speciali di controllo.

<sup>22</sup> V. DONATIVI, *"Società a controllo pubblico" e società a partecipazione pubblica maggioritaria*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 758, nt. 22

<sup>23</sup> V. DONATIVI, *"Società a controllo pubblico"*, cit., 759; ID., *I "confini" del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 553 ss.; M. LAMANDINI, *Il "controllo"*, cit., 106, che, guardando alla fattispecie in esame dal lato del soggetto passivo della relazione di controllo, la identifica nell'«ipotesi in cui un'impresa (necessariamente collettiva) risulti dominata (per via interna o esterna o per concorso di entrambi i rapporti, partecipativi e non) non già da un solo soggetto, bensì da due o più, insieme tra loro»; V. CARIELLO, *"Controllo congiunto" e accordi parasociali*, Milano, 1997, 22, ad avviso del quale è corretto «riservare almeno in sede teorica, la qualificazione di controllo congiunto alle sole ipotesi in cui l'imputazione plurisoggettiva di un potere di influenza qualificata riguarda due o più soggetti tra loro giuridicamente ed economicamente indipendenti»; G. SBISA, *Società controllate e società collegate*, cit., in specie 357, secondo cui si tratta del controllo esercitato da una pluralità di soggetti, ai quali spetta l'esercizio congiunto di un'influenza dominante..

<sup>24</sup> Il lento ingresso del controllo congiunto nella legislazione speciale – avvenuto, attraverso formule normative spesso disomogenee e scarsamente coerenti, a partire dall'art. 2, legge 5 agosto 1981, n. 416, modificata dalla legge 25 febbraio 1987, n. 67 a seguito del caso Rizzoli-Corriere della Sera (Trib. Milano, 6 novembre 1986, in *Giur. comm.*, 1987, II, 413 ss., con nota di L.A. BIANCHI, *Il caso Rizzoli*) e proseguito con l'art. 26, legge 20 novembre 1990, n. 356 (poi rifluito nell'art. 23 t.u.b.) – lasciava comunque aperto l'interrogativo se l'attribuzione di poteri maggiori di quelli risultanti dal numero di azioni possedute, implicitamente riferita dalle norme in questione al controllo da sindacato, configurasse l'ipotesi dello stesso controllo congiunto, oppure (unicamente) quella del controllo solitario di fatto (ai sensi dell'art. 2359, co. 1, n. 2), conseguito da un soggetto attraverso la «leva» del patto di sindacato, dal medesimo «solitariamente egemonizzato» (M. LAMANDINI, *Appunti sulla nozione di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 229; ID., *Il "controllo"*, cit., 106 ss.). Al prolungato «silenzio» del legislatore si è accompagnato l'atteggiamento di disinteresse e di incertezza per lungo tempo mostrato dalla dottrina nei confronti della fattispe-

cie rispetto alle quali si pone l'esigenza di evitare elusioni di obblighi finalizzati alla trasparenza del mercato e alla tutela degli investitori<sup>25</sup>. Essa si pone come «una eccezione rispetto alla prevalente nozione di controllo che postula l'unicità del controllante: il dominio e *non* il condominio»<sup>26</sup>, atteso che non si possono ipotizzare situazioni di controllo congiunto basate direttamente sull'art. 2359 e quindi in grado di porsi quali altrettanto varianti dal punto di vista «soggettivo» delle ipotesi ivi previste.

A tacer d'altro, un capitolo importante della tendenza delle norme speciali ad attribuire rilevanza – anche in tempi recenti – al controllo congiunto è rappresentato dal contesto disciplinare delle società a partecipazione pubblica, al cui interno l'art. 2, lett. m), d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (d'ora in avanti: t.u.s.p.p.) identifica una *species* qualificata di imprese societarie in mano pubblica rappresentata dalle «società a controllo pubblico», sottoposte alla maggior parte delle regole che compongono il sistema nor-

---

cie in discorso: lo rileva, da ultimo, M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto*, cit., 62, testo e nt. 49, dove ampi riferimenti alla letteratura non solo italiana.

<sup>25</sup> Questa lettura [avanzata da S. PROVIDENTI, *Disposizioni generali sugli emittenti (Artt. 91-93)*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, a cura di L. LACAITA-V. NAPOLEONI, Milano, 1998, 93] è ripresa e precisata da V. CARIELLO, *Fondazioni bancarie e controllo congiunto (art. 6, comma 5-bis, d. legisl. 17 maggio 1999, n. 153)*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 880, nt. 6, il quale osserva – sul versante delle relazioni tra la nozione di controllo dettata dall'art. 93 t.u.f. e quella cui allude l'art. 122, comma 5, lett. d), dello stesso t.u.f., concernente l'applicazione di obblighi informativi ai «patti, in qualunque forma stipulati [...] aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante» su società per azioni quotate ovvero su quelle che le controllano – come l'asserita «gerarchia assiologica» fra le due norme si rivelerebbe «più nominalistica e programmatica che reale e operativa», dato che lo stesso t.u.f. avrebbe operato un ridimensionamento dell'utilità della nozione generale di cui all'art. 93. Conviene però ricordare che, secondo la lezione tradizionale e sistematicamente più equilibrata (cfr., per tutti, M. MIOLA, *sub art. 93*, cit., 776), con riferimento ai patti parasociali sopra ricordati il controllo congiunto rileva solo ai fini dell'applicazione della disciplina della trasparenza dettata dall'art. 122, e non dell'individuazione del rapporto di controllo, che in virtù dell'art. 93 resta vincolato al carattere «solitario» dello stesso.

Non valgono a mettere in discussione questa constatazione le ricadute sistematiche che vorrebbero farsi discendere, dopo la riforma organica del diritto societario del 2003, dall'art. 2341-*bis*, comma 1, c.c., là dove si ritiene particolarmente significativa l'espressa previsione dei patti parasociali che, «al fine di stabilizzare il governo delle società», «hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante», a testimonianza del fatto che tale influenza non sarebbe un concetto connotato da una aprioristica incompatibilità con la declinazione pluralistica del controllo (M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359-quinquies*, cit., 401 ss.; ID., *sub art. 2359*, cit., 751 ss.). A ciò si aggiungerebbero, fra gli altri, gli spunti offerti dalla fattispecie dell'attività di direzione e coordinamento prevista dagli artt. 2497 ss., declinabile anche nelle forme della «eterodirezione condivisa», ovvero basata su patti parasociali o contratti di coordinamento (V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2005, 34 ss.). Non si è mancato di notare, peraltro, come l'art. 2341-*bis* riconosca quale possibile (ma non esclusivo né necessario) oggetto del patto parasociale l'imputazione dell'influenza dominante in capo contemporaneamente a più soggetti, ma non consente di argomentare una generalizzata riconducibilità del controllo congiunto entro l'alveo delineato dall'art. 2359. Sotto altro aspetto, qualora ci si sforzasse di ricostruire, in assenza di alcun esplicito riferimento al controllo congiunto negli artt. 2497 ss., un esercizio «congiunto» dell'attività di direzione e coordinamento, si tratterebbe di ricavarne i tratti partendo da una fattispecie (appunto l'attività di direzione e coordinamento) che – come ritiene la dottrina maggioritaria e come si avrà modo di illustrare più avanti – occorre tenere «*ben distinta*» dalla nozione di controllo (cfr. M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto*, cit., 114 ss., corsivi nell'originale).

<sup>26</sup> E v., in questi termini, P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo*, cit., 12, corsivo nell'originale; propendono ugualmente per il riconoscimento del carattere solitario del controllo G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, cit., 350 ss.; R. COSTI, *I sindacati di voto nella legislazione più recente*, in *Giur. comm.*, 1992, I, specialmente 29 ss.; ID., *I sindacati di blocco e di voto nella legge sull'OPA*, in *Banca borsa tit. credito*, 1992, I, 472 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 487 ss.; V. DONATIVI, *Impresa e gruppo nella legge antitrust*, cit., 176 s.; L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, 92 ss.

mativo in esame<sup>27</sup>. Le incertezze interpretative manifestate sin dall'entrata del t.u.s.p.p. scaturiscono dalla circostanza che l'enunciato definitorio testé richiamato è costituito attraverso la tecnica poco elegante (ma alla quale, come si è avuto modo di evidenziare, il legislatore fa spesso ricorso) della catena di rinvii: la lett. *m*) richiama la lett. *b*) del medesimo art. 2, la quale a sua volta contempla due sub-fattispecie di cui la prima è delineata mediante il rinvio all'art. 2359 c.c., mentre la seconda ricorre «quando, in applicazione di norme di legge o statutarie o di patti parasociali, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all'attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo».

La disposizione appare conforme ai principi contabili internazionali e, in particolare, alla definizione accolta nei principi IFRS 11 e IAS 28 e 31, dai quali può trarsi una «chiave sistematica» per ricostruire la nozione di controllo rilevante ai fini della lett. *b*) dell'art. 2 sopra citato: ciò che conta è che sia ravvisabile una posizione di potere individuale in capo a singole parti dell'accordo, concretizzantesi nella possibilità di porre un veto all'adozione delle decisioni rilevanti e tale da potere essere qualificata e identificata come «*influenza determinante*»<sup>28</sup>. Da qui la proposta di intendere il rinvio all'art. 2359 c.c. come comprensivo anche delle fattispecie in cui più soci pubblici esercitano, sia pure collettivamente, un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria<sup>29</sup>, ferme restando le perplessità di estrapolare dalla normativa settoriale in tema di società pubbliche un «concetto» di controllo congiunto dotato di portata generale e «trasversale»<sup>30</sup>, capace perciò di integrare la stessa disciplina societaria di diritto comune.

D'altra parte, un rinvio limitato solo ad alcune delle fattispecie di controllo contemplate dall'art. 2359 c.c., cui si affianca l'introduzione di ulteriori ipotesi non espressamente previste da quest'ultima disposizione, è operato nella norma dell'art. 93 t.u.f., direttamente rilevante nella vicenda che ha sollecitato il presente lavoro, in quanto è destinata a trovare applicazione agli istituti previsti nella Parte IV dello stesso t.u.f., contenente la disciplina degli emittenti<sup>31</sup>. Questa norma, mentre non richiama la fatti-

<sup>27</sup> Cfr., al riguardo, F. MASSA FELSANI, *Partecipazioni pubbliche e "tipi sociali"*, in R. GAROFOLI-A. ZOPPINI, *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, Molfetta, 2018, 189 ss., per la dimostrazione che le società a controllo pubblico, pur essendo soggette alle regole speciali quantitativamente più consistenti e sostanzialmente più significative, non costituiscono una «tipologia» diversa rispetto alle fattispecie codicistiche della società per azioni e della società a responsabilità limitata, che rappresentano i tipi societari di riferimento a norma dell'art. 3 t.u.s.p.p..

<sup>28</sup> V. DONATIVI, *Sulla nozione di società a controllo pubblico*, cit., 38 ss., corsivo nell'originale, dove la precisazione che con l'espressione «influenza determinante» s'intende porre l'accento sulla circostanza che la volontà del socio, pur non potendo imporsi da sola sulla volontà degli altri soci, sarebbe tuttavia decisiva (ossia determinante) ai fini dell'adozione di date decisioni; sul tema cfr. pure diffusamente M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto*, in specie 94 ss., 132 ss.

<sup>29</sup> V. DONATIVI, *op. ult. cit.*, 52 ss.

<sup>30</sup> Arriva a negare tale approccio ricostruttivo, all'esito di un'ampia dimostrazione, M. BIANCHINI, *Il concetto di controllo congiunto*, cit., 120 ss. Propendono per una lettura estensiva della norma dell'art. 2, lett. *b*), t.u.s.p.p., in specie della seconda parte, F. GUERRERA, *Considerazioni in tema di controllo pubblico, controllo congiunto e controllo analogo nella disciplina del TUSP*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2018, 519 ss.; F. CUCCU-F. MASSA FELSANI, *sub art. 2-La nozione di controllo*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 82 ss.

<sup>31</sup> Che si debba avere riguardo alla nozione di controllo contenuta nell'art. 93 t.u.f. ai fini, ad esempio, dell'applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, dovendosi escludere che la Consob possa stabilire a questo scopo una nozione di controllo apposita, è sostenuto da G. MEO, *Le società*

specie del controllo contrattuale di cui al n. 3 dell'art. 2359, menziona – al comma 1, lett. a) e b) – rispettivamente l'ipotesi del soggetto che in virtù di un contratto o di una clausola statutaria ha il diritto di esercitare un'influenza dominante su imprese italiane o estere e quella del «socio che, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria».

Non è certo il caso di cimentarsi in questa sede nell'analisi, in prospettiva sistematica e poi con riferimento ai margini operativi delineati dall'ordinamento positivo, delle fattispecie riconducibili alle lett. a) e b) dell'art. 93 appena citato. Basta ricordare che, secondo l'opinione prevalente, i contratti cui si riferisce la lett. a) sono i c.d. contratti di dominio, là dove «la legge applicabile ai rapporti con una impresa figlia estera consenta la stipulazione» di tali contratti<sup>32</sup>. All'espressione «accordi» di cui alla lett. b) dovrebbero ricondursi i patti parasociali e ogni altro accordo o clausola statutaria in grado di attribuire ad un socio la disponibilità dei diritti di voto in misura sufficiente ad esercitare l'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Con precipuo riferimento ai patti parasociali, la norma parrebbe riferirsi unicamente ai sindacati di voto a maggioranza, mentre si esclude che siano idonei ad attribuire l'influenza dominante quelli all'unanimità, i quali finiscono per depotenziare le posizioni di coloro che rappresentano la maggioranza all'interno del sindacato<sup>33</sup>. A conclusioni diverse potrebbe giungersi solo qualora si riconoscesse la qualità di controllante in capo a ciascun partecipante al patto, accogliendo un'impostazione favorevole a ricomprendere nella nozione di controllo dell'art. 93 t.u.f. il controllo plurimo congiunto<sup>34</sup>, ma ipotizzando nel contempo una non condivisibile divaricazione di fattispecie rispetto alla norma codicistica.

4. *Il controllo interno di fatto e le difficoltà di accertarne la ricorrenza in concreto.* – Le considerazioni svolte nel paragrafo precedente confermano la centralità sistematica della nozione tradizionale di controllo di cui all'art. 2359 c.c., nonostante la formulazione di letture «revisioniste»<sup>35</sup> della stessa e l'affiancamento di norme definitorie speciali variamente costruite ed articolate per lo più nel contesto di discipline settoriali.

Sullo sfondo della necessità che anche il controllo congiunto (là dove espressamente contemplato<sup>36</sup>) sia caratterizzato da una stabile e consapevole co-determinazione delle decisioni strategiche dell'impresa societaria, si comprende la difficoltà di distinguere in concreto quest'ultima situazione da quelle di «non controllo»<sup>37</sup> o di controllo

---

*di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. BESSONE, XVII, Torino, 2002, 7 s.

<sup>32</sup> Cfr. la relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 126/1991, sul cui art. 26 (come si è già avuto modo di chiarire) è modellata la nozione di controllo contenuta nel t.u.f.

<sup>33</sup> Cfr., per limitarsi a una sola indicazione sul punto, M. MIOLA, *sub art. 93*, cit., 776.

<sup>34</sup> Come ritengono M. LAMANDINI, *Il "controllo"*, cit., 131 ss.; V. CARIELLO, *"Controllo congiunto"*, cit., 191 ss.

<sup>35</sup> L'espressione è usata da V. DONATIVI, *Sulla nozione di società a controllo pubblico*, cit., 51.

<sup>36</sup> Per alcuni essenziali riferimenti normativi, v. M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto*, cit., 121 s.

<sup>37</sup> Una situazione di coordinamento stabile e consapevole consente, infatti, di distinguere il controllo congiunto da una situazione di «non controllo», quale ricorre là dove la partecipazione di più soggetti alla definizione delle scelte gestionali della società discende non dalla stabile posizione di controllo dei medesimi, ma piuttosto dallo spontaneo e variabile aggregarsi degli interessi e dei relativi voti di volta in volta

di fatto solitario<sup>38</sup>. Come si è anticipato, la fattispecie del controllo di fatto – la cui ricorrenza è tutt'altro che agevole da accertare<sup>39</sup>, come chiaramente evidenziato dal caso *Vivendi/Tim* – si basa sulla possibilità (astratta ma comunque stabile) di esercitare un'influenza dominante sulla società partecipata mediante l'esercizio del diritto di voto; tuttavia, mentre nel caso in cui sussiste la disponibilità della maggioranza dei voti in assemblea l'influenza dominante si presume *ex art.* 2359, comma 1, n. 1, nell'ipotesi di cui al n. 2 del medesimo articolo quest'ultima rappresenta un elemento «costitutivo» del controllo, dovendosi accertare che la partecipazione azionaria posseduta, di per sé inferiore alla metà del capitale sociale, possa in concreto consentire al socio di svolgere un ruolo determinante nella formazione della volontà assembleare<sup>40</sup>. Come si dirà fra breve, assumono rilievo decisivo circostanze in grado di consentire al soggetto che disponga della partecipazione di maggioranza relativa di esercitare con carattere di *continuità* un'influenza dominante<sup>41</sup>.

A livello generale si osserva, peraltro, che la definizione di controllo prevista dai nn. 1-3 del più volte richiamato art. 2359 sia da considerare imperativa<sup>42</sup>. Ne consegue che il soggetto partecipante potrebbe sì fornire la prova che i suoi voti non sono determinanti, in concreto, ai fini dell'adozione delle deliberazioni assembleari, purché si abbia riguardo esclusivamente ai rapporti di forza in sede di assemblea ordinaria e ai voti in essa esercitabili<sup>43</sup>.

---

nelle opportune sedi sociali, in conformità alle regole legali di ripartizione dei poteri entro le strutture societarie, per cui manca «un ristretto ed esclusivo centro di potere» dal quale promanano su base stabile «gli impulsi direttivi e decisionali sull'attività dell'ente» (così M. LAMANDINI, *Il "controllo"*, cit., 107, in specie nt. 2); cfr. pure ID., *sub art.* 2359-2359-*quinquies*, cit., 404 s.; V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'esercizio congiunto*, cit., 13 ss.; ID., *"Controllo congiunto"*, cit., 163 ss.; V. DONATIVI, *"Società a controllo pubblico"*, cit., 761; ID., *Sulla nozione di società a controllo pubblico*, cit., 59 s.).

<sup>38</sup> Non si può escludere che il controllo, sia pure solitario, possa essere «temperato» (M. LAMANDINI, *Il "controllo"*, cit., 106), come accade, ad esempio, quando un soggetto – in presenza di accordi con altri soci o di «catene di comando» o, ancora, nei casi di dissociazione temporanea della titolarità delle partecipazioni rilevanti rispetto alla disponibilità dei diritti di voto ad esse inerenti (si pensi nuovamente al pegno e all'usufrutto di azioni) – sia comunque capace di imporre la propria volontà nella società: cfr. [M. NOTARI-J. BERTONE, *sub art.* 2359, cit., 682, dove la precisazione che il controllo interno (normalmente di fatto) congiunto presuppone invece l'«assenza di un soggetto in grado di dominare da solo l'assemblea ordinaria della società controllata» e richiede che l'influenza dominante sia «il risultato del coordinamento dell'esercizio di voto riferito a singole partecipazioni, nessuna delle quali idonea a consentire la prevalenza di un socio rispetto agli altri»]; analogamente G. SBISA, *Società controllate e società collegate*, cit., 359; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 488.

<sup>39</sup> La difficoltà è consapevolmente avvertita da G. MEO, *Le società di capitali*, cit., 8, il quale rileva come l'esercizio di un'influenza dominante in forza del numero di azioni possedute, non diversamente dal controllo tramite accordi di voto con altri soci *ex art.* 93, comma 1, lett. b), «rappresentano situazioni fattuali, da accertare in concreto sulla base di indici rivelatori nient'affatto univoci, mutevoli caso per caso a seconda delle caratteristiche dell'assetto proprietario e delle dinamiche dell'esercizio dei poteri connessi alla partecipazione propria della specifica società interessata».

<sup>40</sup> A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 582, nt. 2.

<sup>41</sup> Cfr., in termini netti, M. MIOLA, *sub art.* 93, cit., 769, ad avviso del quale il carattere di continuità dell'esercizio dell'influenza dominante grazie alla disponibilità dei voti in assemblea è richiesto dal principio di certezza delle situazioni giuridiche.

<sup>42</sup> M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate. Nozione*, cit., 1089, che richiama – a dimostrazione della sussistenza di divergenze interpretative sul tema – Cass., sez. II, 3 maggio 2017, n. 10726, dove una lettura nel senso del riconoscimento del carattere imperativo e della natura di presunzione assoluta della norma di cui all'art. 2359, comma 1, n. 1.

<sup>43</sup> M. LAMANDINI, *sub art.* 2359, cit., 746 s., il quale esclude la possibilità che il socio titolare della maggioranza solo relativa del capitale ordinario possa negare la propria qualità di società controllante lad-

Sempre in prospettiva generale, la dottrina pone in evidenza una serie di elementi sia di fatto (ad esempio, il frazionamento del capitale sociale e l'assenteismo dei soci) sia di diritto (in particolare, la stipulazione di patti parasociali) idonei a «potenziare» una partecipazione di maggioranza relativa<sup>44</sup>. La stessa Consob, nella Comunicazione prima citata, si colloca sulla scia di siffatti orientamenti ritenendo che l'indagine in ordine alla sussistenza di una situazione di controllo di fatto non possa essere limitata alla semplice verifica dei voti formalmente detenuti dal socio di maggioranza relativa in una data assemblea, ma debba tenere conto di un complesso di fattori, quali la composizione dell'azionariato e l'andamento dei voti espressi nelle assemblee più significative, nonché i meccanismi di funzionamento dell'assemblea in grado di garantire – secondo un giudizio di prevedibilità *ex ante* improntato ad un canone di ragionevole certezza – la prevalenza di un determinato soggetto, sebbene esso non disponga della maggioranza assoluta dei diritti di voto presenti in assemblea<sup>45</sup>.

Il problema della determinazione della ricorrenza o meno del controllo di fatto era stato, del resto, già affrontato dalla Consob<sup>46</sup> in relazione agli obblighi di consolidamento dei conti ed aveva condotto quest'ultima a fissare alcuni punti fermi, quali la necessità che non si tratti di una situazione contingente, ma di una «situazione giuridica relativamente stabile», da accertarsi attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della società per un arco di tempo ragionevolmente significativo. Che ci si trovi al cospetto di un tema fra i più controversi è dimostrato, del resto, dalla varietà di posizioni riscontrabili al riguardo in dottrina, dato che all'opinione di coloro che considerano sufficiente ad integrare la fattispecie del controllo la semplice idoneità della partecipazione detenuta a consentire l'esercizio di un'influenza dominante<sup>47</sup> si contrappone quella secondo cui ai fini dell'operatività degli obblighi derivanti dalla situazione di controllo occorre che l'influenza dominante resa possibile dalla partecipazione azionaria sia stata effettivamente esercitata<sup>48</sup>. In verità, mentre entrambe le tesi ricostruttive non paiono potersi considerare pienamente convincenti, merita nuovamente adesione la posizione intermedia incline a ritenere che, se pure il possesso di una partecipazione idonea a consentire l'esercizio di un'influenza dominante basterebbe di per sé a configurare il controllo di fatto ai fini dell'applicazione della relativa disciplina, al preteso controllante va concessa la prova di non avere in concreto esercitato l'influenza astrattamente possibile, sottraendosi così all'operatività degli obblighi ad essa correlati<sup>49</sup>.

---

dove ricorra il controllo esterno di altri, atteso che l'art. 2359, comma 1, n. 2, non sembra «attribuire in sé alcun rilievo all'eventuale interferenza tra controllo interno ed esterno».

<sup>44</sup> Cfr., sul tema, M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, cit., 347 ss.; nonché [M. NOTARI]-J. BERTONE, *sub art. 2359*, cit., 675 ss.

<sup>45</sup> A questa impostazione aveva sostanzialmente aderito Tar Lazio, 17 aprile 2019, n. 4990, cit., affermando che la stabilità del controllo possa sussistere quando ricorrono situazioni di fatto in presenza delle quali la prevalenza è assicurata sempre e comunque (ovvero in modo esclusivo e unilaterale) secondo una valutazione prognostica *ex ante* conforme al criterio di ragionevole certezza.

<sup>46</sup> Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003.

<sup>47</sup> G. OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 7\*, Torino, 1994, 670.

<sup>48</sup> A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate*, cit., 582, in specie nt. 2.

<sup>49</sup> M. LAMANDINI, *Qualche spunto esegetico sulla nozione di «controllo» ai fini del consolidamento integrale*, in *Riv. soc.*, 1996, 1461; aspetti di consonanza con questa posizione possono cogliersi in S. SERA-

D'altro canto, è difficilmente controvertibile la constatazione della diversità di implicazioni e di incertezze interpretative che si pongono in riferimento alla disciplina del consolidamento dei bilanci e all'applicazione della disciplina che ha come antecedente la nozione di controllo di fatto desumibile dagli artt. 2359 c.c. e 93 t.u.f.

Gli è che, qualora si ritenga plausibile svincolare la nozione di controllo dagli obiettivi di tutela del capitale sociale e del corretto funzionamento dell'assemblea della società controllata e si accolga la tesi secondo la quale l'influenza dominante si manifesta essenzialmente nel potere di nomina e/o revoca della maggioranza degli amministratori, essendo quest'ultimo lo strumento mediante il quale un socio è in grado di influenzare le decisioni dell'organo di amministrazione riguardanti le scelte gestorie della società<sup>50</sup>, diviene decisivo ai fini del ricorrenza della fattispecie in esame non solo l'aver nominato la maggioranza dei componenti dello stesso organo amministrativo, ma anche verificare se costoro siano in grado di determinare da soli la gestione della società<sup>51</sup>.

5. *Rapporti fra controllo di fatto e attività di direzione e coordinamento di società.* – È giunto il momento di ribadire che il tratto unificante delle varie nozioni di controllo recate dagli artt. 2359 c.c. e 93 t.u.f. risiede nel potere di influenza dominante sulla società controllata, il quale rileva nelle ipotesi di controllo interno già come semplice possibilità di influire in modo determinate sulla nomina in assemblea dell'organo amministrativo. Peraltro, in forza di quanto previsto dall'art. 2497-sexies c.c., tale potere non coincide con la «direzione unitaria» o la «direzione e coordinamento»; quest'ultima, se pure si concretizza perlopiù in presenza di una situazione di controllo<sup>52</sup>, non ne presuppone necessariamente la sussistenza<sup>53</sup>. E infatti, secondo l'opinione dottrinale prevalente<sup>54</sup>, mentre il controllo trova la propria manifestazione nell'esercizio dei pote-

---

FINI, *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, II, 39 s.

<sup>50</sup> Si nota (L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 429) come la facoltà di nominare, nell'esercizio dell'influenza dominante nell'assemblea della controllata, gli amministratori di quest'ultima rappresenti l'unica possibilità, seppur indiretta, del socio di mero controllo di «gestire» la società di cui detiene la maggioranza delle partecipazioni (corsivo nell'originale).

<sup>51</sup> Cfr., per questo percorso argomentativo, G. MOLLO-D. MONTESANTO, *Il controllo societario*, cit., 36 s.; nonché § 2, *supra*.

<sup>52</sup> Situazione che, peraltro, può concretizzarsi come controllo tanto diretto quanto indiretto, realizzandosi nel secondo caso il c.d. «effetto telescopio»: cfr. F. GALGANOG. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano, sub art. 2497-sexies*, Bologna, 2014, 328.

<sup>53</sup> Cfr., in questo senso, G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano, sub art. 2497*, cit., 18 s.; non manca di riconoscersi, peraltro, come pur essendo astrattamente possibile la direzione unitaria senza alcun legame di controllo, si tratta di un'eventualità non frequente nella pratica; d'altronde, se non fosse possibile esercitare ingerenza nella gestione altrui in assenza di una relazione di controllo, perderebbe gran parte del suo significato il dettato testuale dell'art. 2497-septies c.c., che, come è noto, consente l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento fondata su un «contratto» con le società eterodirette o su «clausole dei loro statuti» (cfr. L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, cit., 422).

<sup>54</sup> Per ricostruire i termini del dibattito sul rapporto intercorrente fra le due nozioni, cfr., prima della riforma del 2003, A. CERRAI, *I gruppi di imprese nell'esperienza giuridica europea*, in *Riv. soc.*, 1995, 389 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate. I gruppi*, cit., 600; dopo la riforma cfr., in luogo di molti, ID., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 773 ss.; P. MONTALENTI, *Direzio-*

ri istituzionalmente attribuiti ai soci – tra i quali rilievo primario riveste (come si è visto) il diritto di voto in assemblea – la direzione unitaria, indispensabile ai fini della configurazione di un gruppo di società, richiede un *quid pluris*, sicché sia assicurata l'unità degli indirizzi gestionali delle diverse entità aggregate<sup>55</sup> e divenga effettiva un'influenza dominante che, altrimenti, rimarrebbe su un piano soltanto potenziale<sup>56</sup>. Tale elemento ulteriore consiste nell'effettivo e concreto esercizio di un potere<sup>57</sup> di ingerenza della *holding* nelle scelte imprenditoriali della controllata<sup>58</sup>, con una conseguente compressione, ancorché non una spoliazione, delle funzioni gestorie dell'organo amministrativo della società «figlia»<sup>59</sup>. Non può seriamente dubitarsi, peraltro, che af-

---

*ne e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, ivi, 2007, 320 ss.; L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, cit., 429 ss.; M. LAMANDINI, *sub art. 2359*, cit., 743 ss.; ID., *Società controllate e collegate. Nozione*, cit., 1096 ss.

<sup>55</sup> Cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate. I gruppi*, cit., 600; conformemente, B. LIBONATI, *I gruppi e i sistemi d'impresa*, già in *Pubblico e Privato*, Secondo rapporto CER-CENSIS sull'Economia Italiana, Milano, 1987, e ora in *Scritti Giuridici*, vol. I, Milano, 2013, 724 – da cui si cita – il quale sottolinea come, a seconda dei casi, la direzione unitaria possa essere più o meno integrata.

<sup>56</sup> In questo senso, Cass., sez. I, 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Giur. comm.*, 1991, II, 3, 380; in dottrina, U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi d'impresa*, Milano, 2018, 18; in termini sostanzialmente conformi, cfr. anche F. GUERRERA, «*Compiti e responsabilità del socio di controllo*», in *Riv. dir. soc.*, 3/2009, 509.

<sup>57</sup> G. GUIZZI, voce «*Direzione e Coordinamento di società*», in *Diritto commerciale*, a cura di N. ABRIANI, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. IRTI, Milano, 2011, 350, il quale definisce la situazione di potere sintetizzata con la locuzione di «*direzione e coordinamento*» quale manifestazione tipica, ma, allo stesso tempo, peculiare dell'impresa.

<sup>58</sup> Secondo F. GALGANO-G. SBISA, *Direzione e coordinamento di società*, *sub art. 2497*, cit., 106, qualora la direzione unitaria non comportasse un'influenza sulle scelte delle società coordinate e dirette mancherebbero i presupposti per l'applicazione degli artt. 2497 ss. c.c.; nel medesimo senso, C. AMATUCCI, voce «*Società (gruppi di)*», in *Enc. dir. Annali*, Milano, 2017, 945; cfr. però M. BUSOLETTI-E. LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 87, che distinguono fra la direzione unitaria «*statica*» – da ritenersi comunque diversa dal controllo in sé – che determina un mero stato di soggezione dell'organo amministrativo della compagine eterodiretta rispetto alla capogruppo, e quella «*dinamica*», la cui espressione più emblematica sarebbe rappresentata dall'art. 2497 c.c., nella quale la *holding* influenza le decisioni della controllata, approfittando dello stato di subordinazione di quest'ultima; in giurisprudenza, sottolinea la necessità di un'influenza attiva esercitata dalla capogruppo sulla vita della controllata, Trib. Milano, 23 aprile 2008, in *Società*, 2009, 1, 85.

<sup>59</sup> Il tema involge, da una parte, l'interpretazione del principio di esclusività della competenza gestoria degli amministratori posto dall'art. 2380-bis c.c., dall'altra, l'individuazione di condizioni e limiti della vincolatività sul piano giuridico delle direttive impartite dalla capogruppo agli amministratori delle società eterodirette. Non si è mancato di evidenziare al riguardo (cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. CICU-F. MESSINEO-L. MENGONI, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2012, 367 s., nonché 380 ss.) che in una dinamica di gruppo assume rilevanza quella dissociazione concettuale – interna all'ambito dell'attività gestoria – tra la funzione di «programmazione e indirizzo», la quale risulterebbe affidata agli amministratori della società dirigente, e quella di «amministrazione in senso stretto», prettamente esecutiva ed attribuita all'organo gestorio della compagine eterodiretta: in capo a quest'ultimo – cui, in mancanza di deroghe al dettato dell'art. 2380-bis c.c., spettano l'esclusiva gestione della società soggetta a direzione e coordinamento e l'assunzione formale delle decisioni ad essa riconducibili – permane, quindi, la responsabilità per gli atti compiuti. Si nota peraltro (P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., 334) che il principio di esclusività della competenza gestoria di cui all'art. 2380-bis c.c. – da interpretarsi come nozione «relativa» e non «assoluta» – deve essere letto, nell'ambito del fenomeno in esame, in termini complessivi e consente il rispetto delle indicazioni – quando legittime – fornite dalla capogruppo; concorda sulla natura relativa del principio di esclusività della gestione F. GUERRERA, «*Compiti e responsabilità del socio di controllo*», cit., 507; ritiene che la riforma del 2003 abbia introdotto nel nostro ordinamento regole «idonee probabilmente a disegnare uno statuto differenziato della società di gruppo (in quanto tipologicamente diversa dalla società indipendente)», G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la rifor-*



finché possa trovare applicazione la disciplina allestita dagli artt. 2497 ss. c.c. per assicurare un equilibrato temperamento dei differenti interessi ritenuti giuridicamente rilevanti nell'ambito dell'aggregazione imprenditoriale<sup>60</sup>, sarà necessario accertare, in fatto, che la direzione da parte dell'ente qualificato come *holding* si caratterizzi quale attività continuativa, che non si esaurisce nel compimento di un singolo atto né si limita all'esercizio dell'influenza dominante attraverso la disponibilità dei voti in assemblea<sup>61</sup>. Proprio la circostanza che non si tratti di un'attività occasionale e sporadica, caratterizzata da singoli atti mediante i quali si esplicano le prerogative connesse all'esercizio del controllo azionario, dimostra, anzi, la connotazione «organizzativa» della direzione e coordinamento<sup>62</sup>, da valutarsi secondo una visuale analoga a quella adottata con riferimento all'attività d'impresa<sup>63</sup>.

---

*ma del 2003*, in EAD. (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, 200, corsivi nell'originale, sul presupposto – fra l'altro – che gli amministratori della società controllata si liberano da responsabilità adempiendo all'obbligo di trasparenza loro imposto dall'art. 2497-ter, senza dover asseverare la congruenza delle direttive della capogruppo con l'interesse della società da essi amministrata.

Una distinta posizione, ancorché non del tutto antitetica, è manifestata da F. GALGANO-G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società*, sub art. 2497, cit., 118 ss., dove si sottolinea che, pur non potendosi escludere che gli amministratori della società eterodiretta debbano tenere conto delle indicazioni della *holding* volte a dirigere il gruppo nella sua interezza, il loro compito rimane quello di perseguire l'interesse proprio della società che sono chiamati a gestire, dovendo rifiutare di compiere operazioni non conformi a tale interesse o, comunque, pregiudizievoli per l'integrità del patrimonio sociale; in termini adesivi cfr. R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, 5, 541; sull'assenza di deroghe all'art. 2380-bis c.c. anche all'interno del gruppo, cfr. R. SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Torino, 2007, 810 ss.; per la negazione dell'esistenza di un vero e proprio *Weisungsrecht* in capo al soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento, cfr. N. RONDINONE, *Gruppi di società. Direzione e coordinamento*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, cit., t. III, 1379 s.

<sup>60</sup> Esigenza che veniva già posta in risalto nella legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, il cui art. 10, comma 1, lett. a), indicava, tra i criteri direttivi della riforma del diritto societario, il principio di «adeguato temperamento dell'interesse di gruppo, di quello delle società controllate e dei loro soci di minoranza».

<sup>61</sup> Sull'insufficienza del condizionamento di un singolo atto gestionale ai fini della configurabilità della direzione e coordinamento, cfr. P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., 321; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi d'impresa*, cit., 23 ss.; N. RONDINONE, *Gruppi di società. Direzione e coordinamento*, cit., 1361; per la definizione del gruppo quale sistema «autopoietico», nel senso di «reticolo ricorsivo di decisioni» autonome, ma finalizzate ad un determinato risultato, M. MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 1, 68; sulla centralità dell'attività cfr. altresì M. ROSSI, *Responsabilità e organizzazione dell'esercizio dell'impresa di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 627 ss.; tendono invece a ridimensionare la rilevanza del riferimento all'attività, M. BUSSOLETTI-E. LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, cit., 88; nonché P. PETTITI, *Direzione e coordinamento, interesse e controllo analogo*, in *Riv. soc.*, 2020, 1133 ss., la quale ritiene applicabile la norma sulla responsabilità da abuso di eterodirezione anche in presenza di atti isolati che non siano frutto di un coordinamento, ma mera manifestazione di direzione.

È significativo, peraltro, che giudici di legittimità (Cass., Sez. III, 1 giugno 2021, n. 15276) abbiano di recente correttamente negato l'applicabilità dello speciale statuto di responsabilità ex art. 2497 c.c., considerato che il singolo atto di approvazione del bilancio, benché assunto con il voto determinante del M.E.F. quale socio di controllo di diritto di *Alitalia*, non può qualificarsi come un'espressione dell'ingerenza dell'Amministrazione statale nella gestione della compagnia aerea (e v., per primi commenti della succitata decisione, F. FIMMANÒ, *Il caso Alitalia: l'abuso di eterodirezione del Mef*, in *Gazz. For.*, 2021, 4, 616 ss.; L. MARCONDA, *Il "caso Alitalia" e i suoi riflessi sull'attività di direzione e coordinamento dell'Amministrazione statale*, in *Riv. giur. eur.*, 2/2021, 49 ss.).

<sup>62</sup> Il punto è ben colto da E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020, 54 s. Invero, questa prospettiva non pare essere estranea anche alla mate-

Come chiarito dal Maestro<sup>64</sup> al quale sono dedicate queste pagine, l'eterodirezione deve estrinsecarsi in «una vera e propria attività progettuale e di pianificazione degli obiettivi, che si realizza attraverso l'adozione di soluzioni operative che impongano una sinergia complessiva alle diverse attività economiche di produzione e servizi svolte sul mercato dalle singole società eterodirette».

Una ragionevole applicazione di questi postulati non può non condurre, allora, a valutare criticamente la costruzione proposta nella vicenda *de qua* dal giudice amministrativo di primo grado, secondo cui, in assenza di una situazione di controllo di fatto, l'organo amministrativo della società eterodiretta potrebbe rifiutarsi di eseguire le direttive impartite, così contrastando l'esercizio effettivo della direzione e coordinamento<sup>65</sup>. Come consegue dalle precedenti considerazioni, posto che direzione unitaria non significa elisione del potere di autodeterminazione delle singole imprese<sup>66</sup>, è evidente che facendo ricorso a questo schema argomentativo si rischia di confondere quella che è una mera situazione di fatto (ovvero l'attuazione delle direttive impartite dalla società capogruppo) con la qualificazione giuridica; e ciò a prescindere dall'impostazione di vertice che si voglia accogliere in merito alla direzione e coordinamento quale «rapporto giuridico»<sup>67</sup>, oppure come «relazione di potere»<sup>68</sup>.

---

ria concorsuale, là dove si consideri che sia il d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, recante il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, e successive modificazioni, sia il d.l. 24 agosto 2021, n. 118, convertito nella l. 21 ottobre 2021, n. 147, recante Misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale, nonché ulteriori misure urgenti in materia di giustizia, nel fondare la nozione di gruppo sull'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, sembrano attribuire rilevanza alle relazioni intercorrenti fra le imprese appartenenti al medesimo, ai loro legami contrattuali e di natura finanziaria, al punto da potersi ritenere che detta attività non cessa nel passaggio dalla situazione di continuità aziendale a quella di crisi: e v., ancora ID., *Il nuovo concordato di gruppo tra autonomia delle masse ed interconnessione finanziaria*, in S. AMBROSINI (a cura di), *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021*. Liber amicorum per Alberto Jorio, Bologna, 2021, 788 ss.; sui limiti di operatività della direzione e coordinamento nella regolazione concorsuale della crisi, cfr. però D. GALLETTI, *La gestione della crisi attraverso la direzione e coordinamento: appunti sulle compensazioni "concordatarie" infragruppo per la ricostruzione del sistema*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 637 ss., in specie 642 ss.

<sup>63</sup> Cfr., per un simile ordine di idee, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2ª ed., 2006, 189 ss., cui aderisce L. PICARDI, *Elementi di diritto dell'impresa*, Torino, 2021, 180 ss.

<sup>64</sup> P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., 321.

<sup>65</sup> Tar Lazio, 17 aprile 2019, n. 4990, cit.; sul tema cfr. pure nt. 59, *supra*.

<sup>66</sup> L'osservazione si legge sempre in P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in ID., *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 229.

<sup>67</sup> P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari*, cit., 324; ID., *L'attività di direzione e coordinamento*, cit., 230, secondo cui molteplici sono gli indici normativi in grado di orientare verso questa ricostruzione: invero, l'esecuzione delle direttive (non necessariamente dichiarata, ma anche realizzata mediante atti esecutivi) è «costituzione *re vel verbis* del rapporto giuridico di gruppo», mentre dal versante della capogruppo l'«emanazione di direttive, istruzioni, circolari è espressione della proposta contrattuale di formazione del rapporto di gruppo». Ed ulteriori manifestazioni di questa costruzione sono l'indicazione della società che esercita la direzione e coordinamento, che qualora non sia contestata da quest'ultima, è «adesione negoziale al rapporto di gruppo», mentre il regolamento di gruppo è la «forma negoziale codificata nel rapporto» medesimo.

<sup>68</sup> Diversamente orientato C. ANGELICI, *Noterelle (quasi) metodologiche in materia di gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 383 ss., il quale, muovendo dall'impossibilità di configurare il rapporto tra la controllante e la controllata in termini di «rapporto giuridico», anche alla luce della non coercibilità della prestazione in capo alla società eterodiretta e dell'assenza di rimedi in ipotesi di inadempimento di quest'ultima, afferma la necessità di intendere la fenomenologia del gruppo in termini di «potere», da interpretarsi come possibilità fattuale di realizzare direttamente l'interesse di chi lo esercita, anche incidendo

La delicatezza e la complessità delle questioni sommariamente evocate non possono dirsi affatto superate e risolte alla luce dell'epilogo della vicenda richiamata in apertura di queste pagine, non appena si rifletta che esse risentono, a fronte della «frammentazione» delle nozioni normative e del multiforme evolversi dei concetti giuridici, della costante ineludibile tensione dialettica fra diritto comune e regole speciali, fra prassi applicative e soluzioni interpretative, fra poteri regolatori delle autorità di vigilanza e istanze di tutela delle posizioni degli operatori economici presenti sul mercato.

---

potenzialmente in senso negativo sull'interesse altrui; negano espressamente la possibilità di inquadrare la relazione intercorrente tra *holding* e società controllate in termini di rapporto giuridico, ritenendo che si tratti di un potere di fatto dettato dalla posizione di soggezione in cui versano gli amministratori di queste ultime anche M. BUSSOLETTI-E. LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, cit., 88 ss.

# QUALCHE NOTA SULLA COMUNICAZIONE SELETTIVA VERSO SOCI DI CONTROLLO ALLA LUCE DELLE Q&A CONSOB

di *Marco Ventoruzzo*

SOMMARIO: 1. Il perimetro (ristretto) delle informazioni privilegiate che l'emittente può legittimamente possedere e, dunque, valutare se comunicare in modo selettivo. – 2. Il nucleo del rapporto giustificativo: art. 10 MAR. – 3. Funzionalità delle informazioni condivise in relazione alla posizione del percettore: teoria e prassi. – 4. Una brevissima parentesi sui patti parasociali. – 5. Informazioni non riguardanti direttamente l'emittente, e un suggerimento applicativo per ridurre i rischi. – 6. Qualche riflessione sul dovere di riservatezza del percettore l'informazione: coordinamento tra art. 10 e art. 17, comma 8, MAR tra doveri di legge e di altra fonte. – 7. Sondaggi di mercato ex art. 11 MAR: non sono una Cenerentola. – 8. Obblighi e diritti di informazione del socio di controllo: una precisazione sulle Q&A Consob. – 9. Informazioni non privilegiate e parità di trattamento informativa (art. 92 TUF). – 10. Un cenno ai dialoghi con investitori istituzionali e soci di minoranza.

1. *Il perimetro (ristretto) delle informazioni privilegiate che l'emittente può legittimamente possedere e, dunque, valutare se comunicare in modo selettivo.* – L'informativa societaria e, in particolare, i flussi e rapporti informativi tra organi sociali, nell'ambito dei gruppi e tra emittenti e investitori sono centrali agli interessi e alle ricerche del Professor Montalenti, che ha avuto occasione di occuparsene, direttamente e indirettamente, da diversi angoli visuali<sup>1</sup>. In questo contributo desidero offrire qualche sintetica considerazione su un tema di grande rilievo sia pratico che sistematico, anche alla luce dell'attività di indirizzo della Consob<sup>2</sup>: si tratta della delicata questione delle comunicazioni “selettive”; questione carica sia di problemi tecnici e interpretativi, sia di scelte di politica del diritto. Anche per queste ragioni mi pare e auspico che sia un

---

<sup>1</sup> Tra i molti contributi, ci si limita a ricordare, ad esempio, P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss.; ID., «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *A.G.E.*, 2013, 245 ss.; ID.,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.; ID., *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 779 ss.; ID., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, 120 ss.; ID., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2016, 2 ss.; ID., *Impresa Società di Capitali Mercati Finanziari*, Torino, 2017, 41 ss. ed anche, con riferimento all'informazione nei gruppi, ID., *L'informazione nei gruppi societari*, in P. BALZARINI, G. CARCANO, M. VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno Internazionale di Studi*, Venezia, 10-11 novembre 2006, I, 303 ss.; ID., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, p. 255 ss.; ID., *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 13 ss.

<sup>2</sup> Consob, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*.

argomento gradito all'Onorato, sempre sensibile alla – e magistrale nella – capacità di orientarsi con sicurezza in quelle zone del diritto societario e finanziario che richiedono un approccio poliedrico, combinando rigore interpretativo con una visione alta sulle scelte di *policy* e i principi. Non, naturalmente, che l'Autore di queste poche note ambisca a o si voglia attribuire simili doti, ma nello spirito di tener conto, con ammirata amicizia, della Lezione anche di metodo di Paolo Montalenti.

Per discutere i confini di legittimità di comunicazioni selettive di un emittente, in particolare con taluni soci, è innanzitutto necessario distinguere chiaramente il caso delle informazioni privilegiate – dove i limiti sono naturalmente molto più stringenti – da quello di tutte le altre informazioni. Sebbene le Q&A Consob si concentrano sulla prima fattispecie, occorre dire che pure la seconda è molto importante e – per le ragioni che dirò tra breve – nella prassi societaria forse ancor più rilevante, almeno quantitativamente, e per certi aspetti più delicata.

Questa distinzione non è sempre esplicita nelle Q&A Consob, ma ad esse occorre subito e certamente riconoscere un primo grande merito: quello di aver definitivamente e autorevolmente chiarito che, a certe condizioni, una *disclosure* selettiva è legittima e talvolta persino doverosa; più in generale è da apprezzare il tentativo di fornire in modo trasparente dei criteri di orientamento. Come sempre, tuttavia, se questi esercizi risolvono taluni dubbi, inevitabilmente ne creano di nuovi.

Ma procediamo con ordine, iniziando dalle informazioni privilegiate, sulla cui definizione non mi intrattengo dandola per nota<sup>3</sup>. Se parliamo di lecita condivisione selettiva di informazioni privilegiate, dobbiamo in primo luogo chiederci in quali situazioni un emittente dispone legittimamente di informazioni privilegiate che dunque non sono, appunto, state rese pubbliche. Il nostro sistema, come noto, abbraccia con estrema decisione l'approccio della parità informativa, per certi versi più ancora di quanto faccia l'ordinamento pioniere della materia, ossia quello federale degli Stati Uniti d'America. L'obbligo generalizzato di comunicare al pubblico, il prima possibile, tutte le informazioni privilegiate, di cui all'art. 17 MAR, ma già previsto anteriormente all'emanazione del Regolamento, ha in certo modo modificato l'espressione inglese usata per sintetizzare lo spirito delle regole sull'*insider trading* da “*disclose or abstain*” in “*abstain and disclose, as soon as possible*”.

Ciò fa sì che gli spazi perché un emittente possieda legittimamente di un'informazione privilegiata, rispetto alla quale ci si possa porre il problema di una sua condivisione selettiva, sono notevolmente ridotti nel numero e nella loro durata temporale, proprio per l'ovvia considerazione che, di norma, tali informazioni devono essere rapidamente incluse nel patrimonio conoscitivo diffuso e quindi perdono il loro carattere privilegiato. Credo si possano individuare solo tre casi:

(a) il più ovvio e rilevante è quello del ritardo ai sensi del comma 4 dell'art. 17. Qui è certamente possibile che si disponga di tali informazioni e, nei fatti, è probabilmente anche il caso in cui più verosimilmente si possono individuare situazioni nelle quali

---

<sup>3</sup> In argomento v. tra gli altri F. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 184*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, III, Torino, 2012, 2319 ss.; M. VENTORUZZO, C. PICCIAU, *Article 7: Inside information*, in M. VENTORUZZO, S. MOCK (a cura di), *Market Abuse Regulation*, Oxford University Press, 2017, 175 ss.; S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, 2020, 2124 ss.

sussista una giustificazione – per usare la terminologia Consob – per condividerle con, ad esempio, un socio di controllo (si pensi a una prossima fusione non ancora annunciata che richiede di indagare la disponibilità dei maggiori azionisti ad approvare l'operazione, o a un'ops);

(b) il secondo caso, marginale almeno sul fronte della sua durata, una vera falena degli abusi di mercato che vive solo *l'espace d'un matin*, è quello del mero “ritardo tecnico” tra il sorgere dell'informazione rilevante e il comunicato *ex art. 17 MAR*. Si tratta di un lasso temporale che Consob e altri Supervisorini intendono in modo molto restrittivo, ma ben può accadere – e non credo sia censurabile – che occorran alcune ore, magari anche un giorno o due e in qualche caso di più, per concretamente predisporre il comunicato stampa, effettuare gli adempimenti preliminari, finalizzare i necessari dettagli. Anche qui potrebbe allora esservi un momento in cui l'emittente dispone di informazioni privilegiate senza aver violato la legge;

(c) il terzo caso è un poco più sottile, ma a mio avviso chiaro e potenzialmente rilevante, seppur poco discusso. Come ben noto, l'obbligo di comunicazione dell'art. 17 MAR non comprende tutte le informazioni privilegiate, bensì solo quelle che riguardano direttamente l'emittente. Le informazioni cui fa riferimento questa norma, infatti, sono un sottoinsieme di quelle privilegiate definite dall'art. 7 MAR, che invece include anche informazioni attinenti, direttamente o indirettamente, altri emittenti e strumenti finanziari. Ciò è naturale perché l'art. 17 MAR non impone una sorta di dovere di – fatemi dire – “dilazione” su informazioni che pure presentano i caratteri rilevanti, ma relative ad altre società. Si pensi all'ipotesi, tutt'altro che irrealistica, nella quale un emittente X, magari nell'ambito di discussioni negoziali con un altro emittente Y, venga a conoscere un evento potenzialmente molto negativo relativo a quest'ultimo, che esso non ha reso pubblico né per il quale ha attivato il ritardo. Ferma la possibile violazione dell'obbligo di trasparenza da parte di Y, X non è naturalmente tenuto – ed anzi potrebbe ritenersi fonte di responsabilità – a darne comunicazione al pubblico. X e gli altri soggetti che fossero venuti a conoscenza di questo dato informativo saranno ovviamente soggetti al divieto di operare, a quello di rivelare l'informazione a terzi, e di dare raccomandazioni, ma saremmo fuori dal campo di applicazione dell'art. 17 MAR per X. Dunque X, ed alcuni suoi esponenti, potrebbero trovarsi nella condizione di conoscere un'informazione privilegiata pur senza obbligo di renderla pubblica.

Ovviamente è anche possibile che un emittente violi sia l'art. 17 MAR, quindi non comunichi un'informazione privilegiata né attivi il ritardo, sia gli obblighi di non rivelarla a terzi e di non effettuare comunicazioni selettive in assenza di un rapporto giustificativo, ma questo è un caso patologico che mi pare meno utile affrontare.

*2. Il nucleo del rapporto giustificativo: art. 10 MAR.* – Nei tre casi individuati sopra l'emittente ha quindi un'informazione privilegiata senza che ciò contrasti – o almeno, non ancora – con la disciplina degli abusi di mercato. Ebbene, qui la domanda cruciale è abbastanza semplice: quando posso comunicare tale informazione ad alcuni terzi senza violare l'art. 10 MAR (e, inoltre, l'art. 184 TUF), ossia il divieto di divulgazione di informazioni privilegiate? In quali casi, più nello specifico, posso condividere questa conoscenza con i soci di controllo?

Le norme da ultimo citate ci forniscono una risposta facile da enunciare, non sem-

pre da applicare: posso farlo se ciò rientra nel «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione». Si noti, ma ci tornerò, che in questa previsione non vi sono riferimenti espliciti a un dovere di confidenzialità del percettore “professionale” dell'informazione.

L'aggettivo “normale” non aggiunge in realtà molto, se non altro perché non è facile comprendere quale sia un esercizio “non normale”, ma a prescindere da sottigliezze linguistiche va detto che il percettore dell'informazione deve svolgere una funzione, un compito o un'occupazione a servizio, in senso lato, dell'emittente, e vengono subito in mente professioni riservate come avvocati, notai e commercialisti, dipendenti della società, ma anche consulenti finanziari o strategici. Correttamente Consob, allineandosi alla posizione decisamente prevalente per non dire unanime, ricomprende nel concetto di “funzione” anche alcuni soci, e in particolare quelli di controllo. Lo fa introducendo un concetto di buon senso, che però va maneggiato con cura, ossia quello di “rapporto giustificativo”. Essenzialmente si tratta di un modo diverso di chiamare la circostanza per cui la condivisione delle informazioni deve essere strumentale all'esercizio di una occupazione, professione o funzione o, ancora più precisamente, all'esercizio di talune prerogative, doveri, compiti o diritti derivanti da tali posizioni. Per fare dunque subito un semplice e non controverso esempio relativo al socio di controllo, nel caso di informazioni privilegiate detenute dall'emittente in caso di ritardo, certi dati relativi a una imminente fusione potranno ovviamente essere condivisi con gli avvocati e i consulenti finanziari dell'emittente, ma potranno anche essere condivisi con i soci di controllo il cui voto e preferenze sono necessarie o comunque rilevanti per la fattibilità e le condizioni del *deal*.

A maggior ragione, non sorprendentemente, è legittima la condivisione di talune informazioni con il socio di controllo che, in aggiunta alla normale influenza dominante sull'assemblea, eserciti direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c.c.<sup>4</sup>. La direzione unitaria, proprio per la sua natura di attività imprenditoriale, strategica e gestionale, da un lato richiede e giustifica un flusso informativo ancor più intenso, periodico, strutturato e granulare di quello consentito verso un socio di maggioranza “passivo”; e dall'altro – come giustamente rimarca Consob – si manifesta e dimostra anche in ragione di specifici scambi informativi, spesso oggetto di pattuizione esplicita o di regolamenti di gruppo di vario tipo.

Fino a qui nulla di sconvolgente a cui non si arrivava già, in modo abbastanza pacifico, in via interpretativa, pur essendo molto importante in termini di certezza del diritto che l'Autorità di controllo espliciti e faccia proprie queste conclusioni.

3. *Funzionalità delle informazioni condivise in relazione alla posizione del percettore: teoria e prassi.* – Vi è però un punto delle Q&A Consob che, sebbene condivisibile teoricamente, se letto in astratto può apparire più restrittivo di quanto possa (e, a mio avviso, debba) essere nella sua applicazione pratica. Mi riferisco al fatto che il documento enfatizza in più punti come le informazioni (privilegiate) che possono passare

<sup>4</sup> Sull'attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società v. per tutti P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss.; ID., *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.

“al livello superiore” debbano essere solo quelle strettamente «funzionali a un'efficace gestione del gruppo» nel caso di direzione e coordinamento; ovvero quelle la cui condivisione è imposta da specifici obblighi giuridici (come per la redazione delle rendicontazioni contabili) o comunque strumentale alle prerogative del socio di controllo.

Se è vero e condivisibile che la mera qualifica di socio di controllo, o anche di soggetto che esercita direzione e coordinamento, non è di per sé sufficiente a giustificare una indiscriminata condivisione di informazioni privilegiate, va anche riconosciuto che, soprattutto nel caso di direzione e coordinamento, è difficile fissare con precisione e in modo restrittivo cosa possa o meno servire a una “efficace gestione del gruppo”. Allo stesso modo, mi pare ragionevole ritenere che non poche informazioni privilegiate, in particolare quando legate a possibili operazioni straordinarie o che comunque richiedono un voto assembleare e quindi un certo sostegno dei maggiori azionisti, potrebbero ritenersi rientranti nel concetto di rapporto giustificativo senza che sia semplice discriminare in ragione della loro “strumentalità” allo stesso. Insomma, all'atto pratico, nei pochi casi in cui l'emittente legittimamente dispone di informazioni privilegiate, i presupposti per una condivisione con chi eterodirige o controlla potrebbero essere, nei fatti, meno restrittivi di quanto una lettura superficiale o eccessivamente restrittiva delle Q&A potrebbe suggerire. La strumentalità correlata al rapporto giustificativo è in altre parole spesso *in re ipsa*, nel fatto stesso che il controllante deve votare (o non ostacolare) o che chi eterodirige può (e secondo molti, deve) eterodirigere<sup>5</sup>.

Piuttosto, sul piano dei fatti, distinguerei tra i tre casi sopra elencati di informazioni privilegiate legittimamente possedute dall'emittente. Sebbene non vi sia uno specifico appiglio normativo per sostenere questa mia idea, credo che sia più fisiologica, più facilmente giustificabile, una condivisione nel caso di ritardo *ex art. 17*, comma 4, MAR, rispetto alle altre due ipotesi (ritardo “tecnico” per mera predisposizione del comunicato, o informazioni che pur privilegiate non sono oggetto dell'obbligo di *disclosure* dell'emittente in quanto relative ad altri emittenti). È infatti evidente che nel primo caso si verificheranno con maggiore frequenza e fondatezza proprio quelle esigenze di accordo dei soci forti che possono sostenere la comunicazione selettiva.

4. *Una brevissima parentesi sui patti parasociali.* – Mi fermo invece un momento sulla Q1.5, che chiede se un patto parasociale sia, di per sé, un rapporto giustificativo di *selective disclosure*<sup>6</sup>. Correttamente Consob lo esclude, ma anche qui occorre intendersi: il ragionamento, infatti, non cambia strutturalmente rispetto all'ipotesi di soci di

<sup>5</sup> Osserva P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, supra nt. 1, 234 come sussista «un dovere di (esercizio di una corretta) direzione». Sul punto v. già P. MARCHETTI, *Sul controllo e sui poteri della controllante*, in P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI (a cura di), *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi svoltosi a Venezia, 16-18 novembre 1995*, III, Milano, 1996, 1557 s. e, più di recente, tra gli altri, F. GUERRERA, «Compiti» e responsabilità del socio di controllo, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 510 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, 349 s.; G. SCOGNAMIGLIO, “*Clausole generali*”, principi di diritto e disciplina dei gruppi societari, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 591 s.

<sup>6</sup> Sul fenomeno dei patti parasociali cfr. in generale G. SANTONI, *Commento sub art. 122*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, II, Torino, 2002, 1002 ss. e da ultimo A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, 2020, 1572 ss.



controllo. Quindi, è vero che un patto parasociale non è né condizione sufficiente né necessaria per un trattamento differenziato dei paciscenti, ma è anche vero che ben potrebbero presentarsi, rispetto ad esempio ai membri di un sindacato di voto, esigenze simili a quelle che consentono di informare un controllante singolo onde comprenderne la disponibilità a sostenere un'operazione o una scelta organizzativa o gestionale.

5. *Informazioni non riguardanti direttamente l'emittente, e un suggerimento applicativo per ridurre i rischi.* – Concludo questa breve rassegna di casi con l'ultimo tipo di informazioni privilegiate delle quali un emittente potrebbe legittimamente disporre senza obbligo di pubblicità, ossia quelle che avesse ottenuto ma che non lo riguardano direttamente (caso *sub (c)* sopra). L'art. 17 MAR, infatti, come già detto, non impone di comunicarle al mercato, scelta che anzi potrebbe presentare profili di illiceità o comunque esporre a rischi legali. Si immagini allora il seguente scenario: un emittente X negozia con altra quotata Y una acquisizione, avendo magari attivato il ritardo con riferimento però – si noti bene – al fatto che l'operazione potrebbe impattare sui prezzi dell'emittente stesso. In questa fase X condivide alcune informazioni con il proprio socio di controllo, appunto per verificarne la disponibilità e l'interesse. Nel corso delle trattative X potrebbe però scoprire informazioni privilegiate attinenti Y che lo inducono a desistere dal progetto perché si riflettono negativamente sulla situazione di Y, informazioni che in ipotesi quest'ultimo non ha reso pubbliche. Ebbene, credo X possa dividerle con il suo controllante per, diciamo così, spiegare la rinuncia all'operazione, e possa farlo ai sensi dell'art. 10 MAR: condivisione – appunto – nell'ambito del normale esercizio di una funzione, ossia del “rapporto giustificativo” secondo gli stessi chiarimenti Consob che discutiamo. Avremmo dunque delle informazioni privilegiate che impongono a X e al suo controllante di non operare sui titoli di Y, di non dare raccomandazioni a terzi né di dividerle con altri soggetti in assenza di cause di giustificazione *ex art.* 10 MAR, ma che questi soggetti non sono affatto tenuti a rendere pubbliche.

Mi pare significativo ricordare questa situazione, pur verosimilmente non frequente, perché potrebbe sorgere il dubbio circa la possibilità di avere simili informazioni senza doverle rendere pubbliche. Y, nel nostro esempio, sarà probabilmente soggetto al dovere di comunicazione al mercato (potendo optare per il ritardo ricorrendone i presupposti), ma X ed eventuali soggetti che avessero giustificatamente ottenuto le informazioni, no.

Per finire, un suggerimento operativo agli emittenti, forse banale ma importante: nei casi di condivisione di informazioni privilegiate legittimamente possedute con alcuni soci, è opportuno per non dire necessario che essi esplicitino al proprio interno, e tengano traccia, delle ragioni giustificative della *selective disclosure*, anche semplicemente con memo interni, pareri di consulenti, ecc. volti a chiarire il fondamento della decisione. Oltre a facilitare la scelta nel merito, questo accorgimento può servire *ex post*, anche in caso di contestazioni, per quantomeno sostenere la buona fede della scelta.

6. *Qualche riflessione sul dovere di riservatezza del percettore l'informazione: coordinamento tra art. 10 e art. 17, comma 8, MAR tra doveri di legge e di altra fonte.* – Veniamo così a un punto assai rilevante relativo all'obbligo di riservatezza circa le informazioni privilegiate ottenute, in particolare a seguito di informazione selettiva data da

una società quotata ai suoi controllanti. Consob enfatizza come, in aggiunta al rapporto giustificativo, condizione per la condivisione è che il percettore sia tenuto alla riservatezza. Questa osservazione, ad ogni fine pratico, è certamente corretta e condivisibile, anche basandosi sulle Linee Guida per la gestione delle informazioni della stessa Consob<sup>7</sup>.

A stretto rigore, tuttavia, avrei qualche dubbio – o, almeno, qualche considerazione a latere – nell'affermare che la fonte di tale obbligo di riservatezza del percettore dell'informazione sia il comma 8 dell'art. 17 MAR. Il punto è forse eccessivamente sottile, ma merita una breve digressione. Questa norma, nel contesto del generale obbligo di tempestiva comunicazione delle informazioni privilegiate, e del possibile ritardo, prevede come noto che se un emittente «*comunica informazioni privilegiate a terzi, nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione, ai sensi dell'art. 10, paragrafo 1*» deve immediatamente renderle note a tutti, salvo che il percettore sia tenuto alla segretezza «*indipendentemente dal fatto che tale obbligo sia di natura legislativa, regolamentare, statutaria o contrattuale*».

Questa a mio avviso è una norma singolare, sulla quale forse non si è riflettuto abbastanza, e che pare presentare un problemino di circolarità. Si noti, innanzitutto, che la prescrizione appare necessaria perché, a stretto rigore, l'art. 10 non subordina l'esenzione della responsabilità, in caso di comunicazione a terzi, al fatto che questi ultimi siano tenuti alla riservatezza. Possiamo quindi dire che, di per sé, comunicare a un soggetto nel normale esercizio delle attività elencate non viola l'art. 10 indipendentemente dal dovere di riservatezza del percettore, sebbene è vero che questi rapporti quasi sempre prevedono un dovere di riserbo (si pensi all'avvocato o al consulente finanziario), e a prescindere da norme di rango secondario o indicazioni delle Linee Guida. “Quasi sempre” non significa però, appunto, “sempre”: lo stesso azionista, in diversi casi, potrebbe apparire non vincolato a uno specifico dovere in tal senso se non firma un apposito NDA.

Sorge così il dubbio che evocavo: si può ben ritenere che, proprio in base al MAR (ed anche al TUF, richiamo nuovamente l'art. 184 citato prima, direttamente applicabile ai soci come *insider* primari), chiunque riceva o disponga di una informazione privilegiata è soggetto, almeno di *default*, a un dovere legislativo di riservatezza, ed anzi al “principe” dei doveri di riservatezza, atteso che una divulgazione non giustificata è severamente sanzionata sia amministrativamente che penalmente, quindi in modo decisamente più incisivo che in base a un semplice contratto. Dovere di riservatezza che, tuttavia, prevede un'eccezione proprio in caso di comunicazione nell'ambito di occupazioni, professioni e funzioni ai sensi dell'art. 10 MAR.

Provo a essere più concreto con un esempio. Si immagini che l'emittente condivida col socio di controllo, che magari esercita direzione e coordinamento, un'informazione privilegiata – e ipotizziamo di essere tutti d'accordo che sussista il rapporto giustificativo –, detenuta ad esempio nell'ambito di un ritardo *ex* comma 4 art. 17 MAR, “dimenticando” tuttavia di convenire uno specifico NDA contrattuale.

L'emittente ha violato l'art. 10 MAR (o l'art. 184 TUF)? Si deve rispondere in senso negativo, proprio perché siamo nel caso di esenzione da responsabilità basata su comunicazione nell'ambito di un rapporto giustificativo. Scatta il dovere pubblicità

---

<sup>7</sup> V. in particolare il punto 5.1 delle Linee Guida Consob n. 1/2017 del 13 ottobre 2017 sulla Gestione delle informazioni privilegiate (d'ora in avanti, anche “Linee Guida Consob”).

verso il mercato di cui all'art. 17, comma 8, MAR? Anche qui, sarei incline a dire di no in quanto il percettore dell'informazione, ad esempio la società che eterodirige l'emittente, è appunto soggetto a un preciso dovere di riservatezza di fonte legislativa, costituito dallo stesso MAR! Di più. La società che eterodirige potrebbe a questo punto condividere la cosa con i propri legali esterni, esempio di scuola di rapporto professionale in deroga al divieto di comunicazione di cui all'art. 10, e che peraltro sono pure tenuti alla riservatezza.

Voglio quindi osservare che l'ambito di applicazione dell'art. 17, comma 8, MAR, ossia il dovere di pubblicità in caso di condivisione con terzi in assenza di obbligo di riservatezza, ha probabilmente un ambito di applicazione più ristretto di quanto a volte si pensi, in particolare in caso di ritardo, proprio perché comunque esiste un generale dovere legislativo di riserbo fissato dallo stesso MAR (e dal TUF) a carico di chiunque riceve l'informazione, e che è pure "tracciato" dalla iscrizione nei registri per la gestione delle informazioni (*Insider List*).

Naturalmente, fermo quanto ho esposto, il suggerimento pratico per gli emittenti è comunque di richiedere la sottoscrizione di un NDA *ad hoc* anche per ragioni prudenziali in caso di condivisione di informazioni privilegiate legittimamente possedute. Mi pare però niente affatto trascurabile osservare che, a stretto rigore, ciò non pare sempre necessario almeno in base agli artt. 10 e 17, comma 8, MAR.

7. *Sondaggi di mercato ex art. 11 MAR: non sono una Cenerentola.* – Giusto una parola sui sondaggi di mercato di cui all'art. 11 MAR<sup>8</sup>, uno strumento che, sebbene in modo solo aneddotico, non mi pare frequentemente usato nella prassi societaria italiana. Qui devo osservare che, proprio per molti dei casi più realistici di informazione selettiva, essi sono invece la strada maestra da seguire per, appunto, sondare la disponibilità di soci di controllo a sottoscrivere aumenti di capitale, approvare fusioni, concorrere a un'emissione strumentale a un'ops, accettare un'aggregazione amichevole, e così via. Si noti, peraltro, che lo strumento ben si presta anche alla condivisione di informazioni non privilegiate, o sulla cui natura sussistono dubbi. Utilizzare la procedura di cui all'art. 11 MAR consente una presunzione che la condivisione delle informazioni è svolta nel normale esercizio di una funzione (art. 11, comma 4, MAR), circostanza evidentemente molto utile a un emittente che deve comunicare con i propri soci; sebbene naturalmente non possa escludersi – come correttamente fanno le Q&A Consob – che la comunicazione selettiva sia legittima anche senza ricorrere a questo meccanismo.

Piuttosto, sebbene le Q&A indichino l'art. 11 MAR come una sorta di utile modello di riferimento, forse il documento poteva enfatizzare con maggiore decisione come, appunto, nel caso di interlocuzioni con i soci per sondarne la predisposizione a certi impegni, i sondaggi siano forse il modo più fisiologico e sicuro per gestire questi scambi informativi.

---

<sup>8</sup> In argomento v. in particolare S. LOMBARDO, F.M. MUCCIARELLI, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, 310 ss.; G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2018, 407 ss.

8. *Obblighi e diritti di informazione del socio di controllo: una precisazione sulle Q&A Consob.* – Vi è, invece, un punto sul quale le Q&A Consob non mi paiono del tutto chiare, o quantomeno esplicite. Nel documento troviamo diversi riferimenti al fatto che, tra i casi di legittima comunicazione di informazioni privilegiate, vi sono quelli in cui esiste un obbligo di trasmissione di dati da controllata o controllante (ad esempio per il bilancio consolidato), ovvero sia per legge previsto uno scambio di informazioni e un diritto informativo di certi soci o dei loro organi di amministrazione e controllo (si veda la nota 2 delle Q&A).

Benissimo, ovviamente, riconoscere che questi obblighi o diritti possono costituire un rapporto giustificativo. È probabilmente implicito nelle Q&A, ma credo non inutile sottolineare, tuttavia, che ciò non rappresenta una deroga rispetto ai doveri informativi del MAR. In altre parole, i casi nei quali un emittente può legittimamente disporre di informazioni privilegiate che non sono ancora state rese pubbliche sono comunque solo quelli sopra ricordati. In linea di principio, cioè, salvo ad esempio il ritardo, una controllata non dovrebbe disporre di informazioni privilegiate nei propri dati contabili che è dunque libera di trasferire al socio di controllo solo perché questi deve redigere il consolidato. Altro è invece, ma questo è ovvio, riconoscere che se vi fossero informazioni privilegiate, e queste non si siano rese pubbliche perché vi sono i presupposti del ritardo, potrebbero essere fornite al controllante in base a specifici obblighi di legge, che certamente rappresentano un rapporto giustificativo.

Non vorrei insomma sorgesse il malinteso per cui, in queste circostanze, vi è una sorta di “attenuazione” dei normali doveri di pubblicazione delle informazioni privilegiate, un dubbio che potrebbe nascere dalla lettura dell’inizio della pagina 2 delle Q&A, dove si dice che «[a] di fuori delle ipotesi sopra richiamate [ossia, appunto, informazioni date al controllante per consentirgli di ottemperare obblighi di legge o in base a specifici diritti], è ammissibile che il socio di controllo riceva informazioni privilegiate in maniera selettiva dalla società controllata soltanto se sussiste un “rapporto giustificativo”» e si assicuri la confidenzialità. Così letta, forse un poco decontestualizzata, questa affermazione potrebbe indurre a una lettura non sufficientemente rigorosa della disciplina.

9. *Informazioni non privilegiate e parità di trattamento informativa (art. 92 TUF).* – Sino ad ora ci siamo concentrati solo sulle informazioni privilegiate che, ripeto, solo in limitati casi dovrebbero essere possedute dall’emittente per periodi prolungati. Per, essenzialmente, tutte le altre informazioni (con qualche cautela in più per le informazioni riservate ai sensi delle Linee Guida Consob), vi è maggiore flessibilità su comunicazioni selettive, fermo però l’obbligo di parità di trattamento, anche informativa, sancito dall’art. 92 TUF che, peraltro, deve considerarsi espressione di un principio generale immanente all’ordinamento societario<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Sia consentito rinviare a M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 92*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58. *Commentario*, I, Milano, 1999, 9 ss. In argomento v. però già G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss.; F. D’ALESSANDRO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, I ss.; C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss. e, più di recente, F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società*

Sappiamo però tutti che la parità deve rispettarsi tra investitori che si trovino in condizioni identiche, e che anzi trattare in modo uguale soggetti che non si trovano nella stessa situazione può integrare una disparità di trattamento non consentita. Ebbene, con riferimento al nostro tema ritengo che, sebbene entro limiti che è difficile definire in modo generale e astratto a priori, la posizione del socio di controllo non è identica e assimilabile a quella di un piccolo azionista. Informazioni prive dei requisiti dell'art. 7 MAR, in altre parole, possono essere condivise selettivamente in presenza, ancora una volta, di una differenza sostanziale, di un rapporto giustificativo, che consenta di ritenere coerente con l'interesse dell'impresa e non ingiustamente penalizzante un flusso di informazioni non identico per tutti gli azionisti. Siamo, d'altronde, per definizione nel campo delle informazioni non determinanti per le decisioni di investimento di un soggetto ragionevole.

In certo senso le considerazioni di Consob sul rapporto giustificativo assumono quasi più rilievo e utilità proprio con riferimento alla condivisione di informazioni non privilegiate, per le quali il rapporto giustificativo, inevitabilmente, andrà valutato con un approccio meno formale e restrittivo di quello espresso dall'art. 10 MAR. Soprattutto nel contesto della direzione e coordinamento, peraltro, le informazioni fornite a chi eterodirige non sono tanto diverse rispetto a quelle date al pubblico, ma sono magari più granulari (ad esempio, disaggregazioni dei dati di vendita), ovvero fornite con maggiore frequenza e aggiornamenti, ma si tratta appunto di rispondere a esigenze imprenditoriali e gestionali, anche di programmazione, ben diverse da quelle di un investitore di minoranza medio: informazioni, in altre parole, che – proprio perché non privilegiate – non migliorerebbero in modo sensibile e concretamente utile il *set* informativo di azionisti diversi, appunto, da “soci-imprenditori” o comunque con una posizione di controllo, e la cui diffusione anzi potrebbe pregiudicare l'emittente rispetto a concorrenti o altri soggetti. Né va dimenticato che un eccesso di informazione non di peso può creare malintesi e speculazioni.

D'altro lato, in questi casi gli emittenti dovranno valutare se sussiste un effettivo interesse a una comunicazione selettiva, talvolta sopravvalutato soprattutto in relazione a specifiche vicende. Non raramente, infatti, è desiderabile o quantomeno non problematico fornire ulteriori informazioni al mercato, anche per, diciamo così, mantenere “buoni rapporti” con investitori istituzionali e altri soci minori oltre che con i supervisori.

10. *Un cenno ai dialoghi con investitori istituzionali e soci di minoranza.* – Piuttosto, va ricordato che uno dei temi “caldi” del diritto societario attuale è quello dei dialoghi rivolti, in modo più o meno esclusivo, a investitori istituzionali e professionali, spesso sollecitati dagli stessi fondi in vari modi e rivolgendosi a interlocutori diversi all'interno della società, inclusi gli amministratori di minoranza nominati col voto di lista. Di ciò le Q&A si occupano meno, ma credo esse confermino, almeno indirettamente, un dato importante e che deve far riflettere.

---

quote, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.; V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 551 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 75 ss.

Mi riferisco al fatto che è certamente più difficile ravvisare possibili ragioni che giustificano una informazione selettiva data ad alcuni soci di minoranza, sebbene più influenti, autorevoli e organizzati di altri, che al socio di controllo o a chi eterodirige. Nessuna obiezione generale e aprioristica a occasioni di dialogo specificamente dedicate a investitori istituzionali, dunque, sulle quali peraltro sappiamo come tutti gli emittenti stanno adottando specifiche politiche su impulso della direttiva Shareholders Rights II, espressamente previste dal Codice di Corporate Governance che anzi chiede l'adozione di specifiche politiche e sulle quali pure alcune associazioni di categoria hanno proposto o stanno elaborando linee guida<sup>10</sup>.

Però, attenzione: non deve sembrare paradossale che, proprio nell'ottica dell'art. 92 TUF e del concetto di rapporto giustificativo, esiste maggiore distanza e differenza tra, ad esempio, socio di maggioranza assoluta e tutti i soci sotto, ad esempio, il 3%; che tra un pur importante fondo che detiene l'1,5% del capitale, e soci ancor più piccoli. Pertanto, come minimo, è quasi da escludere nei fatti che possano esservi casi in cui è giustificato fornire a questi soggetti informazioni privilegiate, che peraltro verosimilmente essi rifuggono per i connessi rischi e limiti operativi che ne discenderebbero. Ma anche con riferimento alle informazioni non privilegiate, la violazione dell'art. 92 TUF è forse più probabile in questo contesto che nel caso di dialoghi con i soci di controllo. Nel caso, allora, di interlocuzioni con solo alcuni soci di minoranza quali investitori istituzionali, in linea di principio è prudente se non doveroso condividere tempestivamente con tutto il mercato, tramite un apposito comunicato stampa, quanto reso noto o emerso in eventuali riunioni con questi soggetti a porte chiuse, in particolare quando si ritiene che tali informazioni, pur non assurgendo alla qualifica di informazioni privilegiate o rilevanti, potrebbero altrimenti generare una differenza informativa tra soci non pienamente giustificabile.

Ci sarebbero molte altre questioni da approfondire su questo tipo di dialoghi, che spaziano dalla individuazione dei soggetti legittimati ad autorizzarli e condurli (che, ritengo, debbano almeno in generale essere solo i vertici della società normalmente preposti ad agire a nome dell'emittente), a ricordare che su tutti i componenti degli organi di amministrazione e controllo vige un generale obbligo al segreto sulle informazioni ricevute nell'esercizio delle loro funzioni (attenzione, quindi, a incontri non espressamente autorizzati dall'emittente tra alcuni amministratori e i soci che hanno contribuito a candidarli o elegerli). Lo spazio a disposizione e i confini delle riflessioni che mi sono imposto consentono e consigliano di fermarsi qui.

Concludo però con una notazione sulle fonti. La crescente complessità dell'ordinamento dei mercati finanziari è sia causa che effetto anche del moltiplicarsi delle fonti. In questo contesto, quelle che si definiscono genericamente regole di "soft law", persuasive e rilevanti ma a stretto rigore non vincolanti e non immediatamente assistite da un preciso apparato sanzionatorio, assumono nella prassi una importanza crescente. Lo sforzo di Consob, sul modello di altre autorità di supervisione (a cominciare dall'Esma) di fornire indicazioni agli operatori tramite Q&As e simili iniziative merita apprezzamento. Sicuramente con questo esercizio si è fornita maggiore chiarezza a operatori e

---

<sup>10</sup> V. la bozza dei Principi e delle Annotazioni in materia di politiche di *engagement* delle società quotate elaborata dall'Osservatorio sulle Politiche di Dialogo con gli Azionisti istituito da Assonime, disponibile al link: <http://www.assonime.it/Eventi/gruppi/Pagine/Osservatorio-sulle-Politiche-di-Dialogo-con-gli-Azionisti.aspx>.

interpreti, fermo restando che non si deve dimenticare la natura e la forza vincolante di queste indicazioni in sede di *enforcement*, in particolare qualora esse potrebbero essere poste alla base di una censura. In altre parole, il valore principale di documenti come quello qui commentato dovrebbe essere soprattutto nel chiarire la legittimità di certe condotte, mentre maggiore cautela occorre nell'impiegarle a fini sanzionatori in quelle aree nelle quali le regole "*hard*", primarie e secondarie, non sono del tutto univoche.

# NOTE MINIME GENERALI DI E SULL'ERMENEUTICA DELLA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE\*

di Vincenzo Cariello

SOMMARIO: 1. Disciplina delle operazioni con parti correlate e corretta domanda ermeneutica di vertice. – 2. Disciplina delle operazioni con parti correlate, *rationes* di tutela e funzione antielusiva: la comparazione selettiva tra tecniche di significazione con prevalenza di esiti di significazione derivanti dall'impiego, con esito di convergenza e reciproca inclusione, delle tecniche di significazione teleologiche, di quelle cc.dd. pragmatiche e di cc.dd. logica delle preferenze. – 3. La Comunicazione CO.N.SO.B. n. 78683 del 2010 quale documento normativo di interpretazione autentica e le immediate implicazioni ermeneutiche.

1. *Disciplina delle operazioni con parti correlate e corretta domanda ermeneutica di vertice.* – Non solo a ragione del linguaggio cui si affida l'Autorità di Vigilanza nel formulare i suoi enunciati dispositivi<sup>1</sup>, la disciplina CO.N.SO.B. delle operazioni con parti correlate è, sempre di più, normativa che reclama e impone appropriata competenza testuale<sup>2</sup>, spiccata sensibilità ermeneutica e connessa avvedutezza interpretativa. Ciò dipoi in funzione della predisposizione delle regole delle singole procedure e della loro applicazione<sup>3</sup>. Sì che l'efficacia delle procedure in fase applicativa, invocata dal §

---

\* Una versione assai più estesa del contributo è destinata, con il medesimo titolo, al fascicolo n. 2/2022 della *Rivista di diritto societario*; v., altresì, V. CARIELLO, *Paradigmi e linguaggi interpretativi. Il diritto societario tra interpretazione e applicazione: saggi di ermeneutica giuridica* (Torino, 2022), 305 ss., cui, più nel complesso, rinvio anche per più articolate riflessioni sulle questioni ermeneutiche a fondamento dei paragrafi 2.e 3.

<sup>1</sup> Quali autentici "prodotti" di un'attività di formulazione/posizione di regole prescrittive: v. anche oltre.

<sup>2</sup> La intendo nell'accezione fissata da E. COSERIU, *Linguistica del testo. Introduzione a una ermeneutica del senso*, Roma, 1997, 68: tecnica del *sapere* come vengono plasmati determinati testi o tipi di testi.

<sup>3</sup> Il «fenomeno della comprensione e della retta interpretazione del compreso» costituisce la celebre definizione/identificazione programmatica gadameriana dell'*hermeneutisches Problem*: H.G. GADAMER, *Wahrheit und Methode. Grundzüge einer philosophischen Hermeneutik*, 2.Auf., Tübingen, 1965, XXV. Essa si salda [cfr. V. CARIELLO, *Comparazioni e interpretazione*, Torino, 2020, 9 s., nt. 16] con la nota (ma nondimeno non di rado equivocata) convinzione gadameriana relativa all'«atto interpretativo inteso come unità», come «processo unico» [H.G., GADAMER, *op. cit.*, (in particolare), 291 e 293 s. (l'applicazione costituisce, come comprensione e interpretazione (spiegazione), un aspetto costitutivo dell'atto interpretativo inteso come unità («Anwendung ein ebenso integrierender Bestandteil des hermeneutischen Vorgangs ist wie Verstehen und Auslegen»); «la conoscenza di un testo legale e la sua applicazione al caso giuridico concreto sono due atti separati, ma un processo unico» (invero, in parte delle contemporanee teoria generale del diritto/dell'interpretazione e filosofia del diritto tedesche, *Rechtsauslegung* e *Rechtsanwendung* sono talmente compenetrata da non comprendersi se avvinte da un'unità solo funzionale ovvero anche strutturale: di recente, cfr., ad esempio, J. BRAUN, *Aspekte der Rechtsanwendung*, in *ARSP*, 2019, 44 ss.; v. pure R. ZIMMERMANN, *Juristische Methodenlehre in Deutschland*, in *RabelsZ*, 2019, 256 ss.)]. Ma – a scanso di equivoci – questo non significa affatto che per H.G. GADAMER «comprendere e applicare coincidono in un unico atto [...]: non si tratta di unità (strutturale) di atto, ma di unità funzionale»: così, lucidamente, L. MENGONI, *Teoria generale dell'ermeneutica ed ermeneutica giuridica*, in ID., *Ermeneutica e dogmatica*



6.1 della Comunicazione CO.N.SO.B. n. 78683 del 24 settembre 2010, può essere realmente e sostanzialmente perseguita e raggiunta a condizione che si sia attrezzati per maneggiare la disciplina con completa accortezza ermeneutica.

La Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (come aggiornata con le modifiche apportate dalla Delibera n. 21624 del 10 dicembre 2020) è, all'evidenza, un "testo/documento normativo", come tale esprimente disposizioni necessitanti interpretazione e conseguente applicazione alla stregua delle tecniche di significazione normativa legittimate nel nostro ordinamento. Essa – Delibera – e esso – testo/documento normativo – si *strutturano in, con*<sup>4</sup> e *tramite*<sup>5</sup> un linguaggio prescelto dall'Autorità perché, evidentemente, da essa avvertito come il più adeguato, appropriato e intellegibile a/per esprimere il prodotto della propria attività regolamentare in funzione applicativa. Con un linguaggio normativo che – è ragionevole addurre – l'Autorità intende (da parte sua) e auspica sia (pur sempre tramite interpretazione) intendibile e inteso (dai destinatari degli enunciati) il più confacente a neutralizzare ovvero almeno ridurre al minimo, e per quanto possibile, ambiguità e vaghezza<sup>6</sup> "*di significato*" (ovvero ambiguità e vaghezza del testo e/o di sue componenti che deve/devono essere "*significato*" / "*significati*") e tutte gli altri fattori *del/nel/attorno al testo* complicanti conoscenza, comprensione, interpretazione e applicazione del suo prodotto dispositivo<sup>7</sup>.

---

*giuridica. Saggi*, Milano, 1996, 16, nt. 58. A me pare da confermare che un testo (anche) normativo *compreso* non si possa dire ancora *interpretato*. *Nella comprensione l'interpretazione è ancora sospesa* (nel senso che sono sospese le risposte alle domande interpretative generate dal testo): e v. P. RICOEUR, *Dal testo all'azione. Saggi di ermeneutica*, ult. ristampa (Milano, 2016), 141 («*rimuovere la sospensione del testo e portarlo a compimento nella parola, restituendolo alla comunicazione vivente: allora lo interpretiamo*»). Forse è attendibile affermare che la distinzione gadameriana tra comprendere e interpretare sarebbe ignota all'uso comune dei giuristi (il che non vuol dire ignota a *tutti* i giuristi), per i quali comprendere significa interpretare: così M. LUCIANI, voce *Interpretazione conforme a costituzione*, in *Enc. dir., Annali*, IX, Milano, 2016, 403, nt. 101. Nondimeno, da una parte, si tratta di distinzione ermeneuticamente proficua anche per il giurista; dall'altra, come appena sopra ricordato, la distinzione non pregiudica l'unità del processo (colto anche sotto il profilo dell'unità tra conoscenza e applicazione: e v. pure M. LUCIANI, *op. cit.*, 427), a prescindere poi che si creda di potere apprezzare in H.G. GADAMER un peso diverso concesso e riservato alle componenti ermeneutiche del processo medesimo.

<sup>4</sup> Ciò coglie il "*momento/movimento interno*" del testo, la sua vocazione come testo *posto ma non ancora interpretato* e (per ciò, in quanto appunto tale) *applicabile e da applicare*.

<sup>5</sup> A sua volta, ciò indica il "*momento/movimento esterno*" del testo, la sua vocazione come testo *non solo posto, ma già interpretato* e (per ciò, in quanto appunto tale) *applicabile e da applicare*.

<sup>6</sup> Adotto le definizioni di ambiguità e vaghezza per come diffusamente in auge nella filosofia del linguaggio: per cui ricorre la prima allorché a un testo (e/o una espressione che lo compone) si possono associare, in forza di convenzioni linguistiche, più significati lessicali e/o strutturali; la seconda laddove le condizioni di applicazione di un testo (e/o di sue componenti) non siano determinate/determinabili con precisione dalle convenzioni linguistiche.

<sup>7</sup> Mi preme precisare, senza intrattenermi a sviluppare il ragionamento che presiede alla precisazione, che reputo che per quanto tali condizioni siano dal legislatore più evoluto e attento neutralizzate ovvero ridotte al minimo, tale opera di riduzione al minimo/di neutralizzazione non renderà mai non necessitato e superfluo il lavoro significante/di significazione dell'interprete. Nessun testo normativo, per come posto (comunque esso sia posto), è *ermeneuticamente assolutamente autosufficiente*, nel senso di *assolutamente bastevole a sé stesso in funzione di essere immediatamente interpretato e applicato*. Un testo può al massimo (e a tutto concedere) bastare a sé stesso al fine di essere conosciuto e compreso *linguisticamente* (secondo le regole basilari ed elementari dell'idioma in cui è formulato), non già però anche per essere interpretato e applicato (e se il testo è solo conosciuto e compreso non è ancora, per ciò, già interpretato e applicabile), poiché il testo conosciuto e compreso ancora *tralascia* il *significato interpretativo* del medesimo (*significato interpretativo* che forse, però, è espressione non del tutto rigorosa, giacché invero è *interpretato* quel testo "*significato*" – reso oggetto e provvisto di almeno *una significazione prescelta* – e non solo "*significati*").

In vertice, la *domanda ermeneutica corretta*<sup>8</sup>, che solo apparentemente e preliminarmente agisce su un piano puramente teorico, è così sintetizzabile: quali le *tecniche di significazione più appropriate* in funzione della *produzione degli esiti di significazione più plausibili* della disciplina delle operazioni con parti correlate?

2. *Disciplina delle operazioni con parti correlate, rationes di tutela e funzione antielusiva: la comparazione selettiva tra tecniche di significazione con prevalenza di esiti di significazione derivanti dall'impiego, con esito di convergenza e reciproca inclusione, delle tecniche di significazione teleologiche, di quelle cc.dd. pragmatiche e di cc.dd. logica delle preferenze.* – Più esattamente: quale linguaggio interpretativo più giusto<sup>9</sup> che può fare “parlare” in modo più plausibile la disciplina CO.N.SO.B. delle

vo”, vale a dire esprimente *potenziali significati* e, quindi *aperto a significazione*). Non mi trattengo, quindi, qui a dialogare sulla c.d. autosufficienza del (di un) testo: v., ora, alcune considerazioni di sintesi in M. ORLANDI, *Introduzione alla logica giuridica*, Bologna, 2021, 110 ss.

<sup>8</sup>La domanda ermeneutica gadameriana – e, prima ancora, socratico-platonica – rimanda alla «*comprehensione del testo come comprensione della domanda*» posta dal testo, in considerazione del «*primato ermeneutico della domanda*» («*der hermeneutische Vorrang der Frage*»): H.G. GADAMER, *op. cit.*, 344 ss. [e nell'ermeneutica giuridica tedesca, cfr., per tutti, M. KRIELE, *Theorie der Rechtsgewinnung entwickelt am Problem der Verfassungsinterpretation*, Berlin, 1967, 159 ss. e 282 ss. («*auch das Präjudizienrecht ist Normenrecht*»); J. ESSELER, *Vorverständnis und Methodenwahl in der Rechtsfindung*, Frankfurt a. M., 1970, 134)]; v. anche, tra altri, pure con ulteriori punti di partenza e scenari di approdo, A. ARNIO, *The Rational as Reasonable*, Dordrecht, 1987, 43 ss. e 187 ss. (il procedimento giustificativo è sostanzialmente un dialogo, serie di domande e risposte).

<sup>9</sup>In assai estrema sintesi [ampiamente, V. CARIELLO, *Linguaggi interpretativi normativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 441 ss.], «*l'interpretazione si compie* [non può che compiersi] *nel linguaggio*» e, prima ancora, «*il linguaggio è il mezzo universale in cui* [e “con” e “da” cui] *si attua* [non può che attuarsi] *la comprensione stessa*»: H.G. GADAMER, *op. cit.*, 350 e 366. Il «*pensare interpretativo*» [«*[I]nterpretative Denken*»]: T. VIEHWEG, *Topik und Jurisprudenz. Ein Beitrag zur rechtswissenschaftlichen Grundlagenforschung*, 5. Aufl., München, 1974, 88] *si fa* interpretazione *con e per mezzo* del linguaggio. L'interpretazione è un *prodotto* del linguaggio. Questo è lo strumento del *lavoro significante* che “*dà*” l'*esito di significazione* è solo con il linguaggio che si può accordare un significato a un significante; è solo con il linguaggio che l'interpretazione viene giustificata; il linguaggio svolge la essenziale funzione ordinante dell'interpretazione. Sul linguaggio è *edificata* l'interpretazione, il linguaggio *identifica* l'interpretazione. Il linguaggio è il “*come*” e il “*che cosa*” dell'interpretazione, rende possibile, nel senso di percepibile ed esistente, la *risposta interpretativa* alla *domanda interpretativa* del testo. L'interpretazione *si mostra* nel linguaggio; il linguaggio *dimostra* l'interpretazione; il linguaggio *determina* l'interpretazione (ma non “una volta per tutte”). La plausibilità di una interpretazione dipende dal linguaggio nel quale “è”. Nulla dice il linguaggio interpretativo se non ciò che il testo può dire. Il linguaggio connette l'interpretazione al testo, “*ne dice*” i significati. Il linguaggio *dice dell'*interpretazione e *la dice*. Il linguaggio *media* l'interpretazione tramite il significato dal linguaggio *restaurato*: il linguaggio *restaura* il significato di un testo che quel significato *già ha*, proprio perché il linguaggio *afferma* il significato del testo interpretato. Il linguaggio pone in relazione univoca gli elementi disgiunti della significazione del testo, tramutandoli in sua interpretazione. Il linguaggio è *viatico* del testo per la realtà, consegna il testo alla realtà destinataria della sua applicazione. Il linguaggio è “*in sé*” di ogni interpretazione (anche normativa oggettivizzata, la quale è *nel* e *tramite il (un) linguaggio interpretativo normativo* (qui inteso come *linguaggio dell'interpretazione normativa*): ogni linguaggio del testo normativo deve *transitare* dal linguaggio interpretativo per divenire *interpretazione-testo interpretativo e interpretante* del testo normativo e, come tale, *testo interpretato*. Il linguaggio normativo non “*si dà*”, non può essere “*restaurato*” e reso se non come linguaggio interpretativo e il linguaggio dell'applicazione di un testo normativo è il linguaggio interpretativo che fa di un linguaggio normativo un linguaggio applicabile e da applicare. Il linguaggio *significa* l'interpretazione e l'interpretazione *significa* “*qualcosa*” solo in un linguaggio: poiché il linguaggio non si limita a *descrivere* l'interpretazione, ma ne *indica* le tecniche di (per la) posizione di significati. Solo in un linguaggio interpretativo un testo “*ha*” significato, così come l'interpretazione “*ha*” significato solo in un linguaggio. Il linguaggio, se davvero interpretativo, *ri-crea* il testo per la sua applicazione (il testo è *là, nella realtà*, per essere *interpretato*; una volta interpretato *con* il

operazioni con parti correlate? A mio avviso, la risposta si compone di diversi passaggi, tra essi concatenati; e che, mi parrebbe, riflessioni altrove dettagliatamente sviluppate<sup>10</sup>, si candidano a selezionare e concatenare con ragionevole chiarezza.

La disciplina in parola è fortemente orientata al e dal suo «*profilo teleologico*»<sup>11</sup>, alle e dalle sue *rationes* dominanti di tutela (di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale, a beneficio degli interessi della società e degli azionisti che non sono parte correlata, inclusi ma non solo gli azionisti di minoranza<sup>12</sup>). Ermeneuticamente, ciò implica che, tra i diversi esiti di significazione potenzialmente plausibili delle disposizioni-testi normativi in cui si articola la Delibera n. 17221/2010, è tendenzialmente più plausibile quello che, comparato con gli altri, assecondi una maggiore funzionalità di perseguimento di tali *rationes*, le quali, di per sé, «*qualunque cosa ratio possa esprimere o implicare..., mette capo a uno scrutinio degli interessi in conflitto, e alla fissazione dell'interesse [qui tenderei a dire degli interessi] in conflitto*»<sup>13</sup>.

Tale prospettiva ermeneutica generale avvalorata la propensione a invocare e praticare, congiuntamente, con esito di convergenza e reciproca inclusione<sup>14</sup>, con loro «*azione reciproca e in continuità*» e «*secondo convergenza*»<sup>15</sup>, sia le tecniche di significazione teleologiche (preferirei, nella loro variante c.d. oggettiva, e pur non trascurando la non autosufficienza in assoluto di tali tecniche<sup>16</sup>), sia i cc.dd. argomenti «della logica delle

---

linguaggio è là, nella realtà, per essere applicato); è la condizione per l'applicazione del testo. Il linguaggio interpretativo è «*l'in sé*» dell'interpretazione nello sforzo di consentire a questa «*non...tanto [di] sopprimere l'ambiguità quanto [di] comprenderla e [di] esplicitarne la ricchezza*»: P. RICOEUR, *op. cit.*, 66. Ed è così che il testo normativo può «parlare» solo se integrato in e veicolato da un «*linguaggio giusto*» idoneo a «*fare parlare il testo*» [H.G. GADAMER, *op. cit.*, 375]; e l'interpretazione più plausibile è quella resa tale dal linguaggio interpretativo più plausibile proprio perché e in quanto linguaggio «più giusto». Linguaggio giudicato, tra i possibili, il più pertinente (in quanto più tecnicamente appropriato, accessibile e convincente) a esporre e a *informare* sull'esito di significazione più plausibile: poiché il linguaggio interpretativo prescelto è deputato a veicolare *l'esito di significazione e a informare sulla sua plausibilità di grado superiore*.

<sup>10</sup> V. CARIELLO, *opp. cit.*; nonché ID., *Sulle valenze ermeneutiche del tipologico*, in corso di pubblicazione negli atti della Giornata di Studi *Tullio Ascarelli e il ragionamento tipologico*, Tor Vergata Università degli Studi di Roma, 18 giugno 2021, nonché in *Jus*, 2022.

<sup>11</sup> Traggo l'espressione dalla giurisprudenza costituzionale (ovviamente, non riferita alla disciplina in esame): tra le altre, Corte Cost., 19 ottobre 2021, n. 213; Corte Cost., 23 giugno 2021, n. 166; Corte Cost., 10 febbraio 2021, n. 30.

<sup>12</sup> Così, sostanzialmente, lo spettro degli interessi tutelati da *ogni* disciplina delle operazioni con parti correlate secondo i Considerando (42)-(43) della Direttiva (UE) 2017/828; nonché art. 9-*quater*, § 1, lett. b), della Direttiva.

<sup>13</sup> M. ORLANDI, *op. cit.*, 208.

<sup>14</sup> Per questa dinamica di comparazione tra tecniche (*le* ovvero *alcune* tecniche: c.d. uso selettivo e c.d. uso complessivo), V. CARIELLO, *Comparazioni e interpretazione*, cit., 51 ss. e 63 ss.

<sup>15</sup> C. PERELMAN-L. OLBRECHTS-TYTECA, *Traité de l'Argumentation. La nouvelle rhétorique*, 2 éd., Bruxelles, 1970, 610 e 624 ss.

<sup>16</sup> *Tecniche di significazione teleologiche* al plurale, in quanto l'elaborazione ermeneutica propone una (seppur contenuta, ma neppure circoscritta all'elementare dicotomia *tecnica di significazione teleologica in senso stretto-tecnica di significazione di c.d. riduzione o restrizione teleologica della fattispecie*) varietà di *tecniche di significazione teleologiche* attuative del *progetto ermeneutico teleologico*. Rammento poi l'incessante dibattito sull'accezione («oggettiva» ovvero «soggettiva») della regola ermeneutica teleologica. Emblematica la situazione di diritto tedesco: cfr., per una rassegna delle principali posizioni, R. ZIMMERMANN, *op. cit.*, 261 ss. Esperienza, quella tedesca, nella quale, in particolare, avveduta dottrina ermeneutica (esaminando la «*objectiv*»-*teleologische Auslegung*), ha osservato come «*il fatto che questa regola interpretativa sia nebulosa può spiegare il favore che riscuote tra i giuristi che non desiderano alcuna intrusione nel loro campo*» e che tale nebulosità «*giustifica la raccomandazione pragmatica di utilizzare questo*

*metodo con parsimonia*» (W. HASSEMER, *Metodologia giuridica e pragmatica giudiziaria*, in *Criminalia. Annuario di scienze penalistiche*, 2007, 91); mentre altri, sempre di recente, ha rammentato come taluni considerino l'interpretazione teleologica «*circulaire et superflue*» [T.M.J. MÖLLERS, *Comment raisonnent et travaillent les juristes. Conséquences sur le rôle des méthodes juridiques dans la formation juridique*, in *Revue internationale de droit comparé*, 2019, 482], obiettando, però, a favore della considerazione del *telos* come «una premessa, che deve essere rafforzata con altre figure argomentative», quali i ragionamenti cc.dd. logici, gli assetti di interessi e, appunto, le conseguenze: T.M.J. MÖLLERS, *op. cit.*, 482 s.; e altri ancora ha scritto della interpretazione teleologica come “sfida” per la coerenza (L. HÜBNER, *Eine Rom-VO für das Internationale Gesellschaftsrecht- zugleich ein Beitrag zur Kohärenz im Internationalen Gesellschaftsrecht* -, in *ZGR*, 2018, 162 ss.). Questa controversia sulla “tenuta” della regola interpretativa teleologica non oscura la duplice conosciuta constatazione, *da una parte*, che tale regola mantiene tutt'altro che esiguo credito come “regola ultima e finale”, regola “aurea” dell'interpretazione normativa, su tutte le altre prevalente (formalmente e/o sostanzialmente), al riparo (*id est*, a prescindere) da ogni eventuale gerarchia che la sottordini ad altra/altra regole; *dall'altra*, che non è parimenti raro trovare teorizzato che la c.d. giustificazione teleologica costituisca una della macro-strategie giustificative (posta accanto, ad esempio, alle giustificazioni empirica, c.d. coerentista, pragmatica, della fondazione ultima: cfr., tra altri, I. TESTA, *Pluralismo discorsivo e ragionamento giuridico: forme dell'argomentazione*, in *Ars Interpretandi*, 2010, 73). Più generalmente, sul piano dei *punti di vista degli interpreti* (o *punti di vista interpretativi*) è fuori discussione che nessuna tecnica di significazione goda, nella nostra esperienza come in quelle straniere, di incontrovertibile decisività di impiego, qualunque delle tecniche anche più accreditate risultando, a seconda pure delle “epoche ermeneutiche” (e delle “comunità interpretanti” che ne condizionano i “paradigmi ermeneutici”), esposta a rilievi di maggiore ovvero minore attendibilità di produzione degli esiti di significazione dei testi normativi. Ciò dipende da quella tendenza, costantemente presente nell'elaborazione ermeneutica, contrassegnata dall'attribuzione di prevalenza a una ovvero più tecniche di significazione rispetto ad altre (e che non risparmia neppure l'accreditata tecnica teleologica). Come ho già rimarcato [V. CARIELLO, *op. ult. cit.*, 40 ss.], la comparazione selettiva, con esito di divergenza, delle tecniche di significazione legittimate dal nostro ordinamento può dipendere, e di fatto dipende, da fattori endogeni e fattori esogeni rispetto alle tecniche. I fattori endogeni pertengono la tecnica come tale, per la sua avvertita intrinseca migliore persuasività come regola di significazione comparata ad altre ovvero alle altre, persuasività pertanto sempre sovraordinata rispetto a quella di altre tecniche di significazione. Una tecnica prevale sull'altra perché è ritenuta, in generale nel nostro ordinamento, preferibile alle altre, in primo luogo in ragione della convinzione di un'originaria (genetica), imm modificabile, gerarchia, prescritta dalle legge interpretativa di un sistema e/o dalla gerarchia comunque tipizzabile; ovvero in forza della convinzione di una prevalenza da doversi accordare a una tecnica rispetto alle altre – o ad alcune tecniche su un'altra ovvero su altre – in assenza di una gerarchia ermeneutica di sistema che riguardino tecniche legittime ma non gerarchizzabili. In alternativa, ci si può orientare – e ci si orienta – verso la prevalenza generale di persuasività di una tecnica di significazione sulle altre – o di alcune tecniche su un'altra ovvero su altre – perché si avverte che la prevalenza risponde a una revisione della gerarchia genetica, per come legittimamente da riordinare e ricalibrare dall'attività interpretativa e applicativa ovvero legittimamente riordinabile e ricalibrabile. Nella comparazione selettiva, con esito di divergenza, più radicale i fattori endogeni marciano, come tipologicamente essenziali o assai verosimili, le differenze e le autonomie “ontologiche” e applicative delle singole tecniche di significazione uno dei quali soltanto avvertito come plausibile rispetto alla disposizione sia come tale, sia per come applicabile alla fattispecie, o comunque *il più* plausibile. Sono queste differenze e autonomie ad accreditare progetti ermeneutici di significazione alternativi. La reciproca fungibilità delle tecniche rispetto al progetto ermeneutico di significazione risulta, così, formalmente e sostanzialmente annullata. Ogni tecnica di significazione trova la sua prova di resistenza nelle altre; non si compenetra con le altre. Ogni tecnica è considerata *idiosincratca* rispetto alle altre, non se ne persegue (se si preferisce: è indifferente perseguirne, ma comunque si tende a evitarlo) la convalidazione *tramite* le altre. Gli spazi tra le tecniche sono avvertiti e vissuti come tendenzialmente immobili o a mobilità assai ridotta (e, comunque, sempre nettamente cristallizzabile), si lavora per mantenerli tali, perché l'assottigliarsi delle rispettive valenze ermeneutiche non alteri la identità e le peculiarità ermeneutiche di ogni tecnica comparata alle altre. Dal canto loro, tra i fattori esogeni, i punti di vista interpretativi agiscono come fattori si tratta di fattori accomunati dalla costante secondo la quale la prevalenza di una tecnica su un'altra (sia che si atteggi come prevalenza per un'autentica assoluta esclusione delle regole alternative, sia che funzioni quale prevalenza per la sovraordinazione rispetto a queste ultime) è segnata e determinata, solo o anche, da componenti o elementi estranei alla persuasività intrinseca della tecnica come tale, propriamente esterni alle regole legali di funzionamento della tecnica (sebbene, contestualmente, vengano intesi e presentati come componenti o elementi che salvaguardano, e in ogni

preferenze” e i cc.dd. argomenti pragmatici<sup>17</sup> o (ancora più latamente) i cc.dd. argomenti sostanziali<sup>18</sup>, quali, ad esempio, quello consequenzialista<sup>19</sup>, nonché – in questo caso, con esplicita menzione di rilevanza gerarchica talvolta da parte della stessa CO.N.SO.B.<sup>20</sup> – l’argomento della c.d. prevalenza della sostanza<sup>21</sup>, a sua volta prope-

---

caso non osteggiano la legittimità dell’esito di significazione conseguito) e che vengono fatti agire sulla singola tecnica, la cui interpretazione e applicazione consistono anche in un effetto di reazione della medesima tecnica ai fattori. Le componenti o gli elementi estranei sostanzialmente conformano e orientano, o concorrono a conformarne e a orientarne, in modo decisivo ovvero a sua volta convergente con i fattori endogeni, la scelta, l’agire e il funzionamento della tecnica. I diversi punti di vista interpretativi calibrano la forza espansiva di una regola della legge interpretativa a discapito delle altre, modellano la versatilità ermeneutica che permette a una regola di erodere gli spazi d’invocazione delle altre e, così, di sottrarre alle regole in concorrenza ambiti di applicazione. All’espansione applicativa di una tecnica corrisponde la restrizione d’impiego delle altre, sforzando una tecnica si allenta la presa ermeneutica delle altre, gli esiti di significazione generati da una tecnica sottraggono spazio a quelli prodotti dalle altre. I punti di vista interpretativi si formano, tra l’altro, sulle *rationes* di ogni singola tecnica di significazione. *Rationes* le quali non risultano affatto concepite come fisse e immutabili, bensì cangianti e mobili e, a ogni modo, controverse. E difatti, è identificabile, in prima analisi, una controversia sulla *ratio* di ogni tecnica alla base, ad esempio, dei conflitti di attribuzione di significato alla, e quindi di impiego della, regola dell’interpretazione normativa *teleologica*, *sistematica*, *analogica* e, ovviamente, *letterale*. Le controversie – altalenanti nell’intensità, ma costanti – di significato delle tecniche non sono esenti, bensì più o meno fortemente condizionate, dai punti di vista degli interpretanti sul *come* ognuna di queste tecniche vada intesa e debba funzionare in generale nel sistema giuridico di riferimento. In questi punti di vista sono convogliate anche «*aspettative di senso*» [«*Sinnerwartungen*»: H.G. GADAMER, *op. cit.*, 275] di cui l’interpretante si fa portatore e portavoce rispetto alla singola tecnica. Rilevano poi i punti di vista che gli interpretanti hanno della/sulla *effettiva efficacia di significazione* della singola tecnica nel singolo sistema giuridico e che li condiziona, non di rado, nel disapplicarla ovvero subordinarla a favore di altra/altra. Si adduce, in particolare, la improduttività ermeneutica di una tecnica rispetto alla specifica fattispecie oggetto di sua applicazione, quando, in realtà, in non rare occasioni, dalla presunta occasionale sterilizzazione pare trasparire un punto di vista interpretativo di portata generale, vale a dire il discredito complessivo che la tecnica incontra nell’interpretante che la emargina, con linguaggi interpretativi più o meno elaborati, a favore di altre tecniche. Tendenza non rara, come noto, è quella che colloca, in prima linea su questa professata improduttività o comunque debole produttività di significazione, la *regola letterale*. Ma, a sua volta, soprattutto la *regola interpretativa teleologica*, e pure l’*analogica* – le quali possono venire “in concorrenza” tra di loro oppure, all’opposto, assieme “cospirare. –”, non sembrano sempre venire scartate solo laddove si pensi risolutiva invece, nel caso concreto, la regola letterale (soprattutto, nonostante contrarie credenze, nei confronti della regola teleologica) ovvero quella sistematica (in competizione alternativa con quella analogica e/o con la medesima teleologica); bensì anche in ragione di punti di vista interpretativi che, di là di riconosciute e operanti gerarchie, avvalorino *per principio* la criticità ermeneutica ovvero addirittura l’inaffidabilità della ricerca del fine così come dello scopo (dell’autore del testo e/o del testo medesimo), e del ragionamento di tipo analogico.

<sup>17</sup> Peraltro, da accertamente maneggiare, in modo sorvegliato e rigoroso.

<sup>18</sup> Non qui esattamente intesi nell’accezione proposta da H. KLOOSTERHUIS, *The Strategic Use of Formal Argumentation in Legal Decisions*, in *Ratio Juris*, 21 (2008), 501 s. Per inciso, contesto che, nel loro effettivo funzionamento, nella loro concreta “resa ermeneutica”, gli argomenti cc.dd. sostanziali si prestino più facilmente a essere neutralizzati da argomenti cc.dd. formali. Un’affermazione così netta ignora, invero, proprio le possibili variabili delle dinamiche comparative tra tecniche di significazione, le loro possibili strategie applicative e altre componenti condizionanti la comparazione selettiva, con esito di divergenza e reciproca esclusione, tra tecniche di significazione “formali” e “sostanziali”.

<sup>19</sup> A me pare che, ancora prima che sul piano interpretativo-applicativo, la CO.N.SO.B. ragioni normativamente in termini di consequenzialismo giuridico allorché, ad esempio, prevede, con riguardo all’individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza, che «[q]ualora un’operazione o più operazioni tra loro cumulate...siano individuate come “di maggiore rilevanza”...e tale risultato appaia manifestamente ingiustificato in considerazione di specifiche circostanze, la Consob può indicare, su richiesta della società, modalità alternative da seguire nel calcolo dei suddetti limiti» (Delibera n. 17221/2010, Allegato 3, § 2).

<sup>20</sup> Cfr., ad esempio, Delibera n. 17221/2010, Appendice, § 3.1.

<sup>21</sup> Argomento retorico o persuasivo, o modo interpretativo, che, appunto, ritengo di potere catalogare tra

deutico a realizzare l'esito di significazione che, mutuando qui un'occorrenza terminologica propria del generale frasario ermeneutico della giurisprudenza della Corte di Giustizia, si denoti come consacrante e realizzante il c.d. effetto utile della disciplina.

La preferenza per queste tecniche di significazione si dimostra poi strettamente funzionale al privilegio da accordare a interpretazioni cc.dd. antielusive della disciplina (c.d. funzione antielusiva della disciplina)<sup>22</sup>. In questa prospettiva, è più giusto quel linguaggio interpretativo che avvalori e pratici esiti di significazione orientati a evitarne la elusione sostanziale e, nel caso di fattispecie rientranti in "aree o zone grigie" di applicazione della disciplina, a rendere prioritari esiti di significazione diretti all'applicazione piuttosto che alla non applicazione: sicché suona più giusto quel linguaggio interpretativo rivolto a decretare (piuttosto che a escludere) l'applicazione della disciplina in casi di dubbi di sussunzione di una operazione nel suo ambito. E ancora: sul piano di predisposizione delle procedure da parte delle società, non potrà ambire a conseguire un giudizio di adeguatezza ed efficacia quella disciplina interna delle operazioni che si accontentasse di replicare quanto previsto dalla disciplina CO.N.SO.B. "in via minimale", omettendo di valutare se soluzioni più rigorose e stringenti non si rivelino, in realtà, per le specifiche caratteristiche (non solo partecipative) dell'emittente, quelle più idonee a realizzare i predetti effetti ermeneutici (interpretativi e applicativi)<sup>23</sup>.

---

gli argomenti cc.dd. pragmatici, anche se esso venga catalogato come "principio" (che, alla fine, sarebbe comunque principio interpretativo e applicativo della disciplina ovvero di singole sue disposizioni).

<sup>22</sup> Funzione evidentemente antielusiva rivelano alcune «indicazioni»/alcuni «orientamenti» «per l'applicazione» contenuti nella Comunicazione n. 78683/2010: ad esempio, l'accezione in cui intendere il carattere favorevole del parere degli indipendenti (§ 13, 23 s.); la nozione di c.d. parere sotto condizione o condizionato (*ivi*); la nozione di interessi significativi (§ 21, 9 ss.); le soglie di rilevanza ridotte per operazioni di maggiore rilevanza riguardanti attività ovvero beni di rilevanza strategica per l'attività dell'emittente (§ 2.1, 6); la definizione di operazioni ordinarie (§ 3.4, 11). Mi preme osservare, nondimeno, che, rispetto alle modifiche da ultime apportate alla Delibera Sul piano della produzione giurisprudenziale in materia, denota funzione antielusiva l'*obiter dictum* di Cass., 9 ottobre 2018, n. 20689, il quale, in definitiva, propone un'interpretazione della nozione/fattispecie del "disegno unitario" in funzione applicativa più estesa rispetto all'informativa sul cumulo (art. 5, comma 2, Delibera n. 17221/2010) cui è normativamente riferita (e qui vi è pure la eco di un inciso contenuto nel § 2.1.,7, Comunicazione n. 78683/2010). Mi preme osservare, tuttavia, che la complessiva funzione antielusiva della disciplina mi pareva più accortamente e rigorosamente presidiata dal testo messo in consultazione il 31 ottobre 2019 e che meglio valorizzava - come la risposta di Assogestioni alla consultazione rimarcava - le opzioni normative dischiuse dalla natura di armonizzazione minima della Direttiva (UE) 2017/828, dalla flessibilità della regolamentazione esistente, dall'esperienza applicativa e dalle peculiarità del mercato italiano. E invece, le criticità presumibilmente sollevate da alcune modifiche hanno indotto ad alcuni "passi indietro" (più che "lateralmente"), i quali non mi sembrano giustificati nemmeno alla luce di un principio di proporzionalità. Tra questi "passi indietro" segnalo, in particolare, (i) la soppressione del verifica del rispetto delle condizioni di esenzioni a tutti i casi di esenzione: giacché l'abbandono di questa più stringente previsione si espone a sottovalutare i rischi, evidenziati dalla prassi applicativa, connessi all'errata qualificazione di un'operazione (qualunque sia la rilevanza) come esentabile ed esentata e non tiene conto dell'esigenza, e non semplicemente dell'opportunità, che - come sempre ha evidenziato Assogestioni nella risposta alla consultazione - che il comitato degli indipendenti acquisti consapevolezza del complesso delle operazioni poste in essere nell'anno di riferimento; (ii) la revisione della previsione (posta in consultazione) concernente il coinvolgimento del comitato degli indipendenti dalla fase iniziale delle trattative e nella fase istruttoria, sostituito dalla più blanda previsione del coinvolgimento tempestivo e del flusso informativo aggiornato, oltre che completo.

<sup>23</sup> Non difettano esempi espliciti di tale obbligo di valutazione dell'emittente. Alludo, ovviamente, all'art. 4, comma 2 (applicazione delle procedure a soggetti diversi dalle parti correlate quali obbligatoriamente da censire e mappare), Delibera n. 17221/2010; al § 2.1 (5-6: soglie di rilevanza inferiori per le operazioni di maggiore rilevanza idonee a incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente: e v. pure § 2.1, ultimo capoverso, 7, Comunicazione n. 78683/2010) e al § 3.4 (valutazione degli elementi rilevanti per la

3. *La Comunicazione CO.N.SO.B. n. 78683 del 2010 quale documento normativo di interpretazione autentica e le immediate implicazioni ermeneutiche.* – Il lavoro significativo o di significazione della disciplina CO.N.SO.B. dovrebbe beneficiare, in modo nondimeno non totalmente assorbente ed esauriente, delle *Indicazioni e orientamenti per l'applicazione del regolamento sulle operazioni con parti correlate* “forniti” dalla Comunicazione n. 78683/2010<sup>24</sup>. Alla stregua di una premessa di tecnica di produzione normativa e di ermeneutica normativa, la Delibera n. 17221/2010 e la Comunicazione n. 78683/2010 *sembrano* presentarsi come combinazione di documenti a rilevanza normativa che appodano a una *combinazione* – con quale esatta modalità tecnica di sinergia integrante e integrativa, lo sto per indagare – di esiti di significazione complessivamente riferibili e assegnabili alla disciplina (normativa) delle operazioni con parti correlate<sup>25</sup>.

Per esplicita menzione della CO.N.SO.B., la Comunicazione «*fornisce indicazioni sugli orientamenti che la [Commissione] intende seguire nell'attività di vigilanza sull'attuazione del regolamento in materia di operazioni con parti correlate*» e affronta «*i principali aspetti della...disciplina, precisando il punto di vista della Commissione sulle modalità applicative del Regolamento ritenute più idonee a realizzare gli obiettivi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale individuati dal legislatore*»<sup>26</sup>. Dal punto di vista della teoria (ma pure della pratica) dell'ermeneutica normativa – di là della qualifica più generale ascrivibile all'atto Comunicazione n. 78683<sup>27</sup> –, l'esatta portata/valenza/rilevanza *interpretativa* di questa Comunicazione è, però, tutt'altro che auto-esplicita e di immediata evidenza<sup>28</sup>.

---

qualificazione come ordinaria di un'operazione) della Comunicazione n. 78683/2010. Esempi impliciti concernono tutte quelle disposizioni che affidano la propria prescrizione all'avverbio aggiuntivo «*almeno*» [art. 4, comma 1, lett. a), e-bis (i), Delibera n. 17221/2010].

<sup>24</sup> Di cui, come noto, è attesa una revisione in connessione delle e pure semplicemente traendo ispirazione dalle modifiche della Delibera n. 17221/2010.

<sup>25</sup> V. *infra*.

<sup>26</sup> Comunicazione n. 78683/2010, 1.

<sup>27</sup> A me pare spendibile, per la Comunicazione in parola, la duplice, coesistente qualifica di *documento normativo* (come e in quanto esprime regole: v. anche nel testo e la nota successiva) e di *atto di natura conformativa, sicché provvedimentale*.

<sup>28</sup> Lo sarebbe se ci si accontentasse di affermare che si tratta di un atto di natura conformativa (provvedimentale) a *contenuto interpretativo*, in quanto tale, come atto di tale natura, gravante i destinatari dell'obbligo di conformarsi al contenuto interpretativo. Ma tale qualifica non permetterebbe di cogliere, appunto, più nel dettaglio, esplicitandola, l'esatta qualificazione interpretativa della Comunicazione e le sue conseguenze propriamente ermeneutiche. Lo sarebbe, altresì, se ci si accontentasse di addurre che riuscirebbe del tutto evidente che la CO.N.SO.B., con la *propria* Comunicazione n. 78683, *interpreta sé stessa* (*id est*, la *propria* Delibera n. 17221). In entrambi i casi, la natura interpretativa della Comunicazione risulterebbe come scontata. Per converso, risulterebbe superfluo, ma questa volta “in negativo”, domandarsi – come tra poco propongo – se alla Comunicazione n. 78683 sia assegnabile la qualifica di legge di interpretazione autentica (della Delibera n. 17221), ove si obiettasse che la Comunicazione non è “legge” ai sensi e ai fini della identificazione di una “legge” di interpretazione autentica; e che, comunque, di interpretazione autentica si potrebbe discorrere unicamente con riguardo a una legge. Ma sarebbe immediato obiettare che la questione, nella sostanza, è se la Comunicazione n. 78683 sia un *documento normativo che esprime norme (rectius, disposizioni) di interpretazione autentica* (pur non essendo certamente, formalmente, una legge); e che, comunque, se un soggetto ha la potestà di formulare documenti normativi – i quali, pur non essendo formalmente leggi, esprimono pur sempre regole prescrittive per i loro destinatari [vale a dire «*delle prescrizioni secondo cui taluni comportamenti sono doversi per taluni agenti*»: G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, 1980, 101] –, egli dovrebbe essere altresì investito della potestà di interpretarli autenticamente.

Alcune considerazioni alimentano la necessità che, al contrario, pur muovendosi dalla consapevolezza che la Comunicazione n. 78683 offre *chiarimenti di natura applicativa* (i quali, per essere tali e prima di esse tali, sono necessariamente di *natura interpretativa*), si debba lavorare ermeneuticamente per fissare quale, più specificamente, sia tale portata/valenza/rilevanza della Comunicazione sul piano dell'interpretazione della Delibera n. 17221. Considerazioni che conseguono immediatamente, da una parte, dal linguaggio normativo praticato dalla CO.N.SO.B. in punto di classificazione della tipologia del contenuto della Comunicazione (essa ha per «Oggetto: *Indicazioni e orientamenti per l'applicazione del regolamento sulle operazioni con parti correlate*»; e «*fornisce indicazioni sugli orientamenti che la Consob intende seguire l'attività di vigilanza sull'attuazione del regolamento in materia di operazioni con parti correlate*»; essa «*precis[a] il punto di vista della Commissione sulle modalità applicative del Regolamento...*»); dall'altra, dalla necessità, di fronte al testo della Comunicazione n. 78683/2010, di porsi almeno due corrette domande ermeneutiche di vertice, così sintetizzate ed esplicitate (e che, al contrario, risulterebbero eluse o quanto meno sottaciute accontentandosi della qualifica di atto conformativo a contenuto interpretativo):

(i) se la Comunicazione n. 78683/2010 sia ovvero sia da considerare come se fosse (*rectius*, in guisa di), in tutto ovvero in alcune sue “parti”<sup>29</sup>, un “atto/provvedimento” interpretativo a rilevanza normativa, meglio forse si potrebbe dire un documento normativo (in quanto esprime regole) portatore di un'interpretazione realmente autentica<sup>30</sup> della Delibera n. 17221/2010, nel “senso di” imperativamente propositiva di esiti

<sup>29</sup> Ma che, alla stregua e in ossequio dell'argomento c.d. economico, o del legislatore non ridondante, si deve assumere non siano tali da fare assumere alla Comunicazione interpretante «una incidenza così ristretta da far sì che la legge interpretata [la Delibera n. 17221] esprima, dopo l'interpretazione autentica, solo quelle norme che di fatto già esprimeva» [G. TARELLO, *op. cit.*, 279].

<sup>30</sup> La legittimità/ammissibilità costituzionale delle cc.dd. leggi di interpretazione autentica (salvo le censure di volta in volta avanzabili alla singola legge/disposizione di interpretazione autentica, ad esempio sul piano della violazione dell'art. 6 della CEDU o, ancor prima, in ragione di altri rilievi: su cui v. dopo) è ormai acquisita [percorso, a livello di giudicato costituzionale, intrapreso a partire dalla nonidoneità criticata per l'approssimazione delle sue argomentazioni (per tutti, A. PUGIOTTO, *La legge interpretativa e i suoi giudici: strategie argomentative e rimedi giurisdizionali* (Milano, 2003) – Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 118]. Sulle leggi interpretative o di interpretazione autentica (anche se il binomio terminologico non sempre risulta accolto), non posso che rinviare, oltre che alle successive citazioni, almeno a G. VERDE, *L'interpretazione autentica della legge* (Torino, 1997); G.U. RESCIGNO, *Leggi di interpretazione autentica e leggi retroattive non penali incostituzionali*, in *Giur. cost.*, 1964, 776 ss.; A. PUGIOTTO, *La legge interpretativa. Strategie argomentative e rimedi giurisdizionali* (Milano, 2003); ID., *La labirintica giurisprudenza della Corte Costituzionale in tema di leggi di interpretazione autentica*, in *Studium iuris*, 1997, I, 64 ss.; ID., *Le leggi interpretative a Corte: vademecum per giudici a quibus*, in *Giur. cost.*, 2008, 2748 ss.; cfr. pure G. AMOROSO, *Leggi di interpretazione autentica e controlli di costituzionalità* (Aprilia, 2018); G. LAVAGNA, *L'interpretazione autentica nella giurisprudenza costituzionale. Da persistente causa di contrasto a fonte di dialogo potenziale tra Corte Costituzionale e Corte Edu*, in *Nomos. Le attualità del diritto*, 2020, 1 ss.; I. RIVIERA (a cura di), *La legge di interpretazione autentica tra Costituzione e CEDU*, I Tomo, *Piano dell'opera e scheda di lettura*, Corte Costituzionale, Servizio Studi, Stage 2014. A sua volta, la Corte di Strasburgo ha sanzionato di illegittimità le leggi interpretative di cui uno Stato si avvalga come strumento di intromissione nel corretto svolgimento dell'amministrazione della giustizia al fine di ricavarne un esito favorevole (e, pertanto, con violazione dell'art. 6, § 1, CEDU. Vi è da attendersi (e da augurarsi) che la questione dell'interpretazione autentica impegni, trasversalmente con quella del corretto esercizio del poterdovere dei giudici di «*defer to regulators when reviewing a statute that is ambiguous as long as the interpretation is reasonable*» [sancta da *Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.*, 467 U.S. 837 (1984)], la prossima, assai rilevante decisione della Corte Suprema USA in *American Hospital Associa-*



di significazione da assegnare a disposizioni di quest'ultima (e, quindi, contestualmente, escludendo ovvero prevalendo questi esiti su altri esiti di significazione ipotizzabili come più o meno altrettanto plausibili); e, ove la risposta corretta fosse quella positiva,

(ii) se, in quanto veicolante, in tutte le sue ovvero in alcune sue "parti", interpretazioni autentiche della Delibera n. 17221, nel "senso di" interpretazioni normativamente imposte, oltre a essere *vincolante* (nelle sue "indicazioni"/nei suoi "orientamenti" a portata interpretativa), la Comunicazione n. 78683 debba essere comunque, a sua volta, interpretata, riconoscendosi, nel contempo, alla "interpretatività" della Comunicazione la natura di "propria", in quanto attributiva di esiti di significazione alla Delibera n. 17221 lasciandone immutato il testo<sup>31</sup>. E senza che, a scanso di equivoci, si possa di per sé e da subito escludere la natura di atto/provvedimento di interpretazione autentica della Comunicazione (meglio: la ipotetica plausibilità dell'interrogativo relativo a tale natura) adducendo che la domanda avrebbe potuto essere posta, al più, solo se, formalmente e strutturalmente, l'interpretazione autentica della Delibera n. 17221 si fosse trovata incorporata in un'altra Delibera.

L'interprete si deve disporre a comprendere, in primo luogo, se la Comunicazione n. 78683 presenti gli indici rivelatori di un "atto/provvedimento", a rilevanza normativa (in sintesi, appunto, un documento normativo), di interpretazione autentica; e/o, comunque, di là di ovvero unitamente a tali ovvero alcuni di tali indici "formali", essa sia *interpretativamente* catalogabile come, in tutto ovvero in alcune sue parti, *portatrice di interpretazioni realmente e propriamente autentiche*, nella sua estrinsecazione di provvedimento che, appunto, seleziona e impone tra possibili esiti di significazione di disposizioni contenute nella Delibera n. 17221. Il riscontro non può che essere disposto verificando, inizialmente, la ricorrenza di quegli indici normalmente annessi alla e richiesti per accreditare la natura interpretativa di una legge. Il primo passaggio ermeneutico della verifica attiene alla premessa secondo cui la qualifica di interpretativa è accordata in ragione del preliminare accertamento di indici ovvero di almeno un indice (tra quelli accolti) di essa rivelatori<sup>32</sup>, a sua volta conseguito avvalendosi nelle tecniche di significazione normativa legittimate dal/nel nostro ordinamento (pur se l'interpretazione autentica risulti formalizzata in un testo non sintatticamente strutturato secondo la tipica articolazione di una disposizione). Non essendo necessario che tale natura di-

---

*tion v. Becerra*. Un'avvertenza/legenda sulla modalità di citazione prescelta per le sentenze della Corte Costituzionale: sono volutamente indicate le date della *decisione* in luogo di quelle della *pubblicazione*.

Un'avvertenza/legenda sulla modalità di citazione prescelta per le sentenze della Corte Costituzionale: sono volutamente indicate le date della *decisione* in luogo di quelle della *pubblicazione*.

<sup>31</sup> Eccede dalla presente riflessione l'ulteriore domanda ermeneutica se la Comunicazione n. 78683/2010 sia tutta da qualificare come legge interpretativa ovvero se una "parte" ovvero più "parti" di essa, invero, esprima/esprimano nuove disposizioni le quali, piuttosto che solo chiarire/specificare ma pur sempre significando/interpretando, chiariscano/specifichino sì, ma modificando propriamente alcune disposizioni della Delibera n. 17221/2010 (ricorrendo, pertanto, piuttosto, in tali casi, attività normativa di contenuto innovativo). Il riferimento alla distinzione tra *chiarificazione "derivante da" interpretazione autentica* e *chiarificazione "derivante da" revisione normativa* (e, quindi, da *modificazione*) continua a trovare accoglimento sia nella Suprema Corte (cfr. Cass. 3 dicembre 2010, n. 24630; Cass., 3 novembre 2021, n. 31320), sia in dottrina specialistica (seppure, poi, non pacificamente accolta).

<sup>32</sup> Di questi indici rivelatori- peraltro e invero, non sempre identici nell'abbinamento che ne viene proposto – reclama costantemente la presenza non solo la dottrina [per tutti, G. TARELLO, *op. cit.*, 272 ss.], ma pure la giurisprudenza (da ultime, in quella di legittimità, Cass., 17 novembre 2021, n. 35089; Cass., 8 novembre 2021, n. 32508).

svelino chiaramente i lavori preparatori e/o l'intitolazione (nel nostro caso, della Comunicazione), l'interprete può, anzitutto, prendere in considerazione il linguaggio normativo (altri avrebbe scritto le «*formul[e] documental[i]*»<sup>33</sup>) impiegato nell' "atto/provvedimento".

Sotto questo profilo di verifica ermeneutica, la Comunicazione CO.N.SO.B. n. 78683 propone, in effetti, il ricorso a un linguaggio che, eccetto là dove sostanziantesi in "raccomandazioni" non vincolanti bensì consigliate, svela molteplici *indicazioni ovvero orientamenti*<sup>34</sup> di *interpretazione autentica* della Delibera CO.N.SO.B n. 17221, e non – non parrebbe – piuttosto *esplicativo di norme implicite preesistenti* (della/nella stessa Delibera)<sup>35</sup>. Sotto il profilo del linguaggio normativo, depongono per tale conclusione, ad esempio, (tendenzialmente e prevalentemente) formule costruite secondo la sequenza "per x si ritiene/non si ritiene/si ritengono/non si ritengono/può ritenersi/si precisa/è chiaro/risulta/si considera/si prende in considerazione/si deve tenere conto di/si ha riguardo a/si intende y; in x rientra/rientrano y; a x è soggetta y; da x è esclusa y; in x rientra/rientrano, ricade/può ricadere y; x include y"<sup>36</sup>: dove x rappresenta una fattispecie contenuta nella Delibera n. 17221, ovvero in "atto/provvedimento" alla quale la medesima Delibera rinvia, di cui y costituisce l'affermazione (per inclusione) ovvero la negazione (per esclusione) di un esito di significazione attestato dalla/con la Comunicazione n. 78683<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> G. TARELLO, *op. cit.*, 272, testo e nt. 106.

<sup>34</sup> Sotto il profilo puramente terminologico, mi limito a registrare come, al riguardo, la Comunicazione n. 78683 non si presenti uniforme: mentre nell'Oggetto della medesima si menzionano «[i]ndicazioni e orientamenti per l'applicazione», nel primo capoverso della medesima (p. 1) è riportato che la Comunicazione «fornisce indicazione sugli orientamenti che la Consob intende seguire nell'attività di vigilanza sull'attuazione del regolamento in materia di operazioni con parti correlate». Invero, dal punto di vista ermeneutico, a rigore e oggettivamente, in punto di *vincolatività*, un'indicazione interpretativa potrebbe non coincidere/con convergere con un orientamento interpretativo [e si tenga conto, senza nondimeno, a mio avviso, non dovere esagerarne la conclusione ermeneutica, che la CO.N.SO.B, *Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2)*, Documento per la consultazione, 31 ottobre 2019, 82, ripartisce il contenuto della Comunicazione in orientamenti, chiarimenti interpretativi, raccomandazioni]. Nel contempo, convenzionalmente, potrebbe essere stabilita la coincidenza (vale a dire: sia l'orientamento interpretativo, sia la indicazione interpretativa vincolano, pur essendo tipologie di significazione differenti; ovvero: orientamento interpretativo e indicazione interpretativa coincidono tipologicamente, e vincolano). Come mi pare sia il caso della Comunicazione: la quale esprime, in ultima analisi, *gli esiti di significazione che la Commissione applicherà ai fini dello svolgimento della propria attività di vigilanza*. E anche laddove esprimesse propriamente *chiarimenti/semplificazioni/raccomandazioni*, identificherebbe comunque reali esiti di significazione.

<sup>35</sup> In generale (non in tema di disciplina delle operazioni con parti correlate) a questa differenza di natura si richiama, senza soffermarsi, ad esempio, da ultima, Cass., 27 ottobre 2021, n. 30223.

<sup>36</sup> Analoghe, quanto a rivelatrice della natura di interpretazione autentica, alla «formula che dichiara che "x deve considerarsi a", dove "a" è un termine contenuto in una precedente legge di cui la nuova legge intende fissare retroattivamente l'ambito semantico» [a tale ulteriore formula guarda, con queste parole, G. TARELLO, *L'interpretazione* (nt. 27), 272, nt. 106].

<sup>37</sup> Ad esempio: Comunicazione n. 78683, § 1.2, 1 s. (con riguardo a quando *si ritiene/non si ritiene* ricorra la qualifica di parte correlata del singolo pattista parasociale); § 1.2, 2 (là dove indica essere *chiaro* che, in caso di imputazione dell'influenza notevole a un soggetto, non sia escluso che altri possano partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali della società); § 1.3, 2 (tenendo conto del precedente, rispetto all'attuale, Allegato 1 della Delibera n. 17221, *risulta* parte correlata il controllante di una società la quale eserciti influenza notevole sull'emittente quotato o diffuso; *non si ritengono* parti corre-

late i soggetti che esercitano influenza notevole sulla società controllante l'emittente quotato o diffuso; *si ritiene* siano parti correlate le società sulle quali le controllate dell'emittente quotato o diffuso esercitano un'influenza notevole; *non si ritengono* parti correlate le controllate di società soggette all'influenza notevole dell'emittente quotato o diffuso); § 1.4, 2 (tra i dirigenti con responsabilità strategiche *si ritengono* inclusi anche i componenti effettivi degli organi di controllo); § 1.5, 2 (*si ritiene* che il richiamo ai fondi pensione faccia riferimento non già a tutti i fondi pensione, bensì solo a quelli istituiti o promossi dalle società, nonché ai fondi sui quali queste ultime siano in grado di esercitare un'influenza); § 1.6, 4 (*sono considerati* operazioni con parti correlate solo gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata; *sono esclusi* gli aumenti di capitale in opzione); § 1.7, 4 (*rientrano* tra le operazioni con parti correlate anche i prestiti sindacati erogati da *pool* di banche a cui partecipano una parte correlata e una pluralità di altri soggetti non correlati, salvo che sia evidente il ruolo minoritario svolto all'interno del consorzio, in qualità di mero partecipante, dalla parte correlata; *sono sempre soggette* al Regolamento le operazioni di finanziamento nelle quali la parte correlata svolga, da sola ovvero assieme ad altre banche, il ruolo di *arranger* o capofila); § 2.1, 5, testo e nt. 4, (per la identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza, nel caso in cui il valore del numeratore sia definito, nelle acquisizioni, dal controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente, *si precisa* che il valore del numeratore conterà anche le passività della società acquisita solo qualora sia contrattualmente previsto che l'acquirente debba assumere determinate obbligazioni relativamente a dette passività; per quanto riguarda le modalità di computo delle passività da aggiungersi al controvalore dell'operazione, occorrerà *tenere conto* degli obblighi specificamente nascenti dal contratto di compravendita); § 2.1, 5 s. (per le operazioni di acquisizione di attività diverse da una partecipazione, e con riferimento al maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività, *si ritiene* che l'emittente debba preventivamente determinare il valore contabile che sarà ragionevolmente attribuito a tale attività nei propri bilanci); § 2.1, 6 s. (quanto all'indice di rilevanza del passivo, *si precisa* che nella determinazione del totale delle passività sono da escludere gli elementi del passivo dello stato patrimoniale dell'entità acquisita costituenti componenti del patrimonio netto; per ciò che concerne l'indice di rilevanza dell'attivo, *si ritiene* che possa costituire un utile punto di riferimento per la determinazione del totale attivo considerare il totale delle voci incluse dall'art. 2424 c.c. nell'attivo dello stato patrimoniale; *possono rientrare* tra le operazioni che riguardano attività o beni di rilevanza strategica per la propria attività le operazioni che prevedono la cessione a una parte correlata della proprietà di un marchio essenziale per l'attività della società e il riacquisto del diritto all'uso dello stesso attraverso la stipula di un contratto di licenza d'uso; *può ricadere* altresì la cessione a una parte correlata dell'unico stabilimento industriale adibito alla produzione dell'azienda gestita dalla società quotata in previsione del successivo acquisto dei prodotti dalla medesima parte correlata al fine della loro commercializzazione); § 2.2, 7 (nel caso di assegnazione di remunerazione e benefici economici, sotto qualsiasi forma, a componenti degli organi di amministrazione e controllo e a dirigenti con responsabilità strategica, *si ritiene* che l'assegnazione della remunerazione a ciascun componente e dirigente costituisca un'autonoma operazione); § 2.3, 7 s. (*si ritiene* che, nel verificare il superamento delle soglie dimensionali, le società debbano considerare le sole operazioni compiute a partire dall'inizio dell'esercizio che non ricadano tra le operazioni escluse); § 2.4, 8 (tra le operazioni da comunicare alla Consob *non rientrano* le operazioni di minore rilevanza ordinarie che, beneficiando dell'esenzione, non concorrono al cumulo); § 3.2, 9, testo e nt. 10 (nell'attività di investimento *ricadono* le operazioni che determinano l'acquisto e la cessione di attività immobilizzate, ad eccezione delle attività non correnti che siano possedute per la vendita, nonché gli investimenti finanziari che non rientrano nelle cc.dd. disponibilità liquide equivalenti; *si considerano* disponibilità liquide equivalenti, oltre la cassa e i depositi a vista, gli investimenti finanziari a breve termine e ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in valori di cassa noti e che sono soggetti a un irrilevante rischio di variazione del loro valore); § 3.2, 10 (nell'attività finanziaria *ricadono* le attività che determinano modifiche della dimensione e della composizione del capitale proprio versato e dei finanziamenti ottenuti dalla società); § 3.3., 10 (*non potranno considerarsi* operazioni ordinarie i finanziamenti ottenuti per il compimento di operazioni non appartenenti all'attività operativa; in linea generale e salve specifiche circostanze eccezionali, *si ritiene* che il carattere dell'accessorietà rispetto all'attività operativa sussista con riferimento ai c.d. prestiti ponte bancari ottenuti al fine di assicurare temporaneamente la continuità finanziaria o la copertura del fabbisogno finanziario; qualora l'operazione di finanziamento non sia caratterizzata da elementi oggettivi tali da consentire un'univoca ricostruzione del carattere dell'accessorietà all'attività operativa, *si ritiene* sufficiente la presenza di circostanze tali da giustificare il ragionevole convincimento che il finanziamento ottenuto sarà destinato a tale scopo); § 3.3, 11 (quanto agli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, *si ritiene* che gli stessi *non rientrino* in via generale nell'ordinario esercizio dell'attività finanziaria connessa all'attività operativa); § 3.4, 11 ss. (per valutare se un'operazione rien-

Nel contempo, la qualificazione di *interpretazione autentica di indicazioni* racchiuse nella Comunicazione n. 78683/2010<sup>38</sup> suona fondata annoverando tale Comunicazione (alcune) caratteristiche *intrinseche* tipicamente contrassegnanti norme interpretative di interpretazione autentica<sup>39</sup>: giacché la medesima Comunicazione

(a) non rivela, almeno per diverse sue disposizioni, un «*significato autonomo, ma*

---

tra nell'ordinario esercizio dell'attività operativa o dell'attività finanziaria a essa connessa, *si prenderanno in considerazione* l'oggetto dell'operazione; la ricorrenza del tipo di operazione nell'ambito dell'attività della società; la dimensione dell'operazione; i termini e le condizioni contrattuali, anche con riguardo alle caratteristiche del corrispettivo; la natura della controparte); § 3.5, 12 (nel valutare se un'operazione possa qualificarsi come ordinaria *si avrà riguardo* all'attività svolta dalla società che compie l'operazione); § 5, 14 (*si ritiene* che i criteri di indipendenza previsti dal Codice di Autodisciplina siano almeno equivalenti a quelli dell'art. 148, comma 3, TUF); § 7, 16 (per esame e approvazione delle operazioni compiute da società controllate, italiane o estere, *si ritiene che* l'esame o l'approvazione delle operazioni non debbano necessariamente essere condotti in virtù di regolamenti interni né necessariamente avvenire con deliberazione espressa e che per "esame" si possa intendere non già la mera ricezione di informazioni sull'operazione dalla controllata bensì una valutazione dell'operazione che possa condurre a un intervento); § 8, 17 s. (ai fini della valutazione relativa alla possibile identificazione di ulteriori categorie di soggetti, rispetto alle parti correlate, cui applicare la procedura, le società *devono tenere conto* di particolari assetti proprietari, eventuali vincoli contrattuali e statuari *ex artt.* 2359, comma 1, n. 3, e 2497-septies c.c., discipline di settore eventualmente applicabili in materia di operazioni con parti correlate); § 13, 23 s. (quale parere *si ritiene* sia qualificabile come "favorevole"); § 15, 24 s. (*si considerano* "presidi equivalenti" l'assunzione della delibera previo motivato parere, non vincolante, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle condizioni rilasciato dal collegio sindacale ovvero da un esperto indipendente. Nel caso di parere rilasciato dal collegio sindacale, l'equivalenza potrà tuttavia ritenersi sussistente solo qualora i componenti di tale organo, ove abbiano un interesse, per conto proprio e/o di terzi nell'operazione, ne diano notizia agli altri sindaci, precisandone natura, termini, origini e portata. *Si considera* presidio equivalente il ricorso al parere dell'unico amministratore indipendente non correlato); § 15.2, 25 (anche quanto alle operazioni di maggiore rilevanza, l'equivalenza rispetto ai presidi indicati nel Regolamento del parere del collegio sindacale *può ritenersi* sussistente solo qualora componenti di tale organo, ove abbiano un interesse, per conto proprio e/o di terzi nell'operazione, ne diano notizia agli altri sindaci, precisandone natura, termini, origini e portata. Parimenti, per le medesime operazioni, *si considera* presidio equivalente l'assunzione della delibera previa autorizzazione al compimento dell'operazione da parte dell'assemblea ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.); § 16.2, 26 (l'espressione "avviso contrario" di cui all'art. 8, comma 2, della Delibera n. 17221/2010 *include* sia il rilascio del parere del comitato, sia il voto contrario da parte della maggioranza degli indipendenti, sia qualunque altra modalità di espressione da parte degli indipendenti che la società abbia deciso di adottare nell'assegnare alla maggioranza di tali indipendenti un ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione); § 16.3, 27 (per "termini del mandato" dell'esperto indipendente *si intendono* le clausole accessori e quelle che individuano l'oggetto dell'incarico); § 17, 27 s. (l'art. 11, comma 3, della Delibera n. 17221/2010 lascia impregiudicata l'applicabilità degli artt. 2368, 2369 e 2373 c.c. A tale disposizione si aggiunge la condizione che non vi sia voto contrario della maggioranza dei soci non correlati, a calcolarsi sui soli votanti. A questo risultato è possibile approdare tramite apposita previsione statutaria ai sensi degli artt. 2368 e 2369 c.c., ma *si ritiene* che il medesimo effetto possa essere ottenuto anche in assenza di modifica statutaria e mediante una disposizione, da includere nelle procedure, che richieda l'inserimento nella proposta di deliberazione assembleare di una previsione che ne condizioni l'efficacia alla speciale maggioranza indicata dall'art. 11, comma 3). Per converso, assai di rado, nella Comunicazione, all'espressione "*si ritiene*" non è connessa la valenza di indice di interpretazione autentica: è il caso, ad esempio, § 16.1, 26 (*si ritiene* che il parere di un comitato di indipendenti possa più efficacemente garantire la correttezza procedurale e sostanziale di un'operazione con parte correlata).

<sup>38</sup> Che non mi parrebbe di per sé contestabile adducendo che a interpretare la Delibera sia una Comunicazione (sempre della CO.N.SO.B.).

<sup>39</sup> Le caratteristiche in enunciazione riguardano, esplicitamente, le leggi di interpretazione autentica; ma – torno a ribadirlo – esse possono essere a ragione legittimamente valutate per decidere della natura di documento normativo di interpretazione autentica di un documento esprimente norme (regole) pur non costituendo (formalmente) una legge.

*acquista senso e significato solo nel collegamento e nell'integrazione con precedenti disposizioni [qui, della Delibera n. 17221] di cui chiarisce il senso e la portata»<sup>40</sup>, rimandando la sua ragione di formulazione proprio nell'interpretazione, per l'applicazione, di alcuni dei «principi generali indicati [appunto con la Delibera n. 17221] dalla Consob» (art. 2391-bis, comma 1, c.c.) al fine di rendere possibile agli organi di amministrazione di adottare regole assicuranti la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate [e sebbene Delibera interpretata e Comunicazione interpretante/interpretativa non costituiscano «un documento unico, che viene fatto oggetto di interpretazione unitaria come esprime un unico complesso di norme»<sup>41</sup>; e senza che tale negazione precluda di affermare che, (i) dall'angolazione della “legge” (autenticamente) interpretata, essa esiste ed “è posta e data”, nelle sue disposizioni oggetto della “legge interpretante/interpretativa”, ma fino alla vigenza di quest'ultima, appunto come “legge (autenticamente) interpretata”; e che (ii) a seguito dell'interpretazione autentica di un testo normativo, il suo esito di significazione applicabile risulta «dal combinarsi della legge di interpretazione autentica e della disposizione interpretata»<sup>42</sup>];*

(b) è «caratterizzat[a] dalla concorrenza di un momento logico-assertivo, consistente nell'enunciazione di un apprezzamento interpretativo circa il significato di un precetto antecedente, cui la nuova norma si ricollega, e di un momento precettivo, con il quale il legislatore conferisce valore normativo all'interpretazione della norma anteriore, escludendone ogni altra...»<sup>43</sup>, cosicché «fermo il tenore testuale della norma interpretata, ne chiarisce il significato normativo ovvero privilegia una tra le tante interpretazioni possibili, di guisa che il contenuto precettivo è espresso dalla coesistenza delle due norme (quella precedente e l'altra successiva che ne esplicita il significato), le quali rimangono entrambe in vigore e sono quindi anche idonee ad essere modificate separatamente»<sup>44</sup>;

(c) impone «una scelta ermeneutica rientrante fra le possibili opzioni interpretative [esiti di significazione ovvero “varianti di senso”], stabilisc[e] cioè un significato che ragionevolmente poteva [potrebbe] essere ascritto alla legge anteriore»<sup>45</sup>, con «il fine

<sup>40</sup> Per tale caratteristica delle norme d'interpretazione autentica v., ad esempio, Cass., 29 luglio 1974, n. 2279.

<sup>41</sup> G. TARELLO, *op. cit.*, 280; e ciò in quanto, se così fosse (vale a dire, se tale incorporazione normativa fosse realizzata), si determinerebbe «qualche conseguenza abnorme...e del tutto ingiustificata: l'impossibilità di abrogazione implicita della legge interpretativa senza che venga travolta la legge interpretata; la necessità che una nuova legge interpretativa di una legge già autenticamente interpretata venga rapportata anche alla precedente legge interpretativa, con l'insorgere almeno possibile di difficoltà...Per... queste ragioni, sarebbe preferibile non configurare, anche in sede interpretativa, alcuna fittizia unità documentale» [G. TARELLO, *L'interpretazione* (nt. 27), 280 s.]. E v. pure, chiaramente, Corte Cost., 19 marzo 1990, n. 155: «...il contenuto precettivo è espresso dalla coesistenza delle due norme (quella precedente e l'altra successiva che ne esplicita il significato), le quali rimangono entrambe in vigore e sono quindi anche idonee ad essere modificate separatamente».

<sup>42</sup> Così, ad esempio, Corte Cost., 18 novembre 2020, n. 239.

<sup>43</sup> Cass., 25 ottobre 1986, n. 6260; la quale prosegue: «tali elementi distintivi della norma ovvero legge interpretativa, la quale non presuppone affatto che le disposizioni interpretate autenticamente abbiano dato luogo ad incertezze e discordanti interpretazioni, vanno accertati tenendo conto della formula impiegata nel testo e dell'eventuale indicazione racchiusa nel titolo, in corrispondenza al contenuto, della legge, nonché dei lavori preparatori».

<sup>44</sup> Corte Cost., n. 155/1990.

<sup>45</sup> Cons. Stato, 21 giugno 2007, n. 3411; Cons. Stato, 27 marzo 2008, n. 1268.

obiettivo di chiarire il senso di norme preesistenti ovvero di escludere o di enucleare uno dei sensi fra quelli ritenuti ragionevolmente riconducibili alla norma interpretata, allo scopo di imporre a chi è tenuto ad applicare la disposizione considerata un determinato significato normativo»<sup>46</sup>, senza «intaccare ed integrare il dato testuale»<sup>47</sup> su cui l'interpretazione autentica viene praticata, ma, appunto, «solo chiarendone o esplicandone il contenuto ... o enucleando uno dei significati possibili; e ciò al fine di imporre poi all'interprete un determinato significato normativo»<sup>48</sup>; vale a dire, introduce, per una specifica disciplina nazionale, e quindi nel nostro ordinamento, esiti di significazione obbligatori della medesima disciplina<sup>49</sup>.

La qualifica della Comunicazione n. 78683 come (documento normativo) di interpretazione autentica (della Delibera n. 17221/2010) non espone la medesima Comunicazione a censura di legittimità costituzionale, la quale sarebbe prefigurabile, in particolare, aderendo all'interpretazione secondo la quale le leggi di interpretazione autentica richiederebbero, quale presupposto anzitutto di legittimità di adozione, che «la legge anteriore rilevi gravi o insuperabili ambiguità o abbia dato luogo a contrastanti applicazioni, specie in sede giurisdizionale»<sup>50</sup>. Ciò in quanto tale orientamento è convincentemente contraddetto, sempre evocando i giudizi di costituzionalità, dal contrapposto, in ossequio al quale «l'esistenza di interpretazioni giudiziali discordanti, costituendo un dato estrinseco alla legge interpretativa e al suo contenuto, non può considerarsi un presupposto indispensabile di legittimità dell'intervento del legislatore che, in base a scelte politico-discrezionali, decida di imporre erga omnes un certo significato normativo di precedenti disposizioni. Il contrasto interpretativo può costituire [solo] un indice di riconoscimento della legge come interpretativa»<sup>51</sup>, giacché, e diversamen-

<sup>46</sup> Corte Cost., 18 novembre 1993, n. 424; Corte Cost., 10 dicembre 2013, n. 314 («il legislatore può adottare norme di interpretazione autentica non soltanto in presenza di incertezze sull'applicazione di una disposizione o di contrasti giurisprudenziali, ma anche quando la scelta imposta dalla legge rientri tra le possibili varianti di senso del testo originario, così rendendo vincolante un significato ascrivibile a una norma anteriore»); Corte Cost., 7 giugno 2010, n. 209. Solo in questa accezione si può accogliere la delucidazione altrove spesa dalla stessa Corte per contrassegnare la caratteristica ermeneutica dell'interpretazione autentica: chiarire «la portata precettiva della norma interpretata fissandola in un contenuto plausibilmente già espresso dalla stessa...» (Corte Cost., 7 febbraio 2011, n. 41; Corte Cost., 10 dicembre 2013, n. 308: enfasi aggiunta; giacché, ermeneuticamente ragionando con rigore estremo, una disposizione interpretativa non "fissa" un "contenuto" "già espresso" dalla disposizione interpretata).

<sup>47</sup> Corte Cost., 10 febbraio 1993, n. 39.

<sup>48</sup> Corte Cost., n. 39/1993.

<sup>49</sup> E v. sempre Corte Cost., n. 155/1990 [«legge interpretativa, per vero, non viola di per sé gli artt. 101, 102 e 104 Cost., indicati nell'ordinanza di rimessione, a meno che essa non leda il giudicato già formatosi o non sia intenzionalmente diretta ad incidere sui giudizi in corso. Se queste circostanze, come nella specie [non ricorrono]..., si deve escludere che le attribuzioni del potere giudiziario siano vulnerate, in quanto legislatore e giudice agiscono su piani diversi: l'uno su quello suo proprio, introducendo nell'ordinamento un quid novi che rende obbligatorio per tutti il significato normativo dato ad un precedente atto legislativo, l'altro applicando al caso concreto la legge intesa secondo le comuni regole d'ermeneutica»]; v. pure Corte Cost., 10 novembre 1994, n. 397].

<sup>50</sup> Questa la nota posizione espressa da Corte Cost., 10 dicembre 1981, n. 187; e v. anche la nota successiva.

<sup>51</sup> Già, così, Corte Cost., 27 gennaio 1988, n. 123; in seguito, tra altre, Corte Cost., 26 gennaio 2009, n. 24; Corte Cost., 7 giugno 2010, n. 209; Corte Cost., 22 settembre 2014, n. 227; ma anche la stessa Corte Cost. n. 155/1990 («va riconosciuto carattere interpretativo soltanto ad una legge che, fermo il tenore testuale della norma interpretata, ne chiarisce il significato normativo ovvero privilegia una tra le tante interpretazioni possibili...»). Nondimeno, talvolta, continua a ricorrere nei medesimi giudicati costituzionali,

te, in prevenzione, il legislatore potrebbe, appunto «*in base a [proprie] scelte politico-discrezionali*», decidere di vincolare l'esito di significazione di un testo normativo che lo stesso legislatore giudichi suscettibile di essere assoggettato a differenti, e tra di essi concorrenti, plausibili esiti di significazione e di applicazione, a prescindere che il testo e i suoi plausibili esiti di significazione vertano su questioni interpretative di particolare importanza.

La qualifica come “di interpretazione autentica” di interpretazioni veicolate dalla Comunicazione n. 78683/2010 – dove la “interpretatività” è, come anticipato, *propria*<sup>52</sup> – determina che queste interpretazioni s'impongono a prescindere dalla loro “esattezza” – meglio, direi: per la loro maggiore *plausibilità* – rispetto a quella di altre alternative a esse (poiché l'interpretazione autentica ben potrebbe essere addirittura *impossibile*<sup>53</sup> ovvero l'esito di significazione con il quale essa coincide «*persino inesatto*»<sup>54</sup>), bensì per la loro *imperatività*<sup>55</sup>: proprio in quanto le «*leggi interpretative ...*

---

e pure assai di recente, l'orientamento ermeneutico che rintraccia nell'incertezza interpretativa un «*necessario presupposto*» di legittimità della norma di interpretazione autentica, con efficacia retroattiva: cfr. Corte Cost., 25 febbraio 2021, n. 43. Ma, nel contempo, la ricognizione delle censure costituzionali a norme di interpretazione autentica evidenzia una (abbastanza) netta tendenza “di fondo”, intesa a praticare la censura solo nelle ipotesi di interpretazioni autentiche “abnormi” e che denotino non essere contrassegnate, nel ricorso a esse, da «*attenta e responsabile moderazione*» (Corte Cost. n. 155/1990), sostanzandosi in un abuso dell'esercizio della funzione legislativa a danno del potere giudiziario (con violazione/inosservanza, in particolare, dell'intangibilità del giudicato, dell'obbligo di osservanza delle reciproche attribuzioni istituzionali, del divieto di ingerenza da parte del legislatore nei giudizi in corso al fine di condizionarne l'esito) e, in definitiva, in un difetto di ragionevolezza. Privilegiando questa valutazione di legittimità dell'intervento di interpretazione autentica, si evita di precludere al legislatore che intenda intervenire interpretando autenticamente di procedervi, appunto, in assenza di una conclamata ovvero evidente controvertibilità ermeneutica, potenziale ovvero attuale, del testo oggetto di interpretazione autentica; piuttosto ponendo un limite a interventi che alterino l'esercizio della funzione legislativa (nella sua esplicazione nei confronti di quella giudiziaria e/o con riguardo alle parti di giudizi in corso, segnatamente, in quest'ultimo caso, con compromissione della certezza del diritto e del principio del legittimo affidamento per come, però, correttamente inteso). Per inciso, la Comunicazione n. 78683 non espone alcuno dei superiori profili di censura costituzionale.

<sup>52</sup> In quanto nell'interpretare disposizioni della Delibera n. 17221/2010, la Comunicazione vi procede sancendo, appunto, una “interpretativa propria”: che è quella con la quale si «*attribuisce autoritativamente un significato...a un enunciato o a tutti [ovvero ad alcuni] gli enunciati di una legge preesistente lasciando inalterato il testo di quest'ultima...*» [G. TARELLO, *op. cit.*, 274].

<sup>53</sup> G. ZAGREBELSKY, *Sull'interpretazione autentica (A proposito della «Legge per Assisi»)*, in *Giur. cost.*, 1974, 3482 ss.

<sup>54</sup> «...[C]on le leggi interpretative si pongono...delle esplicitazioni di una o più disposizioni comprese in un provvedimento legislativo precedente col fine di integrarne o di sostituirne il contenuto, però non di rado si introducono esplicitazioni che forse nessuna operazione interpretativa sarebbe riuscita a stabilire; o si fissa un significato di una disposizione normativa, che al lume dei criteri interpretativi potrebbe risultare contestabile e persino inesatto» (così già A. AMORTH, *Leggi interpretative e leggi di sanatoria nei rapporti tra potere legislativo e potere giudiziario*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1958, 75 ss.).

<sup>55</sup> Per tale caratteristica dell'interpretazione autentica cfr., ad esempio, Cass., 20 maggio 1982, n. 3119. Sennonché, di là del riconoscimento di ammissibilità costituzionale delle leggi di interpretazione autentica, «*l'idea che l'autore della legge sia il più autorevole esplicatore del significato del suo documento, si aggroviglia inestricabilmente con un'altra idea, secondo cui è chi ha il potere di fare la legge che ha il potere di dirne il significato. Due idee aggrovigliate; e taluni brocardi risalenti le esprimono, o le possono esprimere, congiuntamente: cuius est condere, eius est interpretari...Quantunque storicamente aggrovigliate, si tratta però di due idee profondamente diverse: altra è l'autorevolezza perché autore, altra l'autorevolezza perché legislatore; quella dell'autore vale in quanto l'autore meglio di altri sa quale significato aveva il documento, quella del legislatore vale perché il legislatore vuole un significato autoritariamente, anche se non fosse il significato da lui precedentemente inteso*»: G. TARELLO, *op. cit.*, 243 s.

hanno l'effetto di obbligare gli interpreti ad attribuire alla legge interpretata il significato voluto dal legislatore, e nessun altro»<sup>56</sup>. All'evidenza, ciò importa, anche per la Comunicazione n. 78683, che gli/alcuni degli esiti di significazione prescelti dall'interpretazione autentica potrebbero non suscitare consenso quali esiti di significazione avvertiti effettivamente più plausibili, a prescindere che essi costituiscano gli esiti così apprezzati dall'Autorità di Vigilanza, anche a seguito di un attuato processo di consultazione (il quale, pertanto, deve essere attentamente esaltato come autentico momento di confronto interpretativo tra possibili esiti di significazione "concorrenti", tra cui la medesima CO.N.SO.B. dovrebbe finire per scegliere, per comparazione, quelli valutati come appunto più plausibili rispetto alle dominanti *rationes* di tutela e alla c.d. funzione antielusiva della disciplina)<sup>57</sup>.

Ma, in ogni caso, in quanto "di interpretazione propriamente autentica", la Comunicazione n. 78683 impone all'interprete di praticare su di essa un (non sempre scontato e immediato) lavoro di significazione, che gli permetta di «attribuire significato» – meglio, i significati più plausibili alle indicazioni/agli orientamenti espressi dalla Comunicazione –, «adoperando i consueti argomenti interpretativi»<sup>58</sup>, secondo la dinamica della convergenza, con reciproca inclusione, di quelle tecniche che siano meglio idonee a produrre esiti di significazione della Comunicazione di interpretazione autentica più compatibili e conformi al soddisfacimento delle *rationes* di tutela e della c.d. funzione antielusiva della disciplina quale intesa e colta nel suo complesso (di Delibera e Comunicazione); e tenendo conto che la Comunicazione interpretante/interpretativa persegue *rationes* di tutela identiche (e non semplicemente analoghe ovvero diverse ma compatibili) con quelle privilegiate dalla Delibera (autenticamente) interpretata.

<sup>56</sup> R. GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, Milano, 1998, 185.

<sup>57</sup> In prospettiva, ovviamente, l'auspicio di un produttivo confronto per comparazione e di scelta per altrettanta comparazione tra plausibili esiti di significazione si proietta sul preannunciato [cfr., ufficialmente, CO.N.SO.B., *Modifiche al Regolamento* (nt. 70), 5] «aggiornamento della Comunicazione n. 10078683..., al fine di apportare gli adeguamenti conseguenti alle modifiche normative e alcuni chiarimenti suggeriti dall'osservazione della prassi applicativa delle società» (per la quale, comunque, la CO.N.SO.B. – *Modifiche*, 81 s. – «ritiene necessario aspettare di acquisire una prima evidenza degli emittenti sulle modifiche delle procedure e una prima evidenza della relativa applicazione, al fine di poter individuare eventuali orientamenti, chiarimenti interpretativi e raccomandazioni utili per il mercati per l'applicazione delle nuove previsioni»; analogamente, CO.N.SO.B., *Modifiche*, Relazione illustrativa, 11 dicembre 2020, 5: «[t]ale programmata attività di revisione farà seguito a una prima evidenza delle procedure adottate in attuazione della rinnovata disciplina e della loro prima applicazione, nel proposito di realizzare gli opportuni adeguamenti su alcuni aspetti applicativi e i chiarimenti suggeriti dall'osservazione delle nuove prassi nelle società»). L'Autorità di Vigilanza ha già anticipato (*Modifiche al Regolamento operazioni con parti correlate*, Appendice I-) alcune possibili aree di intervento interpretativo da includere nella revisione della Comunicazione n. 78683 [ad esempio: (i) chiarimenti ed esemplificazioni in ordine all'insieme dei soggetti che, per la loro vicinanza con la controparte ovvero per il loro diretto coinvolgimento nell'operazione, possono essere più influenzati da interessi diversi da quelli della società nella deliberazione di una determinata operazione: 5; (ii) indicazioni sui flussi informativi in consiglio di amministrazione: 6; (iii) *quorum* costitutivi e deliberativi del consiglio di amministrazione in caso di astensione: 9; (iv) partecipazione alla discussione dell'amministratore tenuto ad astenersi: 11; (v) verifica della corretta applicazione dei casi di esenzioni: 17; (vi) approvazione dei termini essenziali dell'operazione: 24; (vii) composizione del comitato indipendenti, requisiti di professionalità e rilascio del parere: 28; (viii) identificazione di una soglia di *hold-out* e *whitewash*: 34; (ix) indici di rilevanza delle operazioni di maggiore rilevanza e calcolo della rilevanza: 59 s.].

<sup>58</sup> G. TARELLO, *op. cit.*, 277.



# LE OPERAZIONI SUL CAPITALE E STRAORDINARIE “CON PARTI CORRELATE”: ASPETTI SOSTANZIALI E PROCEDURALI

di *Fabrizio Guerrera*

SOMMARIO: 1. Premessa e prospettiva d'indagine. – 2. L'applicazione della disciplina OPC alle operazioni a rilievo “organizzativo”. – 3. Gli accordi di investimento e l'articolazione complessiva dell'operazione. – 4. Il parere del comitato OPC e la disciplina del procedimento assembleare alla luce della SHRD II. – 5. L'obbligo di astensione degli amministratori interessati. – 6. L'esecuzione degli aumenti di capitale. – 7. Gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione. – 8. Gli aumenti di capitale con conferimenti di beni in natura. – 9. Scorpi e conferimenti di azienda, partecipazioni sociali o compendi di diritti e rapporti. – 10. Le operazioni straordinarie: le scissioni. – 11. (*Segue*): le fusioni. – 12. Considerazioni conclusive: la valutazione di ragionevolezza dell'operazione nella prospettiva degli azionisti “non correlati”.

1. *Premessa e prospettiva d'indagine.* – L'art. 2391-bis c.c. e il Regolamento Consob n. 17221/2010, come modificato da ultimo con delibera n. 21624/2020, prevedono per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio l'adozione e l'applicazione di regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale di *tutte* le “operazioni con parti correlate”, realizzate direttamente o per tramite di società controllate: che comportino, cioè, un “trasferimento di risorse” tra la società e una parte correlata (come definita dal principio IAS 24, par. 9), a prescindere dalla patuizione di un corrispettivo e dalla qualificazione giuridica dell'atto che lo determina<sup>1</sup>.

Queste operazioni presentano profili di “pericolo” per la società o per i soci (o taluni di loro) a causa della “interferenza” di interessi non societari sui centri di potere e decisione, ma possono anche risultare utili e opportune in molte situazioni. Per questa ragione, la tecnica di “neutralizzazione” del rischio di conflitto o di abuso in danno della società – da intendersi qui come sintesi ideale degli interessi di *tutti* i soci – consiste, anziché nella prescrizione di divieti e sanzioni, nella posizione di speciali regole di organizzazione del processo decisionale societario in funzione essenzialmente preventiva<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un inquadramento generale cfr. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2017; G. PRESTI, *Commento all'art. 2391-bis*, in *Codice della S.p.A.*, Commentario diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, I, 1354 ss.; P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 239 ss.; ID., *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 319; A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il testo unico della finanza*, diretto da F. ANNUNZIATA, Milano, 2015, 201 ss.; G. LIACE, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, Salerno, 2012; *Le operazioni con parti correlate* (Atti del Convegno di Piacenza del 19 novembre 2010), a cura di V. CARIELLO, Milano, 2011.

<sup>2</sup> Cfr. G. PRESTI, *Commento all'art. 2391-bis*, cit., 1357; A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208; S. LO PATRIELLO-S. PROVIDENTI, *Commento all'art. 2391-bis*, diretto da E. GABRIELLI, *Delle società*, artt. 2379-2451, II, Milano, 2015, 346.

Questo vale non soltanto per gli affari che ricadono nella competenza gestionale ordinaria o straordinaria degli amministratori, ma anche per le operazioni a rilievo “organizzativo” e “riorganizzativo”, nelle quali al “trasferimento di risorse” *tra la società e una parte correlata* si ricollegano (possibili o anche probabili) “trasferimenti di ricchezza” *interni alla società*, derivanti cioè dalla riconfigurazione dell’assetto proprietario e della struttura finanziaria, sebbene tendenzialmente indifferenti ad essa in un’ottica meramente “patrimonialistica”.

Nella definizione legale di “operazioni con parti correlate” sono, quindi, ricomprese e alla corrispondente disciplina assoggettate – come si desume indirettamente anche dai casi di “esclusione” *ex art. 13, comma 1-bis, Regolamento OPC* – le operazioni sul capitale (*rectius*, alcuni tipi di aumento di capitale a pagamento) e le operazioni straordinarie “in senso stretto” (*id est*, fusioni e scissioni). Sebbene esse siano sottoposte, proprio perché aventi rilevanza organizzativa, a una disciplina articolata del procedimento deliberativo assembleare secondo il Codice civile, il T.u.f. e il Regolamento Emittenti, a tutela degli interessi della società, degli azionisti di minoranza, dei creditori sociali e del mercato nel suo complesso. Lo stesso vale per alcune operazioni di acquisizione e di scorporo di *assets* (operazioni straordinarie “in senso lato”), che talora impegnano la competenza dell’assemblea.

A differenza delle operazioni corrispondenti ad altri schemi negoziali tipizzati dalla legge o dalla prassi – riconducibili, di volta in volta, al contratto sinallagmatico o al contratto gratuito o al negozio unilaterale, ma accomunate dal fatto che il relativo “controvalore” è individuabile come un dato oggettivo *esterno* – le operazioni sul capitale e straordinarie si caratterizzano perché *modificano la struttura organizzativa, proprietaria o finanziaria* della società soggetta alla procedura OPC e quindi determinano, internamente alla stessa, un riassetto patrimoniale e partecipativo<sup>3</sup>, alla stregua del quale il “trasferimento di risorse” deve essere ponderato e giudicato nell’entità, nella finalità e nelle conseguenze (anche indirette), sulla base di un processo valutativo più o meno complesso, affidato a un centro organizzativo indipendente.

L’interesse ad analizzare queste peculiari operazioni “con parti correlate”, che coinvolgono in diversi stadi la competenza dell’assemblea e dell’organo amministrativo, deriva, pertanto, dall’esigenza di verificare le modalità applicative della speciale disciplina procedurale e sostanziale della materia e di coordinarla con le regole proprie delle operazioni considerate, allo scopo di mettere a fuoco – e possibilmente ottimizzare – quella *utilità aggiuntiva* che la disciplina OPC presenta (rispetto a quella procedurale comune) nell’ottica della *prevenzione* dei trasferimenti abusivi, occulti o impropri di ricchezza, che possono celarsi nelle pieghe delle “riorganizzazioni” societarie.

Spesso le modifiche della struttura finanziaria e organizzativa e dell’assetto proprietario della società non sono affatto patrimonialmente *neutre*, ma producono trasferimenti *sotterranei* di ricchezza nel rapporto tra le entità partecipanti o tra le compagini sociali o parti di esse; e ciò solleva, in presenza di “soggetti correlati” o “collegati”<sup>4</sup>,

<sup>3</sup> Sull’argomento v. in generale F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo “di correttezza” sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 234 ss.; F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”*, *ivi*, 2008, 17 ss.

<sup>4</sup> Cfr. M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca, borsa*, 2014, I, 447 ss., § 10.

quand'anche non qualificabili come controparte *formale* della società, un problema di (potenziale) conflitto d'interessi o di abuso da parte di quanti dispongono dei relativi poteri, che esige una particolare attenzione nelle società quotate o diffuse per l'impatto sull'azionariato e sul mercato.

In questo quadro occorre chiarire lo specifico ruolo di monitoraggio e di concorso al processo decisionale che gli amministratori indipendenti "non correlati" organizzati nel comitato OPC<sup>5</sup> sono chiamati a svolgere rispetto a queste operazioni, nella dialettica con il management, con gli amministratori esecutivi e con i soci di riferimento, allo scopo di assicurare la tutela dell'interesse di *tutti* gli azionisti alla massimizzazione del valore delle azioni (sotto il profilo reddituale e patrimoniale), compatibilmente con gli interessi degli altri *stakeholders* della società e in un'ottica di sviluppo sostenibile nel medio-lungo periodo.

Il comitato OPC è chiamato a esprimere il parere "sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni" (art. 7, comma 1, lett. a, Regolamento OPC), in funzione della decisione da adottare. Tuttavia, per quanto riguarda le operazioni di natura *lato sensu* riorganizzativa, la valutazione di quest'organismo endoconsiliare sull'*interesse sociale*<sup>6</sup> deve investire anche aspetti inerenti all'assetto proprietario e di governo della società, che eccedono, cioè, la congruenza con i piani aziendali e le relative strategie commerciali, industriali e finanziarie del management e toccano il "nucleo" della partecipazione dei soci.

La partecipazione azionaria, infatti, includendo e tutelando gli interessi sociali c.d. individuali dei soci, contribuisce – com'è coerente con una concezione *contrattualistica* e non meramente *patrimonialistica* dell'interesse sociale<sup>7</sup> – a definire l'interesse e la convenienza della società, potenzialmente lesi dalla manovra di ristrutturazione patrimoniale o finanziaria; la quale potrà essere, proprio per questa ragione e sia pure con l'applicazione di particolari regole deliberative, sottoposta alla valutazione e approvazione nell'assemblea sociale, sulla base della proposta dell'organo amministrativo e

<sup>5</sup> Cfr. D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, in *La governance nelle società di capitali*, a cura di P. MARCHETTI-D.U. SANTOSUOSSO, Milano, 2013, 127; ID., *Gli amministratori indipendenti: alcune considerazioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. ABBADESSA, Torino, 2015, 49 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, 75 ss.; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, 336 ss.; G. PRESTI, *Commento all'art. 2391-bis*, cit., 1366; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 330 ss.

<sup>6</sup> Cfr. sul tema P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 799 ss.; P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 241; ID., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, 2015, 507 ss.; ID., *Interesse sociale e amministratori, in L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di P.G. Jaeger* (Atti del Convegno di Milano del 9 ottobre 2009), a cura di F. DENOZZA, Milano, 2010, 81 ss.; V. CALANDRA BONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, *ivi*, 101 ss.; R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, *ivi*, 135 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, *ivi*, 179 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 61 ss.

<sup>7</sup> In argomento, con riguardo alla figura dell'abuso di maggioranza "in danno della società", v. F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, cit., 243 ss.; M.T. CIRENEI, *Commento all'art. 2373 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, t. 1, Padova, 2010, 792 ss., la quale sottolinea la pluralità ed eterogeneità degli interessi partecipativi dei soci, pur riassumibili nella locuzione "interesse sociale".

alla luce del parere, eventualmente negativo, del Comitato OPC, (artt. 8 e 11 Regolamento OPC).

2. *L'applicazione della disciplina OPC alle operazioni a rilievo "organizzativo".* – La definizione dell'ambito applicativo della disciplina delle "operazioni con parti correlate" agli aumenti di capitale e alle operazioni straordinarie richiede alcune precisazioni.

L'art. 13, comma 1-bis Regolamento OPC esclude espressamente dall'applicazione della relativa disciplina gli aumenti di capitale oggetto di offerta in opzione (anche se deliberati a servizio di obbligazioni convertibili), gli aumenti di capitale gratuiti, le scissioni proporzionali "in senso stretto" e le riduzioni volontarie di capitale (assimilate, quali fonte di "distribuzioni" ai soci, all'acquisto di azioni proprie): tutte operazioni che, per loro natura, soggiacciono al principio di parità di trattamento (artt. 92 e 132 T.u.f.) e sfuggono tendenzialmente al rischio di un trasferimento *selettivo* di ricchezza a vantaggio delle parti correlate.

Ciò non esclude, tuttavia, la presenza di alcuni peculiari aspetti delle stesse, che esigono l'assoggettamento alla regolamentazione OPC: si pensi alla "fase esecutiva" degli aumenti di capitale e alla modalità di collocamento delle azioni e dei titoli opzionali da essi rivenienti; o alla delega assembleare all'aumento di capitale, ai sensi dell'art. 2443 c.c., e alle concrete modalità del suo esercizio da parte degli amministratori; o agli "accordi di investimento", che sovente precedono e regolano in dettaglio lo svolgimento e il contenuto economico-normativo delle operazioni di rafforzamento patrimoniale, finanziamento, fusione, scissione, scorporo, ecc. ivi previste.

Tali operazioni possono riguardare direttamente la società soggetta alla disciplina OPC o, invece, svolgersi con il concorso di essa, secondo che mirino principalmente alla sua stessa *riorganizzazione* ovvero alla sua partecipazione al processo riorganizzativo di *altre* società. La distinzione potrebbe non essere del tutto chiara nel caso concreto, perché dipende dalle sue caratteristiche e dimensioni relative; ma la valutazione dell'interesse e della convenienza della società mutano in ragione del rapporto tra le società partecipanti e dei mutamenti indotti nell'assetto proprietario e di controllo dell'una o dell'altra.

Inoltre, la riorganizzazione potrebbe essere programmata anche in una logica gestionale straordinaria "di gruppo"<sup>8</sup>, cioè al fine di realizzare quel "disegno imprenditoriale unitario" che ispira l'eterodirezione della controllante; ovvero anche, ricorrendo una situazione di crisi, il progetto di salvataggio di dell'aggregato o di quelle parti di

---

<sup>8</sup>In argomento cfr. P. FERRO LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate* (Atti del Convegno di Piacenza del 19 novembre 2010), a cura di V. CARIELLO, Milano, 2011, 3 ss.; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 887 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 105 ss., 132 ss.; G. PRESTI, *Commento all'art. 2391-bis*, cit., 1376 ss.; e, su un piano più generale, G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di P.G. Jaeger* (Atti del Convegno di Milano del 9 ottobre 2009), a cura di F. DENOZZA, Milano, 2010, 115 ss.; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber amicorum A. Piras*, Torino, 2010, 625, 655 ss.; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 336; ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, 2012, 130 ss.; S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, 254.

esso minate da squilibri economici, patrimoniali o finanziari<sup>9</sup>. Ciò che conta ai fini della disciplina OPC è infatti, in ogni caso, il “trasferimento di risorse” che si registra dalla società in questione (latamente intesa) verso qualsiasi altra entità correlata, in qualsiasi forma e per qualsiasi ragione e finalità.

Nel caso del gruppo, le deliberazioni assunte, sia a livello consiliare, sia a livello assembleare, dalla società eterodiretta dovranno, in ogni caso, rispettare la prescrizione dell’art. 2497-ter c.c., ed “*essere analiticamente motivate*” nella delibera assembleare (anche “per rinvio” alla proposta e al parere degli amministratori) e “*recare puntuale indicazione*” delle ragioni e degli interessi di gruppo: ragioni e interessi che il Comitato OPC non potrebbe certo pretermettere nella sua valutazione e nello svolgimento dei suoi compiti istruttori e preparatori.

Per quanto concerne le operazioni “infragrupo”, deve osservarsi che l’esenzione dell’art. 14, comma 2, Regolamento OPC sembra trovare nelle procedure un ambito applicativo piuttosto limitato, in relazione al criterio di “significatività” degli interessi. D’altra parte, ove la società sia *eterodiretta*, i pareri previsti dagli artt. 7 e 8 Regolamento OPC, che sono demandati a un comitato interamente composto da amministratori indipendenti (art. 16 Regolamento Mercati), dovranno tenere conto, comunque, del “contesto di gruppo” e delle peculiarità che l’interesse sociale presenta in caso di “direzione e coordinamento” e valutare condizioni e convenienza dell’operazione rispetto al risultato complessivo (prospettico) del gruppo<sup>10</sup>.

È evidente, quindi, che le regole civilistiche e societarie “proprie” dell’operazione sul capitale o straordinaria, da considerare ai fini del coordinamento con la disciplina OPC, non sono soltanto quelle procedurali (*generalis* o *specialis*), che concernono la fase preparatoria della delibera dell’assemblea (*id est*, le regole tipiche delle operazioni sul capitale e straordinarie sulla informazione preassembleare: cfr. artt. 2440, 2441, comma 6, 2443, comma 4, 2501-ter ss., 2506-ter c.c.; art. 70 Regolamento Emittenti); ma anche quelle riguardanti ogni altro atto di competenza degli amministratori, da compiersi sia “a monte”, sia “a valle” della deliberazione stessa, in quanto esso concorre al risultato economico-pratico di queste operazioni.

Occorre guardare, cioè, all’*intero ciclo dell’operazione*, dalla sua genesi e programmazione negoziale, alle decisioni societarie che la realizzano, sino agli atti di esecuzione concreta, e “combinare” tale disciplina, con quella posta dalla procedura OPC della società<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Sul tema v. F. GUERRERA, *Atti, contratti, operazioni infragrupo e “trasferimento di risorse” nei concordati e negli accordi di ristrutturazione e di risanamento di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 89 ss. ed *ivi* ampi riferimenti bibliografici cui si rinvia.

<sup>10</sup> In argomento cfr. P. MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell’impresa nei gruppi di società*, cit., 223 s., che sottolinea l’esigenza di valutare la ragionevolezza del bilanciamento del pregiudizio secondo criteri tecnici obiettivi e in “*uno spazio temporale variabile in ragione dell’operazione posta in essere in attuazione della direttiva*”; G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi*, cit., 135, nt. 36, che si sofferma sulla considerazione dei vantaggi compensativi nella valutazione di correttezza sostanziale dell’operazione; M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 363, § 8, che precisa al riguardo: «*in questa logica, tre sono gli elementi ai quali fare riferimento nel giudizio prognostico circa la rilevanza dei vantaggi futuri: fondamento, probabilità e tempo*»; M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi di impresa nei gruppi di società*, in *Società, banche e crisi d’impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, a cura di M. CAMPOBASO-V. CARELLO-M. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, III, Milano, 2014, 2757 s.

<sup>11</sup> Ai fini dell’applicazione delle procedure OPC, l’individuazione delle “operazioni di maggiore rilevanza” di cui agli artt. 4 e 8 e all’All. 3 Regolamento OPC, dovrà avvenire: per gli aumenti di capitale, con

Alcune operazioni possono considerarsi straordinarie soltanto *in senso lato* (così, per es., le acquisizioni e lo scorporo di *assets* o aziende o partecipazioni) e ricadono nella competenza degli amministratori, mentre l'intervento dell'assemblea è del tutto eventuale (v. *infra*, § 8). Per le operazioni "di competenza assembleare" (sia di minore, sia di maggiore rilevanza), invece, l'art. 11 Regolamento OPC prevede una "riserva di competenza propositiva" a favore dell'organo amministrativo<sup>12</sup> e assoggetta la fase istruttoria e di approvazione della proposta alle procedure stabilite per le operazioni ricomprese nella sua competenza gestionale (art. 2380-bis c.c.); inoltre, esso contempla la possibilità di darvi corso egualmente, sebbene in presenza di avviso contrario del comitato OPC (sempre che la procedura adottata lo consenta), ricorrendo al congegno del *whitewash*<sup>13</sup>, a tutela degli azionisti "non correlati".

Le regole del procedimento deliberativo assembleare costituiscono, tuttavia, per quanto detto, soltanto il punto di partenza dell'indagine. L'analisi della disciplina delle operazioni sul capitale e straordinarie con parti correlate deve svolgersi in rapporto alla struttura di ciascuna operazione e alla sua concreta articolazione procedimentale, al fine di individuarne i livelli o le fasi in relazione a cui il comitato, formato in tutto o in maggior parte da amministratori indipendenti "non correlati", è chiamato a esprimere il suo parere in funzione della decisione da adottare.

Nelle operazioni più complesse ovvero strutturate in funzione di più *variabili* (per es., con la previsione di condizioni, alternative o *range* di prezzi o di valori) il parere del comitato OPC dovrà essere espresso in più occasioni, in modo da precedere le diverse delibere dell'organo amministrativo necessarie per attuare l'operazione, o, comunque, articolarsi in relazione agli stadi dell'operazione precedenti l'effettiva modifica dell'assetto organizzativo della società, in modo da presidiare il rischio del trasferimento di risorse a favore delle parti correlate e a scapito della società stessa o degli azionisti o "di una parte" di essi.

Inoltre, a prescindere dal fatto che sia stato stipulato un accordo-quadro d'investimento (sul quale v. *infra*, § 3), la disciplina o le *best practices* richiedono sovente relazioni valutative o pareri di congruità (sul valore del conferimento, sul prezzo di emissione dei titoli, sul rapporto di cambio, ecc.) che sono rilasciati all'organo amministrativo dagli esperti all'uopo incaricati. Queste *opinions* devono essere, peraltro, considerate criticamente dal comitato OPC, chiamato a esprimere il suo parere sull'interesse

---

riferimento all'entità dell'apporto in denaro o in natura ricevuto a fronte dell'emissione delle azioni ("*Indice di rilevanza del controvalore*"); per le integrazioni operate mediante fusione o scissione per incorporazione nella società o acquisto di azienda a fronte di emissione di nuove azioni, con riferimento all'ammontare dell'attivo o del passivo dell'entità acquisita ("*Indice di rilevanza dell'attivo*"; "*Indice di rilevanza delle passività*"); per i trasferimenti di partecipazioni o beni o compendi aziendali attuati dalla società mediante scissione o scorporo, con riferimento all'ammontare dell'attivo dell'entità oggetto di assegnazione o conferimento ("*Indice di rilevanza dell'attivo*").

<sup>12</sup> Cfr. P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate* (Atti del Convegno di Piacenza del 19 novembre 2010), a cura di V. CARIELLO, Milano, 2011, 26 ss.; G. LIACE, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, 83 ss.

<sup>13</sup> Cfr. M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di whitewash e dintorni*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2011, 397; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 332 s.; G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La governance nelle società di capitali*, a cura di M. VIETTI, Milano, 2013, 183 ss., 189 ss.; F. GUERRERA, "*Interessi*" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. *whitewash nelle società aperte*), in *RDS*, 2015, 94 ss.

della società all'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni secondo la procedura adottata: parere da rilasciare avvalendosi a sua volta, se del caso, di “*esperti indipendenti di propria scelta*”, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b), Regolamento OPC.

Si rammenti, infine, che – secondo la nuova disciplina regolamentare – la decisione (o la proposta di delibera) relativa alle operazioni “di maggiore rilevanza”, è riservata alla competenza *collegiale* dell'organo amministrativo, secondo quanto disposto dagli artt. 8, comma 1, lett. a) e 10, comma 1, Regolamento OPC, anche per le società *con azioni diffuse* o *di recente quotazione* o *di minori dimensioni*.

3. *Gli accordi d'investimento e l'articolazione complessiva dell'operazione.* – Come si diceva, occorre guardare all'intero “ciclo” dell'operazione di riorganizzazione “con parti correlate”, dalla sua genesi e programmazione, alle decisioni societarie che la realizzano, sino agli atti di esecuzione concreta. A questo scopo l'accordo d'investimento, che mira a regolare in anticipo e dettagliatamente le varie fasi dell'operazione, funge da utile “cornice”, oltre che possibile “oggetto” di analisi.

L'accordo d'investimento – com'è noto – disciplina vari aspetti dell'“entrata” dell'investitore nel capitale della società (e talora anche della sua “uscita”)<sup>14</sup>. La dimensione programmatica di tale strumento si estende, perciò, dalla fase preparatoria e “conoscitiva” dell'operazione (com'è la c.d. *due diligence*) alla definizione degli obblighi di prestazione (essenziali e anche strumentali), che le parti assumono al fine di realizzare l'investimento sul piano societario (acquisto di partecipazioni, finanziamento, aumento di capitale, emissione di titoli, fusione, scissione, ecc.) e di proteggere le rispettive finalità soggettive dell'operazione. Inoltre, esso si proietta nel futuro, determinando la disciplina statutaria della società e l'assetto proprietario e di governo della stessa, e spesso prefigurando l'accordo parasociale destinato a regolare i rapporti tra i soci, con l'obiettivo di “assicurare” i diritti dell'investitore dal punto di vista della protezione del valore dell'investimento, del monitoraggio, dell'influenza e del concorso alla gestione della società e della possibilità di disinvestimento.

Quest'obiettivo viene perseguito compatibilmente con il “piano industriale”, approvato dagli organi sociali e condiviso con l'investitore, che è posto a base dell'accordo d'investimento e contribuisce a definire l'interesse sociale *in concreto*, in quanto idoneo a “sintetizzare” gli interessi dei soggetti partecipanti e quello della società del cui riassetto si tratta o, comunque, a “delimitare” i primi rispetto al secondo.

Si registra perciò il rischio latente di una collisione d'interessi o di un abuso dei poteri d'influenza derivanti dall'accordo, che dipendono dalla qualità e posizione dell'investitore “terzo”: questi può essere un soggetto di natura professionale e indipendente dalla società – salvo il fatto che, in quanto gestore di capitali di terzi, della cui protezione e amministrazione è contrattualmente responsabile, è per ciò stesso esposto

---

<sup>14</sup> In argomento cfr. D. CUMMING, *Contracts and exits in venture capital finance*, in *Rev. fin. studies*, 2008, 1978 ss.; G.G. TRIANTIS, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, in *Un. Chicago Law Rev.*, 2001, 305 ss.; M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di “controllo” e garanzie contrattuali*, Milano, 2006; ID., *L'aumento di capitale “garantito”*, in *Banca, borsa*, 2007, I, 454 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss.

al rischio di “conflitti di lealtà”<sup>15</sup> – ovvero presentare elementi di collegamento qualificati ai fini della disciplina OPC.

L'accordo d'investimento stipulato con la “parte correlata” deve essere oggetto di valutazione *diretta*, ai fini del parere del comitato, soltanto quando la società assoggettata alla disciplina OPC è parte di esso *in senso formale*. In questo caso, infatti, gli amministratori indipendenti devono entrare sin dall'inizio – più o meno a fondo, a seconda della rilevanza “quantitativa” dell'operazione – nella programmazione strategica della “riorganizzazione”, onde acquisire una visione d'insieme delle relazioni d'interesse che avvengono la società alle parti correlate; per quelle “di maggiore rilevanza”, l'art. 8 Regolamento OPC prescrive il loro coinvolgimento tempestivo nella fase di trattative e istruttoria “*attraverso un flusso informativo completo e aggiornato*”, con la possibilità di richiedere informazioni e formulare osservazioni.

Là dove, invece, l'accordo d'investimento intercorra tra i soci e *altri* soggetti coinvolti nel progetto industriale, allora esso sarà considerato come *presupposto* o *cornice* delle operazioni corporative e finanziarie programmate con riguardo alla (o tramite la) società assoggettata alla disciplina OPC, ai fini della valutazione delle medesime. Le intese preliminari tra gli azionisti di controllo o di riferimento e i terzi investitori “correlati”, in quanto necessarie a gettare luce sulle “ragioni” e sugli “obiettivi” dell'operazione, dovranno essere quindi rese disponibili agli amministratori facenti parte del comitato OPC, come la disciplina dei flussi informativi impone.

Anche nelle operazioni di fusione, l'intervento degli amministratori indipendenti sarà richiesto, normalmente, *prima* della formazione della delibera di approvazione del progetto e della relazione *ex art. 2501-quinquies c.c.*, cioè sin dalle fasi di gestazione dell'operazione, e implicherà l'espressione di un parere sul *merger agreement*, che – nelle fusioni tra società “indipendenti” – precede l'adozione delle decisioni necessarie per il processo aggregativo<sup>16</sup>, in particolare con riferimento alle regole statutarie e all'assetto di potere e di *governance* della nuova società, al piano industriale e al piano economico-finanziario della fusione, nonché alla designazione dei consulenti per l'elaborazione dei piani e la redazione del progetto di fusione e all'eventuale richiesta di nominare un esperto comune *ex art. 2501-sexies, comma 5, c.c.*

4. *Il parere del comitato OPC e la disciplina del procedimento assembleare alla luce della SHRD II.* – Le ragioni e gli obiettivi dell'operazione rappresentano la chiave di volta dell'interesse sociale “in concreto”, che deve ispirare l'operato dei soggetti chiamati a valutare i caratteri e i termini dell'operazione nella prospettiva di trasparenza e prevenzione che caratterizza la Regolamentazione OPC.

<sup>15</sup> Sull'*engagement* degli investitori professionali e sui connessi problemi di diritto societario e del mercato finanziario v. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, II, 1782 e ss.; S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2019; L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018; G. FERRI JR, *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *Rivista ODC*, 2018, 3; G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2018, 420 e ss.; M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 398 ss.

<sup>16</sup> Cfr. G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione*, Milano, 2013.



Si tratta di una valutazione caso per caso che, specie per le operazioni di maggiore rilevanza, come detto, deve investire la medesima *nel suo complesso e in ogni aspetto*: sia che si acceda alla tesi della piena e anticipata valutazione del “merito” della scelta amministrativa da parte degli amministratori indipendenti e in specie di quelli “non correlati”<sup>17</sup>; sia che si ritenga la cognizione dei dati di fatto funzionale a una valutazione di coerenza e ragionevolezza della stessa, specialmente dal punto di vista della tutela degli azionisti “esterni” e degli investitori “non correlati”<sup>18</sup>.

Il “parere” rilasciato in conformità della disciplina OPC costituisce una *fase preliminare* o *istruttoria* che si iscrive necessariamente, alla stregua di una “condizione di validità”, nel procedimento decisionale dell’organo amministrativo, e non un atto deliberativo “autonomo”, se pure a contenuto consultivo. La decisione finale, quale che ne sia il contenuto, resta di competenza dell’organo collegiale plenario di cui gli “indipendenti” fanno parte.

Orbene, tale profilo riveste particolare importanza nella dinamica formativa delle operazioni sul capitale e straordinarie con parti correlate, posto che la determinazione delle “condizioni dell’operazione”, alle quali si collegano “l’interesse” e la “convenienza” stessa della società, generalmente non si compie *uno actu*, ma è – come si diceva – la risultante di un processo formale, che si impernia sulla “proposta di delibera” dell’organo amministrativo.

La disciplina italiana, peraltro, anche per le “operazioni di competenza assembleare” previste dall’art. 11 Regolamento OPC, valorizza particolarmente il ruolo dell’organo amministrativo e del comitato OPC nella fase istruttoria e propositiva e prevede, in caso di avviso contrario degli amministratori indipendenti sulla proposta di delibera, l’applicazione della c.d. *majority of minority rule*<sup>19</sup>. In questo modo, essa dà attuazione al principio dell’art. 9-quater, comma 4, Direttiva UE 2017/828 (SHRD II), in forza del quale “*gli Stati membri assicurano che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall’assemblea generale o dall’organo di amministrazione o di vigilanza della società, conformemente a procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano in modo adeguato gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza*”.

Il Regolamento OPC non ha richiesto, perciò, a differenza di quanto si è reso necessario per l’organo amministrativo della società (v. *infra*, § 11), adeguamenti normativi in relazione alla posizione degli *azionisti coinvolti nell’operazione*. Difatti, malgrado la SHRD II prescrivesse, anche per le assemblee, la posizione di regole di neutralizzazione preventiva dei conflitti di interesse (stabilendo appunto che “*qualora l’operazione con parti correlate coinvolga un ... azionista, [questi] è escluso dall’approvazione o*

---

<sup>17</sup> Cfr. A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 207 ss.

<sup>18</sup> Così, in particolare, G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi*, cit., 83 ss., 86, ed *ivi* ulteriori riferimenti; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 357 ss.

<sup>19</sup> Cfr. M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni*, cit., 397; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 332 s.; G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 183 ss., 189 ss.; F. GUERRERA, “*Interessi*” degli azionisti e partecipazione “*differenziata*” ai processi decisionali, cit., 94 ss.

dalla votazione”), il Regolamento OPC prevedeva già un meccanismo di sterilizzazione del voto dei soci “interessati”<sup>20</sup>.

In conclusione, il meccanismo di approvazione delle delibere assembleari aventi ad oggetto le operazioni sul capitale e straordinarie con parti correlate appare idoneo a prevenire i conflitti e gli abusi dannosi (per la società e gli azionisti non correlati), anche quando viene superato il “filtro” della riserva di competenza propositiva dell’organo amministrativo<sup>21</sup>, che è prevista proprio allo scopo di consentire agli amministratori indipendenti di esprimere, nell’ambito del procedimento consiliare preparatorio, il loro parere sull’interesse della società e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni ipotizzate.

Questa soluzione normativa presenta, peraltro, una notevole valenza sistematica per la ricostruzione della disciplina OPC, attribuendo agli azionisti “indipendenti” il ruolo di potenziali *decisori ultimi* dell’operazione.

5. *L’obbligo di astensione degli amministratori interessati.* – Nel caso di operazioni sul capitale o straordinarie con “parti correlate” (per es., appartenenti allo stesso gruppo o in relazione di *joint venture* diretta o indiretta o partecipate da uno stesso socio di riferimento o aventi una coincidenza, anche solo parziale, degli organi amministrativi), scatta l’obbligo degli amministratori “coinvolti nell’operazione”, fermo quanto previsto dall’art. 2391 c.c., di astenersi dalla votazione, in conformità dell’art. 2391-bis, comma 3, c.c.: tali sono, secondo l’art. 3, comma 1, lett. *i-bis*), Regolamento OPC gli “*amministratori che abbiano nell’operazione un interesse, per conto proprio o di terzi in conflitto con quello della società*”.

Il nuovo art. 2391-bis c.c. ripristina per le società quotate (come già per le banche e gli intermediari finanziari) l’originaria formula dell’art. 2391 c.c.<sup>22</sup> in un’ottica di *prevenzione* del pericolo di pregiudizio alla società amministrata derivante dal conflitto d’interesse, quand’anche puramente teorico o potenziale: rileva quindi la possibilità di ogni “divergenza” rilevante tra l’interesse proprio o altrui di cui l’amministratore è portatore nell’operazione (*id est*, l’utilità che potrebbe ricavarne) e l’interesse della società alla soddisfazione ottimale del quale si aspira; restano invece esclusi gli interessi *convergenti* o *indifferenti* o *sicuramente non contrastanti*.

Ovviamente non è per nulla facile, specialmente rispetto alle operazioni di natura “riorganizzativa”, effettuare tale verifica e mettere a fuoco gli interessi degli attori e le loro interrelazioni rilevanti.

<sup>20</sup> La disciplina è risultata, cioè, in sede di recepimento con il d.lgs. n. 49/2019, in linea con la prescrizione per cui “*gli Stati membri possono consentire all’azionista che è una parte correlata di partecipare alla votazione, purché il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia che si applicano prima o in occasione della procedura di votazione per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, impedendo alla parte correlata l’approvazione dell’operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti che non sono una parte correlata o nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti*”. In argomento v. ora anche M. CORGATELLI, *I regimi europei d’approvazione di operazioni con parti correlate*, in corso di pubblicazione su RDS, n. 4/2021.

<sup>21</sup> Cfr. P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit. 26 ss.; G. LIACE, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, cit., 83 ss.

<sup>22</sup> Su cui v. L. ENRIQUES, *Il conflitto d’interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.

L'amministratore "interessato" deve sempre rappresentare all'organo collegiale la natura, la portata e i termini del proprio interesse nell'operazione ai sensi dell'art. 2391, comma 1, c.c. (e, per l'aspetto penalistico, dell'art. 2629-bis c.c.)<sup>23</sup>; l'obbligo di astenersi rappresenta un presidio aggiuntivo, che riguarda l'amministratore *coinvolto nell'operazione*, e si limita alla "votazione" della delibera, ma non preclude la sua "partecipazione" alla seduta e al dibattito consiliare cui egli potrebbe apportare elementi informativi di particolare interesse. Si tratta, cioè, di una "restaurazione" rimeditata del vecchio art. 2391, comma 1, c.c., che parlava di "astensione dalla partecipazione alla delibera", e di una formulazione più precisa rispetto alla stessa normativa bancaria e finanziaria (in cui si parla di "astensione dalle deliberazioni")<sup>24</sup>.

L'espressione del parere del Comitato OPC sull'operazione non esime da responsabilità gli (altri) amministratori per la decisione collegialmente assunta, pur in conformità di esso, nell'esercizio dei poteri istruttori e propositivi che l'organo amministrativo esplica nelle operazioni sul capitale, straordinarie e *lato sensu* riorganizzative la cui deliberazione è attribuita alla competenza dell'assemblea.

Inoltre, anche rispetto agli amministratori investiti della funzione consultiva, potrebbe rivelarsi utile – sul piano informativo e conoscitivo – la partecipazione dell'amministratore *coinvolto nell'operazione* alla seduta in cui viene assunta la decisione e, ancor più, a quelle in cui il progetto o l'analisi dell'operazione sono avviati o questa è portata a effettiva esecuzione. Del resto, gli stessi membri del Comitato OPC potrebbero assumere responsabilità per il rilascio di un "parere" immotivatamente negativo in termini di interesse, convenienza e correttezza (conseguente magari a un dissidio interno o a un'opposizione preconcepita o a una strumentalizzazione del loro ruolo), là dove esso determini un mancato profitto o una perdita di chance per la società<sup>25</sup>.

6. *L'esecuzione degli aumenti di capitale.* – Come si diceva, problemi di applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate possono registrarsi a livello "esecutivo", sia negli aumenti di capitale *delegati* all'organo amministrativo ex art. 2443 c.c. (e quindi in parte sottratti alle regole procedurali ordinarie), sia negli aumenti di capitale *offerta in opzione* a tutti gli aventi diritto (tendenzialmente esclusi dall'ambito applicativo della regolamentazione OPC), allorché si prevede la possibilità di procedere alla copertura (anche parziale ed eventuale) dell'aumento, mediante compensazione dei crediti che sono nella titolarità dei soci in posizione di controllo o d'influenza notevole o di una società del gruppo o in *joint venture* o soggetta a comune controllo, ecc.<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> V. sul tema, fra gli altri, GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 17 ss.; G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, II, Torino, 2007, 581 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391 c.c.*, in *Amministratori. Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI e altri, Milano, 2005, 424 ss.; R. SANTAGATA, *Interlocking directorates e "interessi degli amministratori" di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310 ss.

<sup>24</sup> Cfr. in argomento A. SACCO GINEVRI, *Il dovere di astensione degli amministratori di banche in conflitto di interessi nel nuovo art. 53, comma 4, t.u.b.*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2017, 549 ss.; ID., *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, 2016, 55 ss., 67 ss.

<sup>25</sup> Sul tema cfr. G. PRESTI, *Commento all'art. 2391-bis*, cit., 1379 s.; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., 366 ss.

<sup>26</sup> In argomento v. M. CAMPOBASSO, *Aumento del capitale e compensazione con crediti postergati*, in

Se, infatti, da un verso, i soggetti (“parti correlate”) destinatari dell’offerta in opzione (o resisi acquirenti dei “diritti”, ai sensi dell’art. 2441, comma 3, 2° periodo, c.c.), sono interessati a compensare i crediti (finanziari o di diversa origine) con il debito di sottoscrizione derivante dall’esercizio dell’opzione azionaria; dall’altro, gli amministratori del Comitato OPC devono analizzare – a monte o a valle della delibera di aumento e in base alle sue “ragioni”, quando queste vengono concretamente in rilievo – l’interesse della società ad attuare il rafforzamento patrimoniale mediante conversione di debiti in capitale, anziché con versamento di denaro fresco, e valutare la *convenienza* di tutto ciò alla luce del prezzo di emissione dei titoli, del tasso di conversione pattuito con il sottoscrittore e della situazione finanziaria dell’emittente (considerando anche il rischio di una redistribuzione interna del capitale lesiva della “parità di trattamento” tra gli azionisti).

Il problema si può prospettare in termini analoghi nel caso dell’emissione di *strumenti finanziari partecipativi* a favore di “parti correlate” (di norma, demandata statutariamente alla competenza dell’assemblea), allorché l’incremento del patrimonio netto avvenga tramite l’eliminazione dei debiti verso i sottoscrittori<sup>27</sup>, anziché tramite nuovi apporti “fuori capitale” da parte degli stessi<sup>28</sup>. In questi casi, infatti, la struttura finanziaria e organizzativa della società subisce un’alterazione, che generalmente comporta anche la diluizione dei diritti patrimoniali e amministrativi degli azionisti (oltre che degli eventuali portatori di titoli ibridi già emessi).

Queste modalità di copertura dell’aumento di capitale a pagamento e, in generale, manovre di “rafforzamento patrimoniale” della società sono – com’è noto – particolarmente frequenti nelle operazioni di ristrutturazione.

---

RDS, 2021, 245 ss.; D. SCANO-L. TRONCI, *Finanziamenti e versamenti dei soci nelle società partecipate* (rassegna di giurisprudenza), in *Giur. comm.*, 2018, I, 175 ss.; D. CILLO, *Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Riv. not.*, 2017, 691 ss.; M. SPERANZIN, *Commento all’art. 2440 c.c.*, in *Codice della S.p.A.*, Commentario diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, II, 2605 ss., il quale sottolinea l’esigenza di una perizia di stima nel caso in cui il credito sia sorto da una prestazione non finanziaria; N. ABRIANI, *Debiti infragruppo e concordato preventivo tra postergazione e compensazione*, in *Banca, borsa*, 2013, I, 699; J. RAVINI-E. SIMONELLI, *La sottoscrizione di aumento del capitale nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 913 ss.; F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, III, Torino, 2007, 521 ss.; e già A. DENTAMARO, *Aumento di capitale e compensazione*, in *Riv. soc.*, 1997, 1027 ss.

<sup>27</sup> Cfr. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Torino, 2006, 733; B. LIBONATI, I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 15; A. BUSANI-MAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società*, 2011, 925 ss.; M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I contratti per l’impresa*, a cura di G. GITTI-MS. MAUGERI-M. NOTARI, Bologna, 2012, 359; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella società per azioni*, Torino, 2012; M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, vol. II, Torino, 2014, 1323 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve*, in *Banca, borsa*, 2017, I, 6 ss.; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017; M. SAGLIOCCA, *La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito*, in *Riv. soc.*, 2018, 360 ss.

<sup>28</sup> Su cui v. J. SODI, *Apporti in natura nelle società di capitali e relazione giurata di stima*, CNN – Commissione Studi d’Impresa, Studio n. 276-2015-I.

Si rammenti in proposito che la società – ove lo statuto e le Procedure OPC adottate lo consentano – possono prevedere che, in casi di *urgenza collegati a situazioni di crisi aziendale* dovuta a squilibri patrimoniali o finanziari, anche al di fuori delle fattispecie di cui agli artt. 2446, 2447 e 2484 c.c., le operazioni con parti correlate “di competenza assembleare” siano perfezionate anche in deroga a quanto disposto dall’art. 11, commi 1, 2 e 3 (art. 11, comma 5, Regolamento OPC). Ciò, tuttavia, a condizione che all’assemblea chiamata a deliberare su tali operazioni si applichino le speciali regole dell’art. 13, comma 6, lett. c)-d)-e), Regolamento OPC circa l’informazione del pubblico e che, in caso di valutazione negativa delle ragioni d’urgenza da parte dell’organo di controllo della società, sia comunque prevista la possibilità della maggioranza dei “soci non correlati” di porre il veto all’operazione.

7. *Gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.* – Analoghi problemi si possono registrare per l’esecuzione degli aumenti deliberati ai sensi dell’art. 2441, comma 4, 2° periodo, c.c., cioè caratterizzati dalla c.d. esclusione statutaria del diritto d’opzione “nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni”<sup>29</sup>. Difatti, in fase di collocamento delle azioni, può verificarsi egualmente l’esigenza di valutare la *convenienza* e le *condizioni* dell’offerta di conversione dei crediti in capitale di rischio proveniente dai potenziali sottoscrittori, parti correlate.

Ma, anche a prescindere da tale evenienza, ove cioè sia prevista la liberazione delle azioni di nuova emissione soltanto mediante versamenti in denaro, il comitato OPC dovrà comunque, in presenza di “offerte di sottoscrizione” dell’aumento provenienti da una parte correlata<sup>30</sup>, esprimersi sulle modalità di collocamento e sul prezzo di emissione, non potendosi ricomprendere questa tipologia di aumenti di capitale “riservati” fra le ipotesi di esclusione *ex art. 13, comma 3, lett. c)*, Regolamento OPC (cioè tra le “operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato”).

Il prezzo di emissione è spesso, infatti, indicato genericamente dalla delibera di aumento di capitale con esclusione dell’opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 4, 2° periodo, c.c. in un *range* di valori al cui interno l’organo delegato effettua la scelta definitiva; inoltre, nella prassi, esso viene di frequente “scontato” in una misura non irrisoria rispetto alle quotazioni correnti per stimolare le adesioni<sup>31</sup>. Ragion per cui appare insi-

---

<sup>29</sup> Sull’esclusione “statutaria” del diritto d’opzione per l’emissione di azioni quotate v. G. BALP-M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto di opzione nelle società quotate nei limiti del dieci per cento e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004, 816 ss.; A. ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, 85 ss.; E. GINEVRA, *Commento all’art. 2441 c.c.*, in *Codice della S.p.A.*, Commentario diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, II, 2637 ss.

<sup>30</sup> Non si dubita, infatti, per lo più, che il collocamento delle nuove azioni possa avvenire anche “fuori mercato”: cfr. M. SPERANZIN, art. 2441, *Diritto di opzione*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’ALESSANDRO, II, 2, Firenze, 2011, 865; A. ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 129.

<sup>31</sup> Sulla nozione e il valore della prescritta “corrispondenza” del prezzo di emissione delle azioni *ex art. 2441, comma 4, 2° periodo, c.c.*, e sulla possibilità di “adeguamento” rispetto al contesto applicativo, cfr. G. BALP-M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 796 ss.; G. GIANNELLI, *L’aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, III, Torino, 2007, 280 ss.; nonché, per una lettura restrittiva, E. GINEVRA, *Commento all’art. 2441 c.c.*, cit., 2638.

to in questa tecnica di capitalizzazione, commisuratamente alla discrezionalità attribuita per legge e per statuto agli amministratori, il rischio di abusi da parte dell'organo delegato all'esecuzione dell'aumento, a discapito degli azionisti esclusi dalla possibilità di sottoscrivere le azioni, a causa del trasferimento surrettizio di risorse che potrebbe realizzarsi ai loro danni e a vantaggio dei sottoscrittori prescelti.

In generale, poi, in tutti gli aumenti di capitale "riservati", il rischio di esclusione discriminatoria a danno degli aventi diritto (e, al contempo, di indebito avvantaggiamento dei soggetti riservatari delle azioni emesse in esecuzione di una delibera di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c.) si aggrava, appunto, allorché tra i beneficiari dell'offerta riservata ci siano "parti correlate".

Difatti, sebbene la legge appresti degli efficaci presidi informativi e valutativi in ordine alle ragioni dell'operazione e alla congruità del prezzo di emissione – vale a dire la relazione degli amministratori ex art. 2241, comma 6, c.c.<sup>32</sup> e il parere della società di revisione ex art. 158 T.u.f., messi a disposizione del pubblico con l'avviso di convocazione dell'assemblea ex art. 125-ter T.u.f. –, la partecipazione di una "parte correlata" alla sottoscrizione azionaria espone gli azionisti "non correlati" (o "diversamente correlati") a un rischio aggiuntivo particolare. Un rischio che esige, appunto, a fronte dell'ampia discrezionalità dell'organo amministrativo nella decisione o proposta di determinazione delle condizioni dell'emissione azionaria<sup>33</sup>, un'analisi dettagliata e una valutazione particolarmente attenta dell'interesse sociale e della convenienza della società rispetto alla scelta potenzialmente pericolosa (per tutti gli azionisti o per una parte di essi, secondo che la "correlazione" riguardi il management o alcuni soci) del soggetto riservatario dell'aumento.

8. *Gli aumenti di capitale con conferimenti di beni in natura.* – Il problema della trasparenza e della prevenzione dei conflitti d'interessi è, naturalmente, ancor più avvertito per gli aumenti di capitale mediante *conferimento di beni in natura*, ove la valutazione dell'apporto tiene luogo del versamento di numerario.

Il parere del comitato OPC resta indispensabile, nonostante che l'art. 2441, commi

---

<sup>32</sup> Circa il contenuto della relazione, si è opportunamente precisato che il giudizio sulla necessità/preferibilità dell'esclusione dovrebbe appuntarsi, più che sull'operazione di aumento di capitale in sé, proprio sulla scelta di collocare le azioni da esso rivenienti presso terzi, anziché offrirle in opzione agli azionisti: cfr. N. ROBIGLIO, *Delega all'aumento di capitale e d.P.R. n. 30/1986*, in *Riv. soc.*, 1991, 686; E. GINEVRA, *Commento all'art. 2441 c.c.*, cit., 2629 s., il quale ritiene necessaria la dimostrazione che il piano di rafforzamento patrimoniale sotteso alla proposta di aumento *impone* il collocamento esterno e puntualizza (p. 2632) la necessità "di una positiva precisazione delle relative ragioni economiche, a garanzia delle minoranze azionarie contro il rischio di una indebita deviazione delle risorse sociali dagli scopi comuni".

<sup>33</sup> Per le società con azioni quotate sui mercati regolamentati, la "congruità" del prezzo di emissione delle azioni riservate al soggetto destinatario dell'aumento è assicurata – ma utilizzando una assai formula flessibile, proprio per agevolare il successo del collocamento in relazione alle condizioni di mercato – dall'obbligo di *tenere conto "anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*: cfr. P. MARCHETTI, *Commento agli artt. 22 e 23 d.P.R. n. 30/1986*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, I, 183; F. GUERRERA, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in *Società di capitali.*, Commentario diretto da G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 1177; E. GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo di emissione negli aumenti del capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2008, 514.

4 e 6, c.c. richiede espressamente agli amministratori di esplicitarne “le ragioni” nella relazione illustrativa della proposta di aumento<sup>34</sup> e prescrive di allegare la “relazione giurata dell’esperto designato dal tribunale” ex art. 2343 c.c. o “la documentazione indicata dall’art. 2343-ter, comma 2, c.c.”; e che, inoltre, l’art. 70 Regolamento Emittenti preveda particolari termini e modalità per la trasmissione alla Consob e la messa a disposizione del pubblico della documentazione preassembleare, proprio al fine di migliorare l’informazione societaria e di agevolare il compito di vigilanza dell’autorità preposta.

La relazione di stima dell’esperto indipendente sul valore dei beni da conferire, ove pure segua le forme più rigide e garantistiche dell’art. 2343 c.c., adotti i principi e i criteri riconosciuti in materia e ne contenga l’idonea illustrazione, resta pur sempre finalizzata alla “*determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo*” nell’interesse della società conferitaria, dei creditori e dei terzi, in quanto espressione del principio di effettività (*rectius*: di “valoristicamente esatta”) formazione del capitale sociale<sup>35</sup>. Essa non riguarda, invece, lo “scambio sottostante” tra i soggetti interessati dall’operazione, cioè le condizioni sostanziali del trasferimento di risorse che la disciplina OPC mira, appunto, a portare alla luce al fine di farle verificare come *corrette e convenienti*, sullo sfondo di una valutazione preliminare “indipendente” dell’interesse sociale all’operazione e della convenienza della società (la cui determinazione finale resta rimessa *in toto*, beninteso, al consiglio di amministrazione e all’assemblea).

Agli amministratori indipendenti competono, dunque, valutazioni circostanziate – e spesso necessariamente assistite dalle relazioni dei “loro” esperti di fiducia – sul valore intrinseco dei beni conferiti (e quindi sulla congruità del corrispettivo teorico di acquisizione in relazione al capitale economico della società), sul numero e sul prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall’aumento (dal quale dipende il rischio di diluizione delle partecipazioni degli azionisti), sull’interesse industriale all’acquisizione del bene conferito o su quello commerciale strategico al riassetto mirato della “proprietà” (che può giustificare ragionevolmente dei sacrifici a fronte dei vantaggi emergenti a favore della parte correlata), su altre operazioni finanziarie collegate all’aumento del capitale sociale riservato al sottoscrittore (generalmente volte a correggere, specialmente in presenza di perdite ovvero di situazioni di tensione finanziaria o di “pre-crisi”, gli indici patrimoniali o di liquidità della società).

Si tratta di analisi e valutazioni essenziali alla determinazione sociale “in concreto” dell’interesse sociale e della convenienza dell’operazione, che sono tutte utili – sempre

---

<sup>34</sup> La norma è comunemente interpretata nel senso che pone a carico degli amministratori l’obbligo di precisare l’interesse concreto della società a ricevere il conferimento in natura, la cui attuazione importa la riserva del collocamento delle azioni a favore del soggetto possessore del bene: cfr. F. GUERRERA, *Commento all’art. 2441 c.c.*, cit., 1177; G.G. PERUZZO, *Commento all’art. 2441 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, diretto da G. FAUCEGLIA-G. SCHIANO DI PEPE, Torino, 2007, 1286.

<sup>35</sup> In argomento v. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, Torino, 2004, I, t. 3, 208 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in natura nelle società di capitali: appunti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Torino, 2006, 489. Sulla nuova disciplina ex d.lgs. n. 142/2008 e d.lgs. n. 224/2010 v. M. NOTARI, *Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 54; N. ABRIANI, *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. not.*, 2009, I, 95; G. FERRI JR., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009, 253; M. MALTONI, *Questioni in merito all’applicazione dell’art. 2343 ter c.c.*, Commissione Studi d’Impresa CNN, Studio n. 152-2009/I; M. SPERANZIN, *Commento all’art. 2440*, in *Codice della S.p.A.*, cit., 2603 ss.

in relazione alla verifica di congruità del prezzo di emissione alla luce della situazione societaria e di mercato – a prevenire e a contrastare il fenomeno dell'estrazione di benefici privati dal controllo (partecipativo o manageriale) della società conferitaria e ad allontanare, così, lo spettro del conflitto d'interessi o dell'abuso di maggioranza.

Dinanzi all'accordo-quadro che, nella prassi, regola l'investimento e le operazioni collegate, queste analisi e valutazioni del comitato OPC devono abbracciare tutti gli aspetti, anche *normativi* dell'operazione, inerenti ai tempi di realizzazione, alle garanzie contrattuali e all'apparato rimediabile. Essi sono, di norma, oggetto di apposita negoziazione, prima che di esecuzione nel rapporto con la "parte correlata" e, pertanto, devono registrare il tempestivo coinvolgimento informativo e istruttorio degli amministratori indipendenti.

9. *Scorpori e conferimenti di azienda, partecipazioni sociali o compendi di diritti e rapporti.* – Quanto detto prima vale anche per le operazioni di "scorporo" di azienda o rami d'azienda<sup>36</sup>, partecipazioni sociali o compendi di diritti e rapporti effettuate da un soggetto conferente "correlato" a favore di una società conferitaria sottoposta alla disciplina OPC non posseduta totalitariamente dallo stesso, la quale aumenti il capitale in contropartita del conferimento, escludendo il diritto di opzione degli *altri* soci (operazione ricadente appieno nel novero degli aumenti di capitale da liberarsi mediante conferimenti in natura).

Ma problemi del tutto analoghi si pongono, *mutatis mutandis*, per le operazioni di scorporo effettuate da una società soggetta alla disciplina OPC a favore di una conferitaria preesistente, non controllata totalitariamente dalla conferente (e, comunque, non qualificabile come una "parte correlata" alla stregua degli interessi coinvolti), che comportano la sottoscrizione delle azioni emesse dalla società conferitaria a un prezzo che potrebbe avvantaggiare gli *altri* soci. Rispetto a queste operazioni, infatti, la disciplina comune del procedimento deliberativo non è particolarmente stringente e il coinvolgimento dell'assemblea è soltanto eventuale, essendo limitato – come, del resto, nell'ipotesi inversa di acquisizione di azienda, partecipazioni o rapporti giuridici in blocco – ai soli casi di autorizzazione ai sensi dell'art. 2364, n. 5, c.c. o di modificazione sostanziale dell'oggetto sociale<sup>37</sup>.

Spetta, comunque, al comitato OPC di compiere la disamina della convenienza complessiva e della correttezza sostanziale, dal punto di vista della società (e di riflesso dei suoi soci), delle condizioni di "scambio" tra il bene conferito (l'azienda, il ramo d'azienda, la partecipazione sociale o il compendio di diritti e rapporti, ecc.) e le azioni rivenienti dall'aumento di capitale della conferitaria<sup>38</sup>: disamina che dovrà incentrarsi,

<sup>36</sup> Sullo scorporo dell'azienda e la trasformazione della società in holding cfr. per tutti G. RACUGNO, *Lo "scorporo" d'azienda*, Milano, 1994; con riguardo alla ristrutturazione di società in crisi, cfr. F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 58 ss.

<sup>37</sup> Cfr. in argomento, sul problema della c.d. competenze implicite rispetto alle operazioni "d'interesse primordiale", P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269, 301 ss.; all'inverso, sul caso d'incorporazione di società operative da parte della holding, v. M. CENTONZE-V. MARICONDA, *Incorporazione delle società controllate nella holding capogruppo e diritto di recesso dei soci di quest'ultima* (parere *pro veritate*), in *Giur. comm.*, 2015, I, 986; A. PAOLINI, *Le modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, Milano, 2014.

<sup>38</sup> Sul tema v. già diffusamente F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, cit., 257 ss.



soprattutto, sull'aspetto valutativo, cioè sul rapporto tra il valore del conferimento e il capitale economico della società che lo riceve e, a fronte di esso, aumenta e "redistribuisce" il capitale azionario tra i soci, con conseguenti inevitabili spostamenti di ricchezza e di potere e con impatti (almeno potenzialmente) lesivi del principio di "parità di trattamento" degli investitori.

10. *Le operazioni straordinarie: le scissioni.* – Le osservazioni sin qui svolte valgono *a fortiori* per le operazioni straordinarie in senso stretto.

Il profilo della valutazione – in questo caso riferito globalmente al "capitale economico" delle società partecipanti<sup>39</sup> e, in particolare, al *rapporto di cambio* tra le rispettive azioni o quote – è infatti essenziale per l'espressione del parere del comitato OPC sulle operazioni di scissione, poiché le situazioni patrimoniali della(e) società interessata(e) alla riorganizzazione sono redatte con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio (art. 2501-quater richiamato dall'art. 2506-ter c.c.)<sup>40</sup>, e quindi a valori "contabili" (e non "reali").

Da ciò discende che, sebbene la "regolarità" dell'operazione sia presidiata dalle relazioni degli amministratori ex art. 2506-ter, comma 2, c.c., dell'esperto incaricato di valutare l'entità del patrimonio apportato alla società partecipante (ove si proceda a un aumento di capitale "riservato") e dell'esperto incaricato di valutare la congruità del rapporto di cambio (secondo gli artt. 2501-sexies e 2506-ter, comma 3, c.c.)<sup>41</sup>, è comunque richiesta l'analisi dell'interesse sociale e della sua convenienza e correttezza sostanziale, in funzione della prevenzione degli abusi e dei conflitti d'interessi che potrebbero ledere i soggetti esposti al "rischio" del rapporto con la parte correlata.

La disciplina sulle operazioni con parti correlate si applica innanzitutto alla scissione (totale o parziale) *non proporzionale*, ma riguarda anche a quella *proporzionale*, se avviene a favore di una *società preesistente* non interamente controllata dalla scissa e comunque qualificabile come "parte correlata" dell'emittente soggetta alla disciplina OPC; o anche se la scissione avviene in senso inverso, cioè da parte di una società soggetta a tale disciplina e a favore di un'altra che ne è esente, perché non fa ricorso al mercato del capitale di rischio o può avvalersi di una delle esenzioni previste dal Regolamento (cfr. artt. 10, 13 e 14 Regolamento OPC).

<sup>39</sup> Per tale intendendosi il valore del complesso aziendale calcolato globalmente e sinteticamente ai fini del suo trasferimento: cfr. S. MADONNA, *La valutazione del capitale economico*, in *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e fiscalità d'impresa*, a cura di F. Poddighe, Padova, 2008, 9 ss.; F.G. GRANDIS-F. PALAZZI, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e media imprese*, Torino, 2018.

<sup>40</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 32; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, Torino, 2004, VII, t. 2, 408 ss.; F. MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 353 s.; L. G. PICONE, *Commento all'art 2506-bis c.c.*, in *Trasformazioni-Fusioni-Scissioni. Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI e altri, Milano, 2007, 1141; A.D. SCANO, *Commento all'art 2506-ter c.c.*, in *Codice della S.p.A.*, Commentario diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, II, 3472. Si ritiene necessaria anche la redazione del conto economico, per determinare l'utile di periodo.

<sup>41</sup> Cfr. R. PEROTTA-L. BERTOLI, *Le operazioni straordinarie*, Milano, 2015, 763 ss.; F. BASCHERINI, *La fusione e la scissione societaria*, in *Manuale di tecnica professionale. Valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e fiscalità d'impresa*, a cura di F. Poddighe, Padova, 2008, 230; A.D. SCANO, *Commento all'art 2506-ter c.c.*, in *Codice della S.p.A.*, Commentario diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, II, 3474.

Il progetto di scissione deve essere “illustrato” da una relazione che lo giustifica sotto il profilo giuridico ed economico (anche con riferimento al c.d. *business purpose*, non certo rinunciabile per le società quotate) e con riguardo al rapporto di cambio e ai criteri adottati per la sua determinazione.

Ora, mentre sull’*interesse sociale* e sulla *convenienza* dell’operazione per la società e sulla struttura e finalità della stessa gli amministratori indipendenti possono seguire anche un percorso logico diverso e “disallineato” da quello degli amministratori esecutivi o esponenti della maggioranza del capitale, nell’esaminare la *correttezza sostanziale* della scissione dal punto di vista della società (e, di riflesso, dei suoi soci), essi non potranno che analizzare sul piano economico-aziendale il rapporto di cambio, in quanto esprime il “peso reciproco” tra le società partecipanti<sup>42</sup>.

Da ciò consegue che essi dovranno rivedere, con l’ausilio di un *advisor* indipendente, la valutazione ipotizzata a loro volta dagli *altri* amministratori, col supporto dei consulenti all’uopo nominati, in vista della delibera consiliare e della relazione *ex art.* 2501-quinquies c.c., di cui il parere rilasciato ai fini della procedura OPC costituisce il presupposto endo-procedimentale e su cui l’esperto nominato ai sensi degli artt. 2501-sexies e 2506-ter, comma 3, c.c. esprimerà la propria valutazione nella relazione sulla congruità del rapporto di cambio: valutazione espressa *ex post*, se pure sulla base di un lavoro avviato precedentemente e, in parte, sovrapposto a quello dei consulenti incaricati dal consiglio e dagli amministratori indipendenti, con inevitabile duplicazione di costi e “controlli”.

Nondimeno, la necessità normativamente imposta di una siffatta analisi “indipendente” rappresenta di per sé un efficace deterrente rispetto a quelle operazioni straordinarie le cui “ragioni” economiche, finanziarie e industriali non siano limpide e inequivocabili e che rischino di mettere a repentaglio – in situazioni di accentuata incertezza valutativa e senza una reale utilità per la società – gli interessi dei soci “esterni” (oppure degli investitori “non soci”): un’analisi di convenienza che si pone, quindi, come contraltare alla valutazione discrezionale degli amministratori esecutivi e alla strategia del gruppo di comando, senza per ciò inficiarla e nemmeno indebolirla, ed anzi corroborandola, se condotta con esito positivo.

Inoltre, possono esservi altri elementi del progetto di scissione – si pensi al trattamento riservato a particolari categorie di soci o di investitori (portatori di strumenti finanziari partecipativi, titoli opzionali, ecc.) o ai vantaggi particolari riconosciuti a taluni amministratori (*benefits*, *longe term incentive plans*, *stock options* e simili) – che coinvolgono soggetti che si trovano in rapporto di collegamento qualificato con la società partecipante e potrebbero incidere sulle condizioni dell’operazione.

11. (Segue): *le fusioni*. – Il discorso sin qui fatto vale sotto molti aspetti anche per le fusioni.

Queste sono assoggettate alla disciplina delle operazioni con parti correlate, anche

---

<sup>42</sup> Si ritiene, infatti, che la stima comparata del capitale economico delle società partecipanti è il principale, ma non unico elemento per la determinazione del rapporto di cambio, incidendo su questo anche il potere negoziale delle società partecipanti e le loro prospettive di sviluppo e di reddito: cfr. F. MAGLIULO, *La scissione delle società*, cit., 353 s.; L. G. PICONE, *Commento all’art 2506-bis c.c.*, cit., 1148.

quando si tratti dell'incorporazione di una società interamente posseduta (art. 2505 c.c.) dalla società "quotata" o "diffusa" (quindi in assenza di soci esterni correlati a essa) o comunque non occorra determinare il rapporto di cambio, ma sussistano i presupposti di cui allo IAS 24, come, per es., il requisito dell'appartenenza allo stesso gruppo ovvero una relazione personale (come nel caso di un dirigente con responsabilità strategiche avente "interessi" in entrambe le società).

La fusione, infatti, producendo l'unificazione dei patrimoni e delle imprese delle società partecipanti, al di là dei suoi effetti "riorganizzativi", comporta sempre un trasferimento di risorse o di passività o di rischi tra diversi centri d'imputazione dei rapporti giuridici, che possono avvantaggiare ingiustificatamente alcuni portatori d'interessi extra-sociali in grado di influenzare il processo aggregativo<sup>43</sup>.

Occorre tracciare – a questo scopo – una distinzione tra le fusioni "infragruppo"<sup>44</sup> (soggette sempre alla disciplina OPC, salve le esenzioni previste) e le fusioni tra società "indipendenti", ma caratterizzate dalla presenza di "parti correlate", dotate di poteri d'influenza derivanti dal controllo partecipativo o da cointeressenze contrattuali (per es., *joint venture*) o da relazioni manageriali, ecc.

La fusione "a seguito di acquisizione con indebitamento" non costituisce un'ipotesi diversa e a sé stante rispetto alle fusioni infragruppo, nell'ottica della disciplina OPC e della protezione anticipata degli azionisti "indipendenti", se non per quanto concerne la valutazione di ragionevolezza degli obiettivi perseguiti, del prezzo di acquisizione pagato e della "leva finanziaria" applicata nel caso di specie, e quindi della complessiva "sostenibilità" dell'operazione, alla luce delle relazioni suppletive degli amministratori e degli esperti indipendenti prescritte dall'art. 2501-bis c.c.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Cfr. M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni*, cit., 447 ss., § 10.

<sup>44</sup> In argomento cfr. A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, 2004, 73 s.; A. FRANCO, *Le operazioni di riorganizzazione infragruppo: profili contabili alla luce dei principi contabili internazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 95 ss.; N. ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. not.*, 2007, 637.

<sup>45</sup> Precisa M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose* (Merger leveraged buy out), in *Riv. soc.*, 2004, 229 ss., 264 ss., con considerazioni ancora attuali (enfasi aggiunte): "In altre parole, l'art. 2501-bis considera assolutamente fisiologico che le società controllate da un'altra società si fondano con la loro controllante, passando in tal modo da una situazione d'integrazione (...) ad una vera e propria «unificazione» patrimoniale, organizzativa e sociale. La legge inoltre consente che la fusione abbia luogo anche quando, per effetto dell'unione dei patrimoni e delle compagini sociali, i soci di minoranza della società controllata si ritrovino a far parte di una società nel cui passivo figurano debiti contratti per acquistare il pacchetto azionario di controllo della società cui partecipavano. È chiaro dunque che la legge esclude, in questo caso, la ricorrenza «per definizione» di un conflitto d'interessi perché, se così fosse, sarebbe evidente e ovvia l'irrazionalità della disposizione dell'art. 2501-bis e la sua inconciliabilità con il sistema. Ma questo non significa lasciare i soci di minoranza privi di protezione, perché proprio la valutazione complessiva dell'operazione concreta deve condurre ad un giudizio di sintesi che metta a confronto tra di loro, da un lato, l'apparente paradosso della assunzione da parte dei soci di minoranza della società target di una sia pur parziale (e indiretta) partecipazione al debito contratto dalla società controllata e, dall'altro lato, l'operazione valutata nel suo complesso (non limitatamente alla fusione che ne costituisce l'ultimo passaggio), compresi gli eventuali «vantaggi compensativi» derivanti dall'unificazione delle due società ovvero altri elementi, precedenti o successivi alla fusione, che appaiono rilevanti per escludere un concreto pregiudizio dei soci (per es. sul piano del rapporto di cambio o su quello della concreta possibilità di esercitare tempestivamente la facoltà di exit ecc.); e ancora: "La disciplina dell'art. 2501-bis c.c. e quella del conflitto d'interessi vengono dunque a coordinarsi, non solo nel senso che l'una non esclude l'altra, ma anche nel senso che entrambe risultano orientate a una valutazione pragmatica delle conseguenze delle operazioni sociali". In argomento v. anche A. VICARI, *I conflitti di interessi di amministratori e soci della società tar-*

Soltanto nelle fusioni “infragrupo” possono aversi (legittimi) *trasferimenti* o *riallocazioni* di risorse all’interno del gruppo, in attuazione della politica imprenditoriale e della strategia riorganizzativa decise dalla capogruppo nell’esercizio della direzione unitaria, che vanno adeguatamente ponderati nel parere sull’operazione, rilasciato a fini OPC, alla luce della complessiva ragionevolezza delle scelte operate dalla capogruppo e degli eventuali vantaggi compensativi<sup>46</sup>.

Nelle fusioni tra società “indipendenti”, invece, lo spostamento di ricchezza, opportunità o benefici dall’una all’altra sfera collettiva, oltre a dover essere correttamente riflesso nel “rapporto di cambio” tra le partecipazioni dei soci, dovrebbe trovare giustificazione nella “logica interna” dell’operazione o nei vantaggi economici, patrimoniali o finanziari che essa comporta. Resta pur sempre un certo margine di flessibilità negoziale, che è caratteristico di queste operazioni e salvaguardato dalla discrezionalità che caratterizza, anche e soprattutto, le scelte inerenti alla c.d. alta gestione<sup>47</sup>.

La delibera di fusione o scissione è, tipicamente, un’operazione “di competenza assembleare” (art. 11 Regolamento OPC), da approvarsi perciò, in ogni caso, “su proposta” degli amministratori – qui comprensiva del “progetto” stesso e della “relazione” ai sensi degli artt. 2501-ter, 2501-quinquies e 2506-ter c.c. – in esito a una fase istruttoria e decisionale preparatoria interna al consiglio. L’art. 10 Regolamento OPC prevede ora – come si diceva – anche per le società quotate di minori dimensioni, di recente quotazione ed emittenti azioni diffuse, la “riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione”, ai sensi dell’art. 8, comma 1, lett. a), per le operazioni “di maggiore rilevanza” (sebbene queste società possano sempre adottare una procedura individuata ai sensi dell’art. 7 per le operazioni “di minore rilevanza”).

Qualora, perciò, il progetto di fusione o scissione e la relazione degli amministratori siano stati approvati in presenza di *avviso contrario* degli amministratori indipendenti, l’assemblea della società partecipante soggetta a disciplina OPC non potrà deliberarne validamente l’approvazione se non in applicazione di regole della procedura “*volte a impedire il compimento dell’operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all’operazione*”, ricorrendo al congegno del *whitewash*, fermo quanto previsto dagli artt. 2368, 2368 e 2373 c.c. e da eventuali disposizioni

---

get nel leveraged buy out, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, IV, Torino, 2007, 269 ss. Sul contenuto della relazione degli amministratori e del piano economico finanziario allegato v. S.A. CERRATO, *Le operazioni di leveraged buy out*, in *Le operazioni straordinarie*, Tratt. dir. comm., diretto da G. COTTINO, V, t. 2, Torino, 2011, 58 ss.; C. CINCOTTI, *Merger leveraged buy out, sostenibilità dell’indebitamento e interessi tutelati dall’ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 634 ss.

<sup>46</sup> Sul tema v. in generale F. GUERRERA, *Atti, contratti, operazioni infragrupo e “trasferimento di risorse” nei concordati e negli accordi di ristrutturazione e di risanamento di gruppo*, cit., ed ivi ulteriori riferimenti, nonché gli Aa. citt., *supra*, § 2, nt. 8 e 10.

<sup>47</sup> Sul rapporto tra concambio teorico e concambio effettivo v. M. BERGAMASCHI, *Sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche*, in *Riv. dott. comm.*, 2012, 295 ss., il quale osserva: “il giudizio sulla congruità del rapporto di cambio effettivo non può prendere quale unico ed esclusivo parametro di riferimento il rapporto di cambio teorico, limitandosi, per così dire, a vagliare la misura della discrepanza fra il primo e il secondo. Infatti, sovente accade di poter riscontrare nella prassi differenze fra il concambio teorico e l’effettivo anche significative: eppure, certi concambi definitivi, ancorché in larga misura «premianti» i soci dell’una o dell’altra società partecipante all’operazione rispetto ai valori calcolati in via teorica, possono comunque resistere al giudizio di congruità se coerenti con le strategie e i piani ex ante formulati per la combined entity, ossia per la società incorporante o per quella di nuova costituzione”.

speciali dello statuto<sup>48</sup>. L'arbitraggio sul (potenziale) conflitto tra gli interessi coinvolti si svolge, quindi, nella stessa assemblea chiamata ad approvare decisione finale, e qui non coinvolta semplicemente a livello "autorizzativo" (art. 2364, n. 5, c.c., richiamato dall'art. 8, comma 2, Regolamento OPC).

12. *Considerazioni conclusive: la valutazione di ragionevolezza dell'operazione nella prospettiva degli azionisti "non correlati"*. – Dall'indagine sin qui svolta emerge che la proceduralizzazione delle decisioni inerenti alle operazioni sul capitale e straordinarie – sebbene attribuite alla competenza deliberativa piena dell'organo consiliare o assembleare, data la valenza essenzialmente *interna* del parere reso dal comitato OPC – consente l'emersione, la messa a fuoco e soprattutto la ponderazione degli "interessi interferenti" con quello della società e degli azionisti "disinteressati". Essa, infatti, presenta diversi aspetti peculiari e giova a prevenire il rischio di conflitti e abusi dannosi, fungendo da utile deterrente rispetto ai trasferimenti occulti di risorse che si celano, spesso, dietro l'apparente "neutralità organizzativa" dell'operazione.

Rilevante è, perciò, l'idoneità di tali processi formalizzati ad agevolare pure l'esplorazione di un controllo *ex post* di "legittimità sostanziale" sui deliberati, in vista dell'eventuale impiego dei rimedi invalidativi e risarcitori, allorché la decisione sia stata comunque presa e si sia consumata una lesione dell'interesse sociale latamente inteso: ciò che potrebbe dipendere anche dall'occultamento di informazioni rilevanti o dalla manipolazione di dati essenziali o da errori valutativi compiuti nell'analisi sottostante alla decisione assunta o al parere ad essa prodromico o da qualunque altra patologia del processo decisionale, ivi inclusa l'infedeltà patrimoniale, la corruzione privata, l'abuso di mercato, ecc.

Orbene, i due poli intorno ai quali la valutazione degli amministratori indipendenti si incentra, cioè, da un verso, *l'interesse e la convenienza* della società, dall'altro, *la correttezza sostanziale delle condizioni* dell'operazione, sono quelli che caratterizzano – a prescindere dalla configurabilità di un conflitto d'interessi "in senso proprio" – il sindacato sul c.d. abuso del potere deliberativo *in danno della società*<sup>49</sup>: figura che assume particolare significato proprio nelle operazioni di rilievo organizzativo suscettibili di ledere gli interessi di tutti gli azionisti *come tali* o di violarne la parità di trattamento.

Tale sindacato giudiziale si presta, infatti, a una pregnante valutazione di "ragionevolezza" economico-imprenditoriale dell'operazione nella prospettiva degli azionisti e, in particolare, di quelli "non correlati"<sup>50</sup> e presenta, non a caso, delle assonanze con il

<sup>48</sup> Cfr. in argomento gli Aa. citati *supra*, § 2, nt. 11.

<sup>49</sup> In argomento v. F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, cit., 243 ss.; ID., *La responsabilità deliberativa*, Torino, 2004, 275 ss.; ID., *I rimedi tra effettività della tutela e stabilità del deliberato assembleare*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 362 ss.; M.T. CIRENEI, *Commento all'art. 2373 c.c.*, cit., 805 ss., con particolare riferimento al vaglio della "ragionevolezza economica" dell'operazione; M. LIBERTINI-A. MIRONI-P. SANFILIPPO, *Commento all'art. 2373 c.c.*, in *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, 279 ss.

<sup>50</sup> Si trascrive qui di seguito lo *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities* del 10 marzo 2011, richiamato dalla *Comunicazione della Commissione Europea del 12 dicembre 2012*, in materia di "diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili" (p. 10, nt. 40), che ha dato impulso alla SHRD II: dichiarazione che appare ancor oggi del tutto centrata e attuale (enfasi aggiun-

fondamento della responsabilità della capogruppo *ex art.* 2497 c.c. nei confronti dei soci *esterni* per abuso del potere di direzione e coordinamento, in violazione dei “principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale”.

Essa si poggia sulla concezione della società non soltanto quale titolare di un patrimonio destinato a perseguire lo scopo lucrativo comune, ma anche quale centro di riferimento degli interessi di *tutti* i soci *come tali*: l’interesse alla massimizzazione del valore delle azioni quotate in un mercato regolamentato o diffuse tra il pubblico e, ancor prima, alla salvaguardia della redditività e del valore intrinseco della partecipazione.

Questa visuale è coerente con la ricostruzione preferibile della disciplina OPC, e in particolare del ruolo degli amministratori indipendenti e della portata del loro parere, secondo la quale spetta a costoro il giudizio sull’interesse di *tutti* i soci all’operazione, e in particolare dei soci c.d. non correlati (titolati, peraltro, a decidere in ultima istanza su di essa in assemblea con il meccanismo del *whitewash*), in ragione dell’incidenza diretta o indiretta che essa può avere sul valore e sulla redditività delle loro partecipazioni. Ovviamente la situazione si presenta in termini diversi nei casi in cui la “correlazione” riguarda *soltanto* il management o la capogruppo contrattuale (art. 2497-septies c.c.), e quindi tutto l’azionariato è interessato dal rischio OPC, e in cui essa riguarda invece un azionista o il socio o la coalizione di controllo, e quindi il conflitto potenziale è eminentemente “interno” alla compagine sociale.

Il riferimento alla dottrina dello *shareholder value*, beninteso, non impedisce di apprezzare il dato fenomenologico della disomogeneità e del differente orizzonte temporale degli interessi degli azionisti della società quotata, né di tenere conto delle istanze degli altri *stakeholders* e delle esigenze sottese alla c.d. *corporate social responsibility*. Anzi, proprio, la valutazione dell’*interesse* e della *convenienza* della società nelle operazioni sul capitale e straordinarie<sup>51</sup>, nell’ottica della crescita sostenibile dell’impresa e

---

te): “*Transactions with related parties are of vital interest to majority and minority shareholders alike and it is important that the interests of shareholders as a whole are fully protected especially when control of the company or the Board resides with a single party. The Forum recommends that consideration be given to introducing common principles across Europe to address this important area of corporate governance. The Forum believes strongly that it is for the Directors to provide leadership to companies but this authority is not absolute and should be balanced with a requirement to inform shareholders of important developments and in certain instances to seek authorisation for their actions either from independent agencies or from the shareholders themselves. In the interest of protecting all categories of shareholders the Forum therefore proposes the following guidelines for all transactions with related parties: 1. Transactions representing less than 1% of assets should be exempted from any special reporting requirements although the independent Directors should take particular care to satisfy themselves that the transaction is in the best interest of the outside shareholders; 2. Transactions with the same related party (or any of its associates) in any 12 month period that have not been approved by shareholders should be aggregated and if these aggregated transactions exceed 5% of assets then approval should be sought for subsequent transactions; 3. Transactions representing more than 1% but less than 5% of assets should be publicly announced at the time of the transaction, notified to the relevant authority responsible for financial supervision and accompanied by a letter from an independent advisor confirming that the transaction is fair and reasonable from the perspective of the outside shareholders; 4. Transactions representing more than 5% of assets or which have a significant impact on profits or turnover should have the additional requirement of being submitted to a vote by the shareholders in General Meeting but with the related party being precluded from voting; 5. In all instances the related party should abstain from any Board deliberations about the transaction in question*”. In argomento v. anche S. ALVARO-B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull’ordinamento italiano*, CONSOB, Quaderni giuridici, n. 3/2013.

<sup>51</sup> Cfr. R. SACCHI, *L’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, cit., 135 ss.; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 357 ss.; e con particolare ri-

del suo valore nel periodo medio-lungo, per *tutti* gli investitori, impone una valutazione globale e prospettica delle sue implicazioni secondo la pianificazione industriale e l'articolazione della struttura economico-finanziaria della società<sup>52</sup>.

Per il resto, sebbene la consultazione dei pareri rilasciati dal comitato OPC dia spesso l'impressione di un certo "conformismo", anche per via dell'utilizzo di formule stereotipate o del sistematico rinvio alla *fairness opinion* degli esperti di cui agli artt. 5 e 7 Regolamento OPC, non c'è dubbio che proprio il monitoraggio di soggetti "indipendenti" e la dialettica endo-procedimentale costituiscano di per se stessi un antidoto all'abuso dei poteri d'influenza; e che i verbali delle riunioni, con le relazioni e i documenti allegati, consentano all'occorrenza la più attendibile ricostruzione delle reali motivazioni e dei presupposti della decisione, del cui dedotto contrasto con l'interesse sociale si tratta.

In questo senso, si spiega forse anche la rarefazione – specialmente nell'ultimo decennio – delle impugnazioni di delibere in materia di operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate" e delle stesse azioni di responsabilità per danni cagionati in via diretta o riflessa agli azionisti di minoranza (e altri investitori "esterni" al gruppo di comando) dalle stesse, nelle società quotate o aperte soggette alla disciplina OPC.

Per altro verso, si deve registrare lo spostamento dell'asse del sistema dei rimedi dal diritto societario al diritto del mercato finanziario, con particolare riguardo all'informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate (art. 5 Regolamento OPC e All. 4) e alla vigilanza della Consob sul rispetto delle procedure. Da questa tendenza risultano rafforzati, ed anzi esaltati, rispetto a quelli tipici societari, i "valori" della trasparenza e della reputazione finanziaria dell'emittente.

Ciò vale specialmente per quanto concerne l'indicazione e illustrazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione (con onere di motivazione rafforzato in caso di contrasto), la valutazione di congruità della contropartita, le verifiche circa la reale "indipendenza" degli esperti all'uopo nominati e persino la schematizzazione del contenuto del parere loro affidato (anch'esso destinato alla pubblicazione), con riferimento alle valutazioni, ai metodi, alle fonti, ai parametri, ai limiti e alle criticità dell'analisi svolta.

---

guardo alle regole di ponderazione e imparzialità, G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 22 ss., 75 ss.

<sup>52</sup> Cfr. A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, 2007, 138 ss.; A. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleari nella società per azioni*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2011, 350 ss.

# LA GOVERNANCE DEI GRUPPI COOPERATIVI E LA TUTELA DELL'IDENTITÀ MUTUALISTICA: UN PROBLEMA APERTO

di *Guido Bonfante*

SOMMARIO: 1. Una premessa. – 2. Il consorzio: un tradizionale fenomeno di aggregazione fra imprese cooperative. – 3. Il gruppo paritetico cooperativo. – 4. Il gruppo cooperativo gerarchico. – 5. Il gruppo e il problema della salvaguardia dell'identità cooperativa.

1. *Una premessa.* – La possibilità di intessere rapporti di collaborazione sinergica con altre imprese, come è noto, costituisce per un'impresa un obiettivo fondamentale al fine di poter raggiungere dimensioni adeguate per competere sul mercato.

Per le società di capitali questo obiettivo viene perseguito per lo più attraverso la creazione di gruppi di imprese controllate e coordinate da società holding mentre nelle società cooperative questo percorso è perseguibile con maggiore difficoltà atteso che il voto per testa impedisce che una cooperativa possa “controllare” un'altra cooperativa.

E se è pur vero che a seguito della c.d. Visentini bis del 1983 una cooperativa può controllare una o più società capitalistiche, è altrettanto vero che questa possibilità si incrocia pericolosamente con le tormentate questioni della salvaguardia della identità cooperativa e, in particolare, della causa mutualistica. Se quest'ultima, infatti, come parrebbe emergere dalla riforma societaria del 2003 e dal Regolamento CE sulla società cooperativa europea, si riconosce nella gestione di servizio al socio attuata attraverso lo scambio mutualistico, ci si è chiesto come questa finalità possa essere perseguita, ad esempio, da una cooperativa di lavoro che controlla svariate società di capitali in cui prestano la loro attività lavoratori che svolgono le stesse mansioni dei soci lavoratori della cooperativa e che, magari, sono anch'essi soci della stessa cooperativa. Si è parlato, al riguardo, di perseguimento della mutualità in via mediata, ma si è anche affermato da altri essere in corso un processo di «demutualizzazione» della cooperativa; da qui il divaricarsi del dibattito fra i fautori della necessità di trovare soluzioni che garantiscano la identità mutualistica del gruppo cooperativo e, dall'altra sponda, i sostenitori della necessità di ricercare una nuova identità alla cooperazione in una prospettiva di superamento dei tradizionali principi mutualistici.

Ed è proprio in ragione di queste difficoltà che la cooperazione, nel tentativo di “trovare” dimensioni ottimali per competere sul mercato, ha spesso ripiegato su istituti più tradizionali quali i consorzi o ha ricercato, guardando all'esperienza comparatistica, soluzioni più conformi agli ideali solidaristici e democratici quali il c.d. gruppo paritetico cooperativo.

Ma anche in questi casi i problemi di *governance* non mancano sicché su queste due figure, prima di affrontare il tema centrale della cooperativa holding, è opportuno fermare brevemente la nostra attenzione.



2. *Il consorzio: un tradizionale fenomeno di aggregazione fra imprese cooperative.*

– I consorzi rappresentano nella storia della legislazione cooperativa il primo strumento di aggregazione fra imprese di cui ha potuto avvalersi la cooperazione<sup>1</sup>.

I consorzi di cooperative, come noto, sono disciplinati dagli artt. 27, 27 bis, e 27 ter della Basevi, i quali prevedono tre tipologie di consorzi: i consorzi ammissibili ai pubblici appalti, i consorzi di società cooperative e quelli per il coordinamento della produzione e degli scambi. I primi, disciplinati dal r.d. 12 febbraio 1911, n. 278, sono un istituto in via di progressiva estinzione essendo ora consentita la partecipazione agli appalti anche ai consorzi costituiti ex art. 27 nonché ex art. 2615 ter c.c.<sup>2</sup>. I consorzi ex art. 27 ter sono anch'essi una figura residuale e poco praticata svolgendo sostanzialmente un ruolo di regolamentazione della concorrenza per cui può ben dirsi che quasi tutte le forme consortili passano attraverso il disposto dell'art. 27 il quale disciplina una cosiddetta cooperativa di secondo grado, ovvero una cooperativa costituita da almeno tre cooperative e che può avere finalità di integrazione dell'attività delle singole imprese, ma anche realizzare forme assai strette di coordinamento. Infine, da ultimo in questo quadro si è aggiunto il consorzio società ex art. 2615 ter c.c., ossia un consorzio che può avere forma societaria, cooperativa compresa, e che ha come finalità la gestione in comune di una fase delle imprese dei consorziati<sup>3</sup>.

Il quadro istituzionale sopra delineato consente innanzitutto di poter dire che il consorzio può espletare una varietà di ruoli che va al di là della funzione aggregatrice fra imprese. Soprattutto esso può gestire una fase dell'attività delle singole imprese consorziate consentendo quindi di realizzare importanti economie di scala. È questo il ruolo più comune del consorzio sia nel campo cooperativo che altrove, un ruolo, va aggiunto, che non presenta affatto sintomi di invecchiamento, ma che è, tuttora e sempre più, uno strumento al servizio delle imprese.

Con specifico riguardo al settore cooperativo il consorzio, come si diceva, ex art. 27 della Basevi, ha svolto in passato, e svolge tuttora, anche un ruolo di aggregazione fra imprese. Ed anzi fino al 1983 è stato l'unico istituto che ha consentito di realizzare forme di controllo fra imprese cooperative. In questa tipologia di consorzi la direzione del consorzio sull'attività delle singole cooperative consorziate si realizza attraverso le direttive che il consiglio di amministrazione del consorzio stesso impartisce a tutte le consorziate, il che determina spesso un più o meno accentuato appannamento dell'autonomia delle singole imprese partecipanti. Si tratta inoltre di una figura che perde molto della sua forza attrattiva ove si ritenga, sulla scia dell'orientamento dominante, che in esso possano partecipare solo cooperative<sup>4</sup>. È evidente che aderendo a questa impostazione che chi scrive non condivide del tutto (e che comunque non vale per i consorzi ex art. 2615 – ter c.c.<sup>5</sup>), il consorzio non si presta a cogliere tutte le opportunità dei

---

<sup>1</sup> Cfr. sul punto G. BONFANTE, *La legislazione cooperativa. Evoluzione e problemi*, Milano, 1981, *passim*.

<sup>2</sup> Sull'ammissibilità ai pubblici appalti anche dei consorzi costituiti ex art. 27 della Basevi o art. 2615 ter c.c., v. A. BASSI, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Commentario Schlesinger*, 229, nonché il Comitato Centrale, riunione del 2 maggio 1977, in AA.VV., *La vigilanza sulle società cooperative e loro consorzi*, 293.

<sup>3</sup> In generale su questi temi cfr. G. RACUGNO, *La società cooperativa*, Torino, 2006, 193 ss., G. BONFANTE, *La società cooperativa*, Milano, 2014, 411 ss. ove ulteriori riferimenti.

<sup>4</sup> Tesi sostenuta oltre che dalla assoluta maggioranza degli interpreti, anche dal Mise.

<sup>5</sup> Su cui cfr. G. BONFANTE, *op. ult. cit.*, 414 ss.

mercati quale può essere quella di avere al suo interno una società per azioni quotata.

Ma soprattutto in termini di competitività il consorzio è perdente rispetto al c.d. gruppo gerarchico avente come controllante di una serie di società di capitali una cooperativa per il fatto che esso deve essere, almeno tendenzialmente, costituito per lo più da imprese con oggetto omogeneo, mentre nell'altro caso è nell'ordine delle cose che il gruppo possa comprendere imprese con gli oggetti sociali più vari e non necessariamente complementari fra loro.

3. *Il gruppo paritetico cooperativo.* – Il gruppo paritetico cooperativo, sulla scia dell'esperienza spagnola<sup>6</sup>, è stato introdotto con la riforma societaria del 2003 al fine di ovviare all'eccessiva "verticalizzazione" del potere del consiglio di amministrazione del consorzio ex art. 27 che in molti casi di fatto annulla l'autonomia operativa della singola cooperativa consorziata<sup>7</sup>.

In verità non si tratta di un parto felicissimo ove si osservi come in argomento si ritrovino le interpretazioni più disparate, né la prassi ha contribuito a dissolvere le incertezze atteso il modesto successo di questa figura. E in questo senso è interessante osservare come alcune esperienze cooperative abbiano utilizzato questa figura per lo più come una sorta di provvisoria passerella prodromica a forme più radicali di integrazione quali le fusioni che la riforma del 2003 ha in certa qual misura agevolato.

Su un piano istituzionale merita in questa sede solo ricordare che con il gruppo paritetico cooperativo non si è in presenza di una specifica entità avente una sua autonomia patrimoniale, bensì di un contratto a cui partecipano più cooperative e con il quale si stabiliscono le regole in virtù delle quali una o più cooperative (o al limite anche tutte le cooperative partecipanti) esercitano la direzione e il coordinamento delle rispettive imprese. La partecipazione al gruppo è aperta anche ad enti non cooperativi, ma è discusso se questi possano essere anche società lucrative, come parrebbe a chi scrive. Gli

<sup>6</sup> Cfr. art. 78 Ley num. 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas.

<sup>7</sup> Fra i commenti si segnalano A. IRACE, *sub. art. 2545 septies*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 184, A. CECCHERINI, *sub. art. 2545 septies*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, X, Milano, 188, R. SABADINI, *Il gruppo cooperativo paritetico*, in R. GENCO, (a cura di), *La riforma delle società cooperative*, Milano, 2003, 326, ID., *sub. art. 2545 septies*, in G. BONFANTE-D. CORAPI-G. MARZIALE-R. RORDORF-V. SALAFIA (a cura di), *Codice delle società commentato*, op. cit., 1811, PAOLINI, *Il gruppo cooperativo*, in *Contr. e Imp.*, 2003, 624, G. SCHIANO DI PEPE, *Il gruppo cooperativo*, in *La riforma del diritto*, Padova, 2002, M. PIZZIGATI, *La costituzione del gruppo cooperativo paritetico*, Atti del convegno, Milano, 20 novembre 2002, V. BUONOCORE, *I gruppi cooperativi. Aspetti sostanziali e clausole contrattuali*, Facoltà di Economia sede di Forlì, Atti del Convegno di Forlì, 12 settembre 2003, R. VECCHI, *Gruppo cooperativo*, Confcooperative, Atti del Convegno di Riva del Garda, 7-8 maggio 2003, G. COLANTONIO, *Gruppo cooperativo paritetico*, Comitato regionale notarile della Sicilia, Atti del Convegno di Taormina, 2-3 aprile 2004, R. GENCO, *Gruppi cooperativi e gruppo cooperativo paritetico*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 508, R. SANTAGATA, *sub. art. 2545 septies*, in G. PRESTI (a cura di), *Società cooperative*, op. cit., 547 ss., U. TOMBARI, *Società cooperative e gruppi di imprese (gruppo cooperativo paritetico e gruppo eterogeneo)*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, P. 739, C.E. PUPO, *sub. art. 2545 septies*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, op. cit., 2871, A. ZOPPINI, *I gruppi cooperativi (modelli di integrazione fra imprese mutualistiche e non nella riforma del diritto societario)*, in *Riv. Soc.*, 2005, 773, M. LAMANDINI, *Il gruppo paritetico «semplice» e «qualificato» (bancario)*. *Prime riflessioni*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gianfranco Campobasso, op. cit., 1101 ss., S. BITOSI-L. STANGHELLINI, *I contratti di gruppo cooperativo paritetico tra regole legali e autonomia negoziale*, in *Analisi giur. Economia*, 2008, 348.

altri contenuti minimi del contratto riguardano la durata, i criteri e le condizioni per l'adesione e il recesso, i criteri di compensazione e l'equilibrio nella distribuzione dei vantaggi derivanti dall'attività comune. Ma soprattutto il «cuore» di questo istituto è rappresentato dalla possibilità di recedere senza oneri qualora in seguito all'adesione al gruppo «le condizioni dello scambio risultino pregiudizievoli per i propri soci». Si tratta di una misura che esalta la democraticità dell'istituto<sup>8</sup>, ma che, accentua la logica «concertativa» della gestione del gruppo che viene fatalmente ad incidere sul suo grado di coesione. Ed è in questa prospettiva che spesso si è cercato di ovviare nella prassi al potere di veto dei singoli partecipanti conferendo la direzione a tutte le cooperative aderenti e creando, con un'indubbia forzatura della norma, dei consigli direttivi in cui sono rappresentati tutti i partecipanti.

Al di là di queste varianti che rappresentano forme atipiche di gruppo paritetico cooperativo, viene da chiedersi se non si poteva da parte del legislatore fare un passo un po' più lungo prevedendo anche la possibilità di accedere a formule meno concertative e magari mutuando dai consorzi contrattuali con attività esterna uffici di rappresentanza del gruppo che allo stato sembrano mancare: il gruppo paritetico cooperativo è infatti un contratto con rilevanza solo interna tanto è vero che l'accordo in questione deve essere depositato presso l'Albo delle cooperative non a cura della o delle capogruppo, ma come onere di tutte le cooperative aderenti.

Le ragioni di questa timidezza legislativa sono presto dette. Questa figura doveva venire incontro ad alcune specifiche esigenze del mondo cooperativo e in questa prospettiva è stato confezionato un vestito su misura.

Per le esigenze più generali di integrazione le vie maestre erano e restano altre ed è ad esse, ovvero al gruppo cooperativo gerarchico *ex art. 27* quinquies della Basevi che occorre ora prestare la nostra attenzione.

4. *Il gruppo cooperativo gerarchico.* – Nel sistema cooperativo il gruppo non può che essere formato da una capogruppo cooperativa che controlla società di capitali in quanto – come detto – il voto per testa impedisce che una cooperativa controlli un'altra cooperativa<sup>9</sup>.

La cooperazione italiana nella competizione economica ha dovuto per circa un secolo fare di necessità virtù ricorrendo, come si è visto, allo strumento del consorzio e solo con l'art. 18 della legge 19 marzo 1983, la c.d. Visentini bis, poi trasfuso nell'art. 27 quinquies della Basevi, ha visto riconosciuta la possibilità di «costituire ed essere soci in società per azioni e a responsabilità limitata».

Sono note le discussioni che una tale formulazione ha suscitato, ancorando alcuni studiosi la legittimità della partecipazione al suo carattere strumentale rispetto al perseguimento della mutualità, mentre altri, come il sottoscritto, si sono limitati a pretendere che la partecipazione non appaia incompatibile con la finalità mutualistica, ferma re-

<sup>8</sup> Cfr. in particolare R. SANTAGATA, *sub. art. 2545 septies*, cit., 2806 ove ulteriori riferimenti.

<sup>9</sup> Su questa figura cfr. P. VERRUCOLI, *Sulla partecipazione di società cooperative a società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 1983, 75 ss., A. BASSI, *Le società cooperative*, Torino, 1995, 63, R. GENCO, *I profili patrimoniali del gruppo cooperativo*, in V. BUONOCORE (a cura di), cit., 69; V. BUONOCORE, *Diritto della cooperazione*, Bologna, 1997, 238, F. GALGANO, *Problemi giuridici dei gruppi cooperativi*, in G. SCHIANO DI PEPE-F. GRAZIANO (a cura di), *La società cooperativa: aspetti civilistici e tributari*, Padova, 1997, 81.

stando, sostiene la maggioranza della dottrina, l'ancoraggio all'art. 2361 c.c. che pretende che la partecipazione per la sua misura e oggetto non modifichi l'oggetto sociale determinato dallo statuto.

A seconda dei settori e quindi del ruolo economico che si vuole sviluppare con la partecipazione, si riconoscono partecipazioni di controllo totalitario, maggioritario, di minoranza se non addirittura simboliche.

Dunque in questo ventaglio di situazioni, l'assunzione di partecipazione può svolgere ruoli estremamente variegati che vanno dalla strumentalità e complementarietà rispetto all'azione della cooperativa, allo svolgimento, *rectius*, prolungamento dell'attività della cooperativa a mezzo della partecipata.

È possibile però che tali scelte possano incidere sulla identità della cooperativa potendo annullare o comunque modificare lo scopo mutualistico che dovrebbe caratterizzare l'azione cooperativa. Si è parlato al riguardo di una possibile «demutualizzazione» della cooperativa o all'opposto di un problema di mutualizzazione del gruppo<sup>10</sup>.

Vediamo se e come ciò avvenga e quali possano essere eventualmente i rimedi.

*5. Il gruppo e il problema della salvaguardia dell'identità cooperativa.* – Il problema della salvaguardia della identità mutualistica di una cooperativa controllante una o più società capitalistiche si gioca, ad avviso di chi scrive, su un duplice piano riguardando da un lato la sorte degli utili da partecipazione e dall'altro il perseguimento di una prestazione mutualistica attraverso la o le società controllate.

La prima questione riguarda tutti i tipi di controllo, minoritario, maggioritario o totalitario. Se infatti, come sostiene l'Agenzia delle Entrate con le sue circolari, il ristorno non può contenere utili derivanti dall'attività con terzi, a maggior ragione non dovrebbe contenere utili da partecipazioni capitalistiche rappresentando gli stessi la quintessenza della speculazione e lucratività. In questa logica sarebbe quindi conseguente pretendere che questi utili vengano isolati in una riserva indivisibile a sé e non facciano eventualmente parte in ogni caso di quel monte utile complessivo su cui, con le regole dettate dall'Agenzia delle Entrate, si calcolano i ristorni. In assenza di norme specifiche, è altamente improbabile che ciò avvenga per cui appare verosimile ritenere che l'utile da partecipazione vada, almeno in parte, a incrementare l'utile complessivo su cui con le regole di legge e delle varie circolari si calcola il ristorno. Il che testimonia del fatto che la pretesa dell'Agenzia delle Entrate che il ristorno contenga solo l'utile prodotto con l'attività con i soci in assenza della separazione contabile fra attività con soci e terzi e utili di altra natura (come, appunto, gli utili da partecipazione) è in parte almeno velleitaria.

In ogni caso il problema della neutralizzazione dell'utile da partecipazione nei confronti del vantaggio mutualistico da attribuire al socio non presenta difficoltà concettuali: la soluzione c'è, basta volerla e imporla in via legislativa restando il rischio che in assenza di norme *ad hoc* l'utile da partecipazione possa rappresentare un mezzo per incrementare indirettamente il ristorno distribuito al socio.

Ben più ardua sul piano concettuale è invece l'altra questione attinente il possibile

<sup>10</sup> Specificatamente su questi temi si v. da ultimo P. AGSTNER, *Il gruppo cooperativo gerarchico*, Torino, 2017, *passim*.

perseguimento dello scopo mutualistico attraverso le società controllate. Una questione, va aggiunto, che si pone in particolare in presenza di situazioni di controllo ampiamente o totalmente maggioritarie e per le quali si è parlato di perseguimento dello scopo mutualistico in via mediata.

Cosa si intenda per mutualità mediata è in parte controverso potendosi comunque individuare, fra i diversi *distinguo*, due correnti di pensiero. La prima pensa sostanzialmente alla mutualità mediata in chiave di definitivo superamento della mutualità intesa come gestione di servizio al socio. In questa logica si arriva ad argomentare l'inesistenza di un obbligo normativo a garantire la prestazione mutualistica all'interno della cooperativa arrivando, nelle tesi più oltranziste, a legittimare l'attività di una cooperativa holding pura che non svolge direttamente alcuna attività nel settore del lavoro o del consumo, ma solo indirettamente attraverso le proprie controllate<sup>11</sup>. Si tratta di orientamenti che ancora recentemente hanno trovato una loro parziale e forse inconsapevole sponda nelle analisi economiche che hanno individuato il codice distintivo della cooperativa solo nel controllo democratico dei soci piuttosto che nella mutualità. In verità questo modo di «pensare» la cooperazione, ossia di individuare nel voto per testa l'unica e vera caratteristica distintiva, è estremamente diffuso nel mondo, ma non è conforme alla legislazione esistente nel nostro Paese e in gran parte d'Europa<sup>12</sup>.

In particolare la riforma del 2003 e lo stesso Regolamento sulla Società cooperativa europea individuano nella gestione di servizio al socio il contenuto dello scopo mutualistico ed è appunto solo muovendo dall'accettazione di questo presupposto che si può immaginare un altro concetto di mutualità mediata che non sostituisca, ma si aggiunga al tradizionale scopo mutualistico.

Se infatti la finalità della cooperativa è quella di remunerare il servizio mutualistico e non il capitale e se tale remunerazione passa attraverso un rapporto di scambio contrattuale, ulteriore rispetto al vincolo sociale e non necessariamente vincolato a determinati canoni tipologici, si può immaginare di garantire al socio un vantaggio mutualistico anche al di fuori della cooperativa e quindi all'interno di una società controllata ricorrendo a negozi indiretti o contratti collegati. È quanto ad esempio si è proposto di recente nell'ambito delle cooperative di abitazione a proprietà indivisa dove si immagina di conferire una parte degli immobili a un fondo immobiliare garantendo ai soci il godimento degli alloggi alle stesse condizioni di favore del passato attraverso un apposito sistema di convenzioni. Un esperimento che al momento, però, può «funzionare» solo se accessorio rispetto all'attività tradizionale con il socio all'interno della cooperativa mancando allo stato *de iure condito* la possibilità di configurare un ristorno per un'attività prestata in una controllata o comunque al di fuori della cooperativa. Anche se, va pur aggiunto ritornando allo specifico caso del gruppo cooperativo, non ci vorrebbe molto ad immaginare un ristorno riservato, ad esempio, a quei soci lavoratori di una cooperativa che prestino la loro attività in una controllata attingendo dalla quota di utili da partecipazione di quest'ultima<sup>13</sup>.

Su un altro piano, e più semplicemente, si può altresì immaginare che ai lavoratori non soci delle controllate da una cooperativa di lavoro vengano riconosciute remunera-

---

<sup>11</sup> P. AGSTNER, *ivi*.

<sup>12</sup> Cfr. G. BONFANTE, *La società cooperativa*, cit., 66 ss.

<sup>13</sup> Se non si è frainteso è la tesi di P. AGSTNER, *op. cit.*

zioni simili a quelle dei lavoratori soci della cooperativa secondo i parametri della cosiddetta mutualità esterna ammessa dall'art. 2520 c.c. in presenza di una specifica normativa. Una normativa che accanto a quella già esistente sulle cooperative sociali potrebbe appunto anche riguardare i gruppi cooperativi *ex art. 27* *quinquies* della Basevi<sup>14</sup>.

Dunque se si vuole «mutualizzare» il gruppo cooperativo, i sentieri ci sono: basta volerli percorrere e ovviamente farli tracciare dal legislatore.

Va peraltro anche detto che se nulla «muove» sul terreno legislativo non necessariamente la cooperativa holding è destinata a perdere la sua identità. Se essa infatti svolge quanto meno una qualche attività mutualistica direttamente con i propri soci, indipendentemente dal numero delle società controllate e dalla tipologia di controllo nonché dal numero dei soggetti non soci impiegati in tali società, resta pur sempre (ovviamente se rispetta le norme esistenti) una cooperativa a pieno titolo mutualistica. E infatti gli utili da partecipazione possono incrementare dividendi e ristorni del socio cooperatore, ma stante i limiti di legge che li concernono, non possono certo trasformare il nostro socio in un capitalista monetario, ma solo, al massimo, in un cooperatore ben «remunerato».

Non solo, ma questa cooperativa holding, grazie al sistema partecipativo e alle sue diverse modulazioni è in grado di poter competere ai massimi livelli sui mercati nazionali e internazionali senza dover rinunciare alle sue stimmate di impresa democratica, il che non è certo cosa di poco conto.

Sarebbe però ipocrita ritenere che mantenendo lo *status quo* legislativo sui gruppi non ci siano problemi. Una cooperativa di produzione e lavoro che impieghi al proprio interno una percentuale minoritaria di operatori rispetto ai lavoratori impiegati nelle controllate aventi analogo oggetto sociale, può ugualmente essere considerata una cooperativa mutualistica, ma non è certo «unta» dagli ideali solidaristici della «porta aperta» che pure appartengono al bagaglio culturale della cooperazione. È insomma un'impresa democratica, ma non un esempio assoluto e indiscutibile di virtù cooperativa. E si sa che chi non pratica la virtù, può alla lunga anche perdersi per strada, magari trovando più agevole trasformarsi in una società lucrativa<sup>15</sup>. Oppure può prestare il fianco alle critiche dei «nemici» della cooperazione che da sempre tendono a confondere la falsa cooperazione con quella, come in genere la cooperativa holding, che ha successo economico.

---

<sup>14</sup> È invece la tesi più tradizionale sostenuta da chi scrive.

<sup>15</sup> Ed è appunto quello che con un'ardita manovra, per usare un eufemismo, una grande cooperativa emiliana, la Manutencoop, ha attuato di questi tempi.

# QUALI REGOLE PER IL “GIOCO DELL’O.P.A.”? ALCUNE PROPOSTE A TRENT’ANNI DALLA LEGGE N. 149/1992

di *Andrea Sacco Ginevri*

SOMMARIO: 1. Oggetto dell’indagine. – 2. L’evoluzione normativa in materia di o.p.a. – 3. Alcuni problemi della vigente disciplina o.p.a. nella prospettiva dell’offerente. – 4. (*Segue*): e nella prospettiva dell’emittente. – 5. Conclusioni.

1. *Oggetto dell’indagine.* – Nell’esperienza empirica, le offerte pubbliche di acquisto<sup>1</sup> lanciate in Italia hanno avuto prevalentemente ad oggetto azioni quotate, allo scopo – o in conseguenza – dell’acquisizione del controllo sull’emittente, spesso con l’obiettivo finale di un suo *delisting*<sup>2</sup>.

L’o.p.a. è uno strumento che, per certi versi, favorisce la contendibilità degli emittenti quotati (art. 91 t.u.f.), poiché consente all’offerente lo *squeeze-out* delle minoranze residue (art. 111 t.u.f.), permette l’adesione degli oblati soggetti a vincoli parasociali (art. 123, comma 3, t.u.f.) e prevede, ove applicabile, la regola di neutralizzazione (art. 104-*bis* t.u.f.), oltre a disporre – nelle scalate ostili – la *passivity rule* (art. 104 t.u.f.), che impedisce all’organo gestorio della società bersaglio di difendersi efficacemente dall’imminente *change of control*.

Inoltre l’o.p.a. protegge l’offerente dal rischio di violare la normativa *market abuse*<sup>3</sup>, può essere subordinata all’avveramento di eventi dedotti in condizione sospensiva<sup>4</sup> e tutela pienamente gli investitori oblati, i quali beneficiano di ampia trasparenza, parità di trattamento e possibilità di ricevere eventuali offerte concorrenti a termini necessariamente migliorativi.

Per altri versi, tuttavia, la previsione di un’o.p.a. obbligatoria al superamento di soglie predeterminate disincentiva le acquisizioni del controllo virtuose, rendendo l’operazione molto onerosa per via dell’obbligo in capo all’offerente di rendersi potenzialmente acquirente dell’intero capitale sociale della *target* a un prezzo che incorpora, per tutti i soci venditori, il *pro quota* del premio usualmente pagato per l’acquisizione del

---

<sup>1</sup> Nel presente lavoro con il termine o.p.a. si ricomprendono – oltre alle offerte pubbliche di acquisto, anche – le offerte pubbliche di acquisto e scambio o solo di scambio, e ci si concentra in particolare sull’o.p.a. avente ad oggetto azioni quotate in mercati regolamentati italiani emesse da emittenti di diritto italiano.

<sup>2</sup> Cfr. AA.VV., *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, in *Discussion papers di Consob*, gennaio 2021, disponibile sul sito internet della Commissione.

<sup>3</sup> *Amplius* M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 268 ss.; M. SAGLIOCCA, *L’informazione societaria nelle fasi propedeutiche all’offerta pubblica di acquisto*, Padova, 2021, spec. 124 ss.

<sup>4</sup> Si pensi, ad es., alla clausola MAC, alle soglie percentuali di accettazione minima, alla *clearance golden powers*, ecc.

controllo<sup>5</sup>. E ciò avviene in un ordinamento, quello italiano, in cui le soglie dell'o.p.a. obbligatoria sono ben due (25% e 30%), le esenzioni da tale obbligo sono di ristretta applicazione e l'acquisto di concerto (che ne allarga i presupposti applicativi) è interpretato estensivamente dalle autorità competenti<sup>6</sup>.

Di talché, la prassi conosce un significativo numero di potenziali acquisizioni – potenzialmente virtuose per la *target* e il mercato – il cui lancio è subordinato all'ottenimento di un parere favorevole della Consob in merito all'assenza, nel caso specifico, dei presupposti dell'o.p.a. obbligatoria oppure al riconoscimento, anche in via analogica-estensiva, di esenzioni o, infine, il cui perfezionamento è condizionato all'ottenimento del *white-wash* assembleare ove ciò sia consentito (art. 49, comma 1, lett. g, del Regolamento Consob sugli Emittenti).

Il quadro si complica ulteriormente se si considera che, nella disciplina dell'o.p.a., si assiste a una possibile divaricazione fra regole societarie – stabilite dalla legge della sede legale dell'emittente – e regole di mercato, che dipendono dal luogo di quotazione del titolo (art. 101-*ter* t.u.f.). Inoltre, la normativa o.p.a. deve essere sufficientemente duttile da prestarsi a regolare fattispecie sensibilmente diverse, poiché l'o.p.a. può essere ostile o amichevole, totalitaria o parziale, volontaria od obbligatoria, preventiva o incrementativa o successiva o residuale, e via discorrendo; e ciò fermo restando che si tratta di uno strumento cardine per il buon andamento del mercato finanziario, agendo da stimolo per una gestione efficiente degli emittenti quotati<sup>7</sup>.

In un contesto siffatto, connotato da talune inefficienze che impediscono un più ampio ricorso allo strumento in osservazione, il presente contributo intende prima ripercorrere sinteticamente le tappe evolutive della disciplina in materia di o.p.a. per poi passare in rassegna le principali problematiche che la vigente normativa pone e, infine, proporre alcune soluzioni rimesse al regolatore domestico, nel rispetto della direttiva 2004/25/CE.

2. *L'evoluzione normativa in materia di o.p.a.* – Nel 1971 si assiste al fallimento del primo tentativo di o.p.a. in Italia su azioni della Bastogi<sup>8</sup>, dovuto anche all'assenza di una disciplina specifica in materia<sup>9</sup>, a cui consegue, dopo alcune proposte legislative, una prima ed embrionale regolazione ad opera dell'art. 18, *sub* art. 1, della l. n. 216/1974<sup>10</sup>, contenente disposizioni generali sulla sola trasparenza dell'offerta nel più ampio contesto della sollecitazione all'investimento.

<sup>5</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2022, 11 ss.; A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2008, 15 ss.; G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, II, 251 ss.

<sup>6</sup> In arg. C. MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013, 1 ss.

<sup>7</sup> Cfr. A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, I, 52 ss.

<sup>8</sup> Cfr. G. MINERVINI, *Un take over bid clamoroso alle porte di casa nostra*, in *Riv. dir. civ.*, 1969, II, 547 ss.

<sup>9</sup> Cfr. G. FERRI SR., *Disciplina delle offerte pubbliche di acquisto di azioni e di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1972, I, 52 ss.

<sup>10</sup> Cfr. G. NICCOLINI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 607 ss.; G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 5 ss.



L'introduzione di una disciplina autonoma sulla sollecitazione al disinvestimento – e cioè sull'o.p.a. – si deve, invece, alla l. n. 149/1992<sup>11</sup>, che, per un verso, regola in maniera organica la materia ma, per altro verso, presenta alcune criticità, fra cui l'incertezza legata alla circostanza che l'impianto dell'o.p.a. obbligatoria ruota intorno al mutevole concetto del controllo societario<sup>12</sup>.

Con il testo unico della finanza del 1998 (artt. 102 ss.) l'impianto normativo – razionalizzato, innovato e semplificato – si basa su norme primarie di principio e norme secondarie di dettaglio demandate a regolamenti Consob. In sintesi, si introduce, *inter alia*, l'obbligo (e non più la facoltà) del comunicato dell'emittente, nonché la possibilità per l'assemblea dei soci di derogare alla *passivity rule*, ma anche una soglia fissa (30%) che fa "scattare" l'o.p.a. obbligatoria stavolta totalitaria, il diritto di acquisto (*squeeze-out*), l'*acquisto di concerto*, e via discorrendo<sup>13</sup>.

Successivamente, dopo una sofferta e lunga gestazione<sup>14</sup>, è promulgata la direttiva 2004/25/CE (c.d. tredicesima direttiva) – ancora oggi vigente – a cui si deve l'europeizzazione della disciplina in materia di o.p.a. e, quindi, la perimetrazione della regolamentazione nazionale in materia<sup>15</sup>. La direttiva impone l'o.p.a. obbligatoria, a un prezzo equo (art. 5, co. 4), in ipotesi di acquisto di una partecipazione di controllo, e prescrive, oltre alla *best price rule*, sia una regola di passività per le difese successive al lancio dell'offerta (art. 9) sia una regola di neutralizzazione per le difese preventive (art. 11), ferma la libertà degli Stati membri di disapplicare nel proprio territorio tali previsioni lasciando poi ai singoli emittenti la facoltà di introdurle statutariamente (art. 12)<sup>16</sup>. È importante rammentare che, in base alla direttiva, è possibile che la soglia del *sell-out* (la vecchia o.p.a. residuale) e quella dello *squeeze-out* (il diritto di acquisto) possano entrambe attestarsi al 90 per cento.

La direttiva trova attuazione in Italia ad opera del d.l. n. 229/2007, a cui seguono successive modifiche dell'ordinamento nazionale per effetto dei d.l. n. 185/2008, d.l. n.

<sup>11</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto – Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, *passim*; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Tratt. Soc. per az.*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, 10, II, Torino, 1993, 428 ss.; R. LENER-A. GALANTE, *Offerta pubblica di acquisto*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. comm.*, X, Torino, 1994, 314 ss.; ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie*, Padova, 1996, *passim*; M. STELLA RICHTER JR., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, *passim*.

<sup>12</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 830 ss.

<sup>13</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca e borsa*, 1999, I, 150 ss.; R. D'AMBROSIO, *Artt. 102-122 Tuf*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, a cura di C. RABITTI BEOGNI, Milano, 1998, 589 ss.

<sup>14</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. STELLA RICHTER JR., Torino, 2011, spec. 7.

<sup>15</sup> Ricorda F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008, 346 ss., che nella *economic regulation* "è particolarmente avvertita la necessità di evitare che la tendenza all'auto-centrismo degli Stati, prevalendo sulle indicazioni rivenienti dal regolatore comunitario, finisca col far disattendere gli obiettivi di unitarietà ed armonizzazione delle normative desumibili dagli interventi destinati al sistema finanziario".

<sup>16</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA-M. VENTORUZZO, *La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto*, in AA.VV., *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da M.V. BENEDETTELLI-M. LAMANDINI, Torino, 2016, 431 ss.; L. ENRIQUES, voce "Offerta pubblica di acquisto", in *Enc. dir.*, Annali, V, Milano, 2012, 993 ss.; A. DENTAMARO, voce *Offerta pubblica di acquisto e di scambio*, in *Diritto commerciale*, dizionario a cura di N. ABRIANI, Milano, 2011, 565 ss.

5/2009, d.l. n. 146/2009, d.l. n. 27/2010 e d.l. n. 116/2014<sup>17</sup> i quali introducono, fra le altre cose, l'o.p.a. obbligatoria conseguente alla maggiorazione del voto nonché al superamento di una soglia addizionale fissata al 25% (art. 106 t.u.f.)<sup>18</sup>.

Non v'è dubbio che, come spesso accade, l'affastellamento nel tempo di previsioni normative eterogenee – spesso dovuto a esigenze di politica legislativa del momento legate alla contendibilità degli emittenti domestici – abbia contribuito ad una sensazione di generale disarmonia della regolazione sull'o.p.a., a cui consegue il rischio di disincentivare non solo le operazioni di *change of control* virtuose su emittenti quotati ma, prima ancora, quelle di *listing* in Italia, per via di una disciplina sul disinvestimento che, per molti aspetti, manca di fluidità ed efficienza.

Di qui l'opportunità di segnalare, seppur con approccio sintetico, talune problematiche che – nella prospettiva dell'offerente e dell'emittente – potrebbero trovare possibile soluzione (purtroppo non meramente ermeneutica, bensì *de iure condendo*) anche nel quadro europeo vigente.

3. *Alcuni problemi della vigente disciplina o.p.a. nella prospettiva dell'offerente.* – Poiché la medesima disciplina sulla sollecitazione al disinvestimento si applica a offerte pubbliche di acquisto anche molto diverse fra loro, accade sovente che l'offerente persegua obiettivi differenti a seconda dell'operazione specifica. A titolo esemplificativo, pur appartenendo tutte alla famiglia dell'o.p.a., sono concettualmente distinte le offerte volontarie totalitarie lanciate dal controllante di un emittente e volte al suo *delisting*, rispetto a quelle volontarie funzionali all'ottenimento del controllo o a quelle obbligatorie lanciate solo per ottemperare a un dovere di legge senza alcuna intenzione di effettuare ulteriori acquisti, e via discorrendo.

Muovendo dalle o.p.a. volontarie promosse da chi già detiene una partecipazione di controllo, e quindi finalizzate al *delisting*, è dato osservare come la normativa applicabile – sicuramente attenta alle esigenze di protezione delle minoranze azionarie, alle quali riconosce il recesso (art. 2437-*quinquies* c.c.) e il *sell-out* (art. 108 t.u.f.) – non arride all'offerente, il quale potrebbe trovarsi a superare la soglia del 90 per cento, a cui consegue la revoca dalla quotazione (a meno che non sia ripristinato un flottante adeguato), senza avere alcun diritto potestativo di acquistare le minoranze azionarie residue. Il che lo espone al rischio di controllare *vita natural durante* un'impresa non più quotata, ma pur sempre assoggettata ai costi e agli oneri regolamentari connessi allo *status* di società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (art. 2325-*bis* c.c.)<sup>19</sup>.

La possibilità, per l'offerente, di subordinare il perfezionamento dell'o.p.a. al superamento della soglia dello *squeeze-out* (95%) mitiga solo parzialmente il problema, in quanto fissare un obiettivo di adesioni così elevato rende incerto il successo dell'o.p.a. a fronte di *transactional costs* che invece sono certi e ingenti.

<sup>17</sup> Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Torino, 2014, 1 ss.; P. BENAZZO, *Le OPA volontarie*, e C. MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, 1345 ss., entrambi in AA.VV., *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, II, 1345 ss.

<sup>18</sup> Cfr. C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglia OPA*, in *NLCC*, 2015, 884 ss.

<sup>19</sup> In arg. F. D'ALESSANDRO-P. SPADA-M. SCIUTO, *Sub art. 2325-bis c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, II, 2010, 11 ss.

Di qui l'opportunità che il legislatore italiano abbassi la soglia del diritto di acquisto ex art. 111 t.u.f. portandola al 90 per cento, in modo da allinearla a quella dell'obbligo di acquisto ex art. 108 t.u.f.<sup>20</sup> e consentire all'offerente che non intenda ripristinare il flottante di realizzare un *delisting* pieno che determini il passaggio da società "aperta" a società realmente "chiusa". Tale flessibilità, del resto, è consentita dalla direttiva (art. 15) ed è diffusa negli altri Stati membri<sup>21</sup>.

Un altro problema che tipicamente affligge l'offerente interessato al *delisting* attiene alla *best price rule* e, segnatamente, alla circostanza che una rettifica in aumento del corrispettivo d'o.p.a. pagato dall'offerente in conseguenza di acquisti dei titoli dell'emittente effettuati nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta (art. 42, co. 3, reg. emittenti) è talvolta incoerente con il conseguimento del *delisting* dell'emittente attraverso una fusione di quest'ultimo nell'offerente medesimo (o in altro veicolo societario da esso designato). Ciò accade ogni qual volta nel contesto di una siffatta fusione il prezzo di recesso offerto alle *minorities* sia superiore al corrispettivo d'o.p.a.; evenienza, questa, che obbligherebbe l'offerente interessato a farsi carico delle azioni oggetto di recesso a dover adeguare al rialzo il corrispettivo d'o.p.a. in favore di tutti gli oblati, nonostante il prezzo di recesso sia il frutto di una valorizzazione *ex lege* (art. 2437-ter c.c.) e non della libera volontà negoziale dell'offerente medesimo. Anche in tale caso sarebbe opportuno esentare espressamente siffatta forma di "acquisto successivo" dal campo di applicazione della *best price rule* poiché, in detta circostanza, la disparità di trattamento fra azionisti consiglierebbe alla volontà di concludere efficacemente la fusione e non a un'elusione preordinata delle norme in materia di *equal treatment rule*.

Quanto alle o.p.a. obbligatorie, è evidente l'interesse dell'offerente ad evitare che si configuri l'obbligo di cui trattasi qualora il superamento della soglia non sia concretamente funzionale all'ottenimento del controllo. Mal si conciliano con tale esigenza sia la previsione della soglia del 25 per cento in aggiunta a quella originaria del 30 per cento, sia il fatto che l'o.p.a. obbligatoria è prevista anche in capo a chi, pur superando tale ultima soglia, verrebbe a detenere una partecipazione comunque inferiore a quella di un altro azionista in possesso di una quota poziore ma insufficiente a garantirgli (da solo o congiuntamente con altri) la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria (art. 49, co. 1, lett. a, reg. emittenti)<sup>22</sup>. Pertanto, sarebbe auspicabile, da un lato, eliminare il sistema a doppia soglia – ritornando alla soglia unica di presunto controllo (auspicabilmente il 30%, che è in grado di intercettare un maggior numero di operazioni di *change of control*) – e, dall'altro lato, introdurre l'esenzione attualmente prevista al co. 1-bis dell'art. 106 t.u.f.<sup>23</sup> per ogni forma di superamento della soglia rilevante.

Anche l'eccessiva rigidità con cui è disciplinato e interpretato l'*acquisto di concerto*

<sup>20</sup> Lo spunto si rinviene già in P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit., spec. 161.

<sup>21</sup> *Amplius* M. FRAGOSO MENDES, *Squeeze-out and the protection of minority shareholders*, in *RDS*, 2021, 199 ss.; M. VENTORUZZO, *Freeze-outs: Comparative Analysis and transcontinental Reform Proposals*, in *Virginia Journal of International Law*, 2010, 843 ss.

<sup>22</sup> Osserva infatti R. LENER, *Le offerte obbligatorie*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 170, che "proprio perché l'acquisizione del controllo non è un elemento costitutivo della fattispecie, il soggetto che abbia superato la soglia rilevante non potrà provare, al di fuori dei casi espressamente contemplati dalla legge, che la partecipazione in tal modo acquisita non consente l'esercizio del controllo".

<sup>23</sup> In base a tale norma non va lanciata l'o.p.a. obbligatoria qualora il superamento della soglia del 25% avvenga in presenza "di altro socio che detenga una partecipazione più elevata".

può scoraggiare gli investimenti significativi in azioni quotate (artt. 101-*bis* e 109 t.u.f.)<sup>24</sup>, atteso che un socio titolare di partecipazioni rilevanti sotto soglia-o.p.a. rischia di dover lanciare un'offerta obbligatoria anche in circostanze in cui non v'è una concertazione nel programma di *acquisti*, bensì semplicemente un esercizio coordinato di diritti sociali nel contesto di un'efficace cooperazione fra azionisti. Ciò dipende dal fatto che le linee di concerto principali configurano presunzioni *iuris et de iure* a fini o.p.a. nonché dall'approccio applicativo delle autorità competenti, le quali tendono a presumere un *acquisto* concertato ogni qual volta si realizzino acquisti dei concertisti nei dodici mesi precedenti senza indagare nel profondo la sussistenza o meno di una chiara unitarietà del progetto incrementativo. Sarebbe quindi utile trasformare le presunzioni di cui trattasi in *iuris tantum*, e contrastare interpretazioni eccessivamente rigoristiche e meccanicistiche della fattispecie di *acquisto concertato*<sup>25</sup>.

4. (Segue): *e nella prospettiva dell'emittente*. – Anche nella prospettiva dell'emittente è possibile curare alcune distorsioni che la disciplina vigente pone.

Nelle o.p.a. volontarie, ad es., crea non pochi problemi la previsione di una *passivity rule* generalizzata<sup>26</sup>. L'ordinamento italiano, ad esito di una serie di interventi susseguiti nel tempo, si è assestato su una regola di passività ampia quale disciplina di *default*, ferma la possibilità per i singoli emittenti di disapplicarla *ex ante* statutariamente (*opt-out*). Il ricorso all'*opt-out*, tuttavia, essendo discrezionale e protezionistico, potrebbe ingenerare nel pubblico degli investitori il convincimento che l'emittente di specie si stia trincerando "a priori", col rischio che ciò determini una riduzione della *performance* degli amministratori; il che, potendo avere un effetto negativo sul titolo, di per sé scoraggia gli emittenti dal ricorso all'*opt-out*.

Ciò posto, soprattutto in periodi di debolezza dei mercati domestici<sup>27</sup>, la presenza, in Italia, di una *passivity rule* robusta preoccupa il Governo con riferimento alle sempre più numerose società quotate strategiche potenzialmente scalabili da investitori stranieri ritenuti pericolosi nell'ottica degli interessi vitali dello Stato. Come in altra sede osservato<sup>28</sup>, anziché snaturare il congegno dei *golden powers* per supplire all'assenza di misure difensive di natura societaria nelle mani dei singoli emittenti strategici minacciati da acquisizioni ostili, sarebbe opportuno dotare tali società di maggiore discrezionalità nell'adozione e implementazione di strumenti di protezione. A tal fine sarebbe utile diversificare il regime normativo in parola prevedendo che la *passivity rule* costituisca regola di *default* (ferma la possibilità statutaria di *opt-out*) per tutti gli emittenti

<sup>24</sup> Cfr. A. TUCCI, "Acquisto di concerto" e "azione di concerto", in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 915 ss.; G. GUIZZI-A. TUCCI, *Acquisto di concerto*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 258 ss.

<sup>25</sup> Per considerazioni analoghe sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *Acquisti di concerto e assetti proprietari nelle banche*, in *RTDE*, 2018, II, 81 ss.

<sup>26</sup> In arg. S. CAPPIELLO, *Misure difensive*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 114 ss.; E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Milano, 2003, *passim*; sui limiti della reciprocità quale particolare misura difensiva v. M. LAMANDINI, *Legiferare "per illusione ottica"? Opa e reciprocità italiana*, in *Giur. comm.*, 2008, 241 ss.

<sup>27</sup> In arg. v. anche R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità!*, in *AGE*, 2009, 53 ss.

<sup>28</sup> Sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 282 ss.

non strategici e, viceversa, non sia di norma applicabile (salva la possibilità statutaria di *opt-in*) per gli emittenti strategici (*i.e.* le società rientranti nel catalogo dei settori soggetti a *golden powers* ai sensi del d.l. n. 21/2012) atteso che l'interesse sociale di questi ultimi, essendo permeato anche da istanze di più ampio respiro, potrebbe giustificare un utilizzo attivo delle misure difensive<sup>29</sup>.

Un'altra modifica normativa auspicabile sul piano degli interessi protetti attiene all'opportunità di estendere l'esenzione da *whitewash* oltre il perimetro delle operazioni di salvataggio e di fusione e scissione<sup>30</sup>, non solo ricomprendendovi espressamente altre forme similari (ad es. integrazioni tramite conferimento in natura) ma, più in generale, rimettendo al voto assembleare della maggioranza delle minoranze azionarie genuine (il *whitewash*) la decisione se esentare dall'obbligo di o.p.a., nella singola operazione, qualsivoglia incremento oltre-soglia che sia condizionato all'ottenimento di siffatto consenso assembleare. Tale soluzione rimetterebbe alla maggior parte degli azionisti di minoranza (e cioè dei titolari dell'interesse protetto in materia di o.p.a. obbligatoria) la valutazione dell'interesse a che si realizzi o meno un cambio di controllo senza *exit* monetaria assicurata dall'o.p.a.

Infine, è diffuso un certo scetticismo, tra gli emittenti a proprietà semi-concentrata, nei confronti dell'introduzione del voto maggiorato, per via del fatto che la duplicazione del voto a fine biennio potrebbe determinare, per i soci rilevanti a ridosso delle soglie-o.p.a., il paradossale effetto di vedersi avvicinare – in termini di peso partecipativo – da altri azionisti titolari di quote di capitale ad essi inferiori<sup>31</sup>, dovendosi i primi fermare al 30 per cento (o alla diversa soglia applicabile in base alla regola dell'o.p.a. incrementale) onde evitare il sorgere dell'obbligo di offerta<sup>32</sup>. Anche in questo caso, al fine di recuperare la piena utilità di uno strumento (la maggiorazione di voto) potenzialmente volto a realizzare l'interesse sociale, in una situazione di parità di trattamento fra tutti i soci, sarebbe auspicabile esentare dall'obbligo di o.p.a. il superamento della relativa soglia conseguente alla sola maggiorazione del voto (senza acquisti).

5. *Conclusioni.* – Le considerazioni che precedono rappresentano solo alcuni spunti di possibile intervento finalizzato a fluidificare la disciplina italiana sull'o.p.a. in una prospettiva di maggiore efficienza delle operazioni economiche regolate.

<sup>29</sup> A favore di una generale disapplicazione della *passivity rule*, ferma la possibilità di *opt-in* in capo al singolo emittente, v. L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, 658 ss.

<sup>30</sup> In arg. P. LUCANTONI, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., spec. 204 ss.; M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 743 ss.

<sup>31</sup> Onde evitare quella che ZOPPINI, *Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto multiplo o maggiorato*, in *Liber amicorum per Bruno Troisi*, a cura di C. CICERO, Napoli, 2017, II, spec. 1517, ha paragonato a una "vittoria di Pirro", osservando come in talune circostanze "il voto maggiorato non favorisce tanto il primo socio quanto, paradossalmente, il secondo, ossia aumenta il valore ponderale di quest'ultimo a danno del primo".

<sup>32</sup> Si v. P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 225 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491 ss.

La legislazione di cui trattasi, per via della stratificazione di disposizioni formatasi nel tempo e della duttilità che la caratterizza, pone spesso l'interprete – con immagine che piace ricordare – metaforicamente disteso su un “letto di Procuste” dogmatico, nel quale i diversi interessi protetti si trovano a turno, e a seconda del caso, a soffrire parziali compressioni.

Di talché, non sarà mai agevole coniugare l'obiettivo della contendibilità degli emittenti con quello della protezione delle minoranze azionarie, né sarà facile selezionare – fra i vari congegni offerti dall'ordinamento a protezione degli oblati – quello ritenuto più adeguato, ferma l'opportunità di eliminare, nella misura massima possibile, tutele eccessive e meccanismi di arbitraggio.

Di qui, le soluzioni evidenziate nel presente contributo – fra le tante astrattamente possibili – mirano ad assicurare obiettivi di efficienza complessiva dell'operazione economica regolata, senza minare i principi cardine della disciplina né presupporre modifiche normative a livello europeo.

Tutto ciò prelude ad un ammodernamento di una parte significativa della regolazione finanziaria italiana – quella sull'o.p.a. – nell'ambito di un più ampio *iter* evolutivo, propedeutico all'implementazione della *capital market union*, la cui effettiva realizzazione richiede un impianto normativo in grado di attrarre capitale di rischio nei mercati finanziari<sup>33</sup>.

Obiettivo, questo, che presuppone un'adeguata flessibilità dell'architettura normativa sia in sede di ingresso dell'impresa nel sistema di borsa (*listing*) sia, del pari, in sede di uscita (*delisting*), poiché i vantaggi di una quotazione *oggi* scontano anche i costi di un *delisting* un *domani*.

Dopo tanti anni di meri *restyling* della disciplina in osservazione, probabilmente è arrivato il momento di rivisitare in maniera organica le regole del “gioco dell'o.p.a.”<sup>34</sup> allo scopo, tipico del diritto dell'economia, di orientare la “*norma rispetto al comportamento economico, atteso che essa disciplina modelli di organizzazione e disegna procedure che hanno di mira l'interesse alla integrità del sistema e del mercato*”<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca e borsa*, 2016, I, 481 ss.; G. TROVATORE-F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l'art. 47 della Costituzione (brevi note sul valore del risparmio)*, in *Federalismi*, 2021, 248 ss.

<sup>34</sup> Per l'espressione, assai diffusa, v. E. CISNETTO, *Il gioco dell'OPA*, Sperling&Kupler, 2000.

<sup>35</sup> Così F. CAPRIGLIONE-M. SEPE, *Riflessioni a margine del diritto dell'economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *RTDE*, 2021, spec. 398 ss.

# NOTERELLE MINIME IN TEMA DI RECENTI DEROGHE (EMERGENZIALI E NON) ALLA DISCIPLINA *ANTITRUST* ITALIANA IN MATERIA DI CONCENTRAZIONI

di Daniela Caterino

SOMMARIO: 1. Finalità del controllo *antitrust* in un contesto di crisi pandemica. – 2. Il contesto europeo e internazionale in tema di controllo *antitrust* durante la pandemia. – 3. Le norme italiane: a) le autorizzazioni in deroga per rilevanti interessi generali dell'economia nazionale. – 4. (*Segue*): b) le autorizzazioni alle concentrazioni bancarie nell'ambito di procedure di LCA. – 5. I rilievi dell'AGCM. – 6. L'annosa questione del riparto di competenze *antitrust* in materia bancaria. – 7. Conclusioni.

1. *Finalità del controllo antitrust in un contesto di crisi pandemica.* – L'iniziativa rivolta al rafforzamento dell'impresa per il tramite di processi concentrativi deve, come è noto, attraversare il vaglio *antitrust* per impedire che da tali processi scaturiscano posizioni dominanti potenzialmente lesive della concorrenza<sup>1</sup>.

Tuttavia, nella contingenza pandemica la valutazione della “sopportabilità” dell'impatto anticoncorrenziale delle operazioni di concentrazione, ancor più che nel contesto di crisi imprenditoriale, subisce una inevitabile curvatura dovuta all'emergere di ragioni efficientistiche di sistema<sup>2</sup>: se è prevedibile che pochi, e solo i più forti, sopravvivranno allo *tsunami* delle economie devastate dal *lockdown*, ciascun Paese tende a interrogarsi sull'opportunità di allargare le maglie del controllo *antitrust* sulle concentrazioni, viste come strumento ideale per attuare al contempo l'eutanasia delle imprese più deboli e meno competitive e il rafforzamento di chi sopravvive.

---

<sup>1</sup> Quando il presente contributo era già stato consegnato per la pubblicazione è stata approvata la legge n. 118 del 5 agosto 2022, in G.U. 12 agosto 2022, n. 188, c.d. “legge annuale a tutela della concorrenza, che ha inciso su alcuni aspetti del controllo delle concentrazioni; della stessa non è stato possibile tener conto nella redazione del lavoro.

Scartata a priori l'idea di fornire un qualsivoglia corredo bibliografico adeguato sul tema, mi limito a richiamare in questa sede la voce di V. MELI, *Concentrazioni*, in *Enc. Treccani on line*, nonché il fondamentale commentario *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. FRIGNANI, R. PARDOLESI, A. PATRONI GRIFFI, L.C. UBERTAZZI, Bologna, 1994, ove ulteriori richiami.

<sup>2</sup> Sul tema del rapporto tra normativa *antitrust* e disciplina delle crisi d'impresa v. V. MINERVINI, *Insolvency, Competition, Economic Growth (and Recovery)*, in *federalismi.it*, n. 16/2020, 250 ss. e la colletanea curata dal Centro Studi Diritto della Crisi e dell'Insolvenza, *Dalla crisi all'emergenza: strumenti e proposte anti-Covid al servizio della continuità d'impresa*, Mantova, 2020; e con specifico riferimento alle crisi nel settore bancario, v. G. OLIVIERI, A. PEZZOLI, *L'antitrust e le sirene della crisi*, in *AGE*, 2009, 115, nonché P. ROSSI, *L'erompere della pandemia sulle crisi bancarie, ovvero l'inevitabile riemersione dello Stato “salvatore”?*, in *Amministrazione in cammino*, dicembre 2020, ove (20 e ss.) un interessante confronto tra l'atteggiamento delle istituzioni europee e internazionali nel contesto della crisi finanziaria del 2008 e durante l'emergenza Covid-19.

Benché il presente contributo sia specificamente dedicato alle concentrazioni, che – come è noto – non sono oggetto di una *per se condemnation*, ma solo in quanto determinino posizioni dominanti pericolose, considerazioni non dissimili si possono svolgere anche nei confronti di operazioni riconducibili allo schema delle intese, oggetto di una valutazione in linea di principio ben più negativa, in quanto fattispecie restrittiva della concorrenza ordinariamente non accompagnata dai vantaggi di ordine generale che tipicamente possono emergere da una concentrazione (es. miglioramento della distribuzione, crescita dell'efficienza tecnologica); ciò, ovviamente, quante volte la restrizione del mercato sia giustificata dalla considerazione di effetti non strettamente connessi alla dinamica concorrenziale di mercato, ma valutabili positivamente ai fini delle politiche di contrasto dell'emergenza economico-sanitaria.

Riprendendo l'impostazione adottata dall'ECN e dall'ICN, su cui v. *infra*, anche la nostra AGCM con la sua *Comunicazione sugli accordi di cooperazione e l'emergenza COVID-19* ha inteso rassicurare le imprese, garantendo il non intervento “*nei confronti di misure necessarie, temporanee e proporzionate adottate per scongiurare la scarsità delle forniture, in linea con quanto previsto dalla Comunicazione della Commissione europea dell'8 aprile 2020*”.

Vi sono segnali tangibili di tale cambio di prospettiva che emergono già ad un superficiale esame dei più recenti provvedimenti dell'AGCM<sup>3</sup>.

Analoghe considerazioni possono svolgersi anche in merito ai provvedimenti di proroga introdotti da numerose disposizioni di diritto della pandemia con riferimento a convenzioni, concessioni di servizi (portuali, demaniali marittime innanzitutto<sup>4</sup>), ap-

<sup>3</sup> La nostra Autorità *antitrust* ha approvato già nei primi mesi della crisi pandemica due accordi di cooperazione tra imprese che le sono stati inoltrati, ritenendo non necessario l'approfondimento istruttorio, alla luce delle rilevanti esigenze di interesse generale che erano chiaramente ravvisabili.

Nel primo caso l'AGCM ha ritenuto compatibile con il diritto *antitrust* italiano ed europeo un progetto di cooperazione tra Federfarma e l'Associazione Distributori del Farmaco, finalizzato a conseguire guadagni di efficienza nel processo di distribuzione delle mascherine chirurgiche sul territorio nazionale e quindi a garantire un più agevole approvvigionamento dei dispositivi essenziali di protezione personale presso farmacie e parafarmacie. Un rilievo essenziale nella valutazione positiva è stato assunto dalla dichiarata temporaneità dell'accordo e dalla sua diretta connessione alla contingenza dell'emergenza sanitaria.

Allo stesso modo, ha avuto esito positivo – subordinato all'adozione di alcune specifiche cautele – anche l'esame condotto dall'AGCM sull'intesa promossa da Assofin, per l'adozione da parte degli intermediari associati di uno schema condiviso di moratoria per il credito al consumo, concepita per tutti i soggetti (persone fisiche ed enti collettivi) non raggiunti da misure di supporto pubblico durante il periodo dell'emergenza da Covid-19. In questo caso l'Autorità *antitrust* si è preoccupata esclusivamente di regolamentare lo scambio di informazioni sensibili tra le imprese coinvolte nell'accordo, chiedendo ad Assofin di limitare la circolazione di dati a quelli strettamente necessari e proporzionati al perseguimento delle finalità dell'accordo e di conservare traccia di tali scambi, anche per una futura messa a disposizione su richiesta dell'Autorità (v. *Comunicato stampa* COV1-DC9901 del 1° giugno 2020, in <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2020/6/COV1-DC9901>).

Su questi ed altri provvedimenti, nonché più in generale sull'attività dell'AGCM durante l'emergenza pandemica v. ASSONIME, *L'applicazione delle regole antitrust durante l'emergenza Covid-19*, n. 1/2021 serie *Note e studi*, reperibile all'indirizzo [http://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http%3A//www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%201-2021.pdf](http://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http%3A//www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%201-2021.pdf).

<sup>4</sup> Ma sulla problematica compatibilità con il quadro normativo interno ed europeo dei provvedimenti di proroga delle concessioni balneari, anche quando assunti nell'ambito di iniziative di moratoria emergenziale come quelle di cui all'art. 182, comma 2, d.l. n. 34/2020, si vedano le sent. nn. 17 e 18/2021 del Cons. Stato in adunanza plenaria; in argomento si registra una intensa attività di advocacy dell'AGCM (v. ad es. la segnalazione AS1719 nel Boll. AGCM n. 9 del 1° marzo 2021). E v. da ultimo, la soluzione – tampone adot-



provati dal Governo per consentire la prosecuzione delle attività nel contesto emergenziale, ma al contempo rischiose per il corretto funzionamento del mercato in quanto potenzialmente in grado di cristallizzare le situazioni di mercato pregresse.

Dunque, la prima immediata conclusione che si può trarre dall'osservazione dei provvedimenti e linee guida delle autorità e istituzioni *antitrust* nazionali e sovranazionali scaturiti dall'emergenza Covid-19 è che tutti i soggetti a vario titolo coinvolti nel processo di regolazione e valutazione hanno convenuto sull'opportunità di indossare nuovi "occhiali" con filtro pandemico, adattando l'approccio al contesto di crisi sistemica e di generalizzata incertezza di tutti i settori economici<sup>5</sup>, che rende allo stato impossibile l'adozione degli ordinari schemi previsionali e valutativi per lo *screening* dei comportamenti potenzialmente anticoncorrenziali.

*2. Il contesto europeo e internazionale in tema di controllo antitrust durante la pandemia.* – Si è detto in precedenza che l'AGCM si è posta nella scia delle istituzioni europee ed internazionali, che hanno prontamente reagito all'esigenza di ripensamento dell'approccio dei regolatori *antitrust* in tempo di pandemia, elaborando a tempo di record diversi documenti; l'*European Competition Network* ha prodotto un *Joint statement on application of competition law during the Corona crisis*, datato 23 marzo 2020, mentre l'*International Competition Network* ha emanato lo *Steering Group Statement on Competition during and after the COVID-19 Pandemic*, dell'8 aprile 2020, seguito a ruota dalla *Comunicazione* della Commissione UE resa in pari data, recante il *Quadro temporaneo per la valutazione delle questioni in materia di antitrust relative alla cooperazione tra imprese volta a rispondere alle situazioni di emergenza causate dall'attuale pandemia di Covid-19*, 2020/C 117 I/02<sup>6</sup>.

In tutti i documenti sopra elencati l'attenzione è stata dedicata esclusivamente alla materia degli accordi di cooperazione tra imprese<sup>7</sup>.

Nel primo documento, pur dando atto della persistente rilevanza dell'obiettivo di conservare un terreno di gioco equilibrato per le imprese sul mercato, anche in un contesto generalizzato di crisi, l'ECN manifesta la consapevolezza della accresciuta necessità per le imprese di assumere comportamenti di collaborazione al fine di garantire la fornitura e l'equilibrata distribuzione di beni scarsi a tutti i consumatori e pertanto si

---

tata dalla citata legge annuale per la concorrenza, che nelle more dell'approvazione delle norme delegate proroga l'efficacia delle concessioni demaniali marittime, lacuali e fluviali per finalità turistico-ricreative e sportive fino al 31 dicembre 2023, ovvero ad un termine successivo qualora ragioni oggettive impediscano il completamento della procedura entro il suddetto limite temporale.

<sup>5</sup> In termini generali, prima della crisi Covid-19, si vedano i lucidi rilievi di M. LIBERTINI, *Il diritto della concorrenza in tempi di crisi economica*, relazione al convegno ODC di Roma del 20 giugno 2009, successivamente pubblicata in *Rivista ODC*, 1/2013. L'A. concludeva, all'epoca, che "il diritto antitrust europeo prevede soluzioni appropriate per situazioni di crisi aziendali individuali o per crisi di settore, ma non prevede alcunché per le situazioni di crisi economica generale".

<sup>6</sup> In argomento si veda l'articolato contributo di F. GHEZZI, L. ZOBOLI, *L'antitrust ai tempi del Coronavirus: riflessioni sulle esperienze internazionali e sulle iniziative italiane*, in *Riv. soc.*, 2020, 625, ove anche richiami puntuali sulle iniziative dei singoli Stati sul punto.

<sup>7</sup> A tali previsioni va poi affiancato in prospettiva generale il "Quadro temporaneo per le misure di aiuti di Stato a sostegno nell'attuale emergenza del COVID-19", emanato il 19 marzo 2020 e aggiornato il 13 ottobre 2020, in cui vengono individuate misure di sostegno ritenute compatibili con il divieto di aiuti di stato in ragione della pandemia.

impegna a non intervenire nei riguardi di operazioni temporanee e necessarie messe in atto per evitare carenze nelle forniture di tali beni; tali operazioni sono considerate verosimilmente non foriere di particolari problematiche, dal momento che ben difficilmente potranno determinare restrizioni della concorrenza in base all'art. 101 TFEU, ovvero, quand'anche le determinassero, gli effetti negativi saranno più che compensati dai guadagni di efficienza generati.

Tuttavia la preoccupazione fondamentale in questo contesto è che i prodotti essenziali per la tutela della salute, come le mascherine o il gel disinfettante, restino acquistabili a prezzi concorrenziali, senza che si verifichino comportamenti di fissazione di prezzi non equi determinati dalla formazione di cartelli o dall'abuso di posizioni dominanti; comportamenti che l'ECN dichiara di voler perseguire con severità, ricordando al contempo che i produttori possono, allo stato delle regole, fissare il prezzo massimo dei loro prodotti, contribuendo così a limitare aumenti ingiustificati di prezzo nella fase della distribuzione al dettaglio.

In definitiva, la linea delle comunicazioni istituzionali sopra richiamate è nella direzione di non ammettere arretramenti della tutela *antitrust* che non siano da un lato strettamente connessi alla contingenza pandemica e dall'altro proporzionati in termini temporali e qualitativi alle esigenze emergenziali<sup>8</sup>.

Per ciò che riguarda invece specificamente le operazioni di concentrazione, in numerosi Paesi europei le Autorità *antitrust* nazionali hanno deciso differimenti e sospensioni dei termini relativi alla valutazione delle operazioni di concentrazione notificate e ai procedimenti di *enforcement* pendenti e hanno annunciato pubblicamente un allentamento nell'applicazione delle norme *antitrust*, più che altro per limitare l'enorme flusso di informazioni da elaborare in una fase così delicata e in un contesto di difficoltà operative anche dei Tribunali, spesso coinvolti nei procedimenti *antitrust* nazionali. Ma, come è stato acutamente notato, ai problemi di carattere meramente organizzativo la crisi pandemica ha assommato, per ciò che riguarda la valutazione *antitrust*, difficoltà sostanziali connesse alla difficoltà di mettere in campo gli ordinari strumenti di valutazione prospettica tanto dell'andamento di mercato, quanto delle condizioni della singola impresa in un contesto mutevole, imprevedibile e caratterizzato da incertezza estrema<sup>9</sup>. Dunque, riassuntivamente: dilatazione dei tempi e allentamento dei parametri e criteri di valutazione nelle concentrazioni, ma nel quadro di una ribadita attenzione agli sviluppi anticoncorrenziali delle posizioni dominanti in essere.

---

<sup>8</sup> In questo senso F. GHEZZI, L. ZOBOLI, *L'antitrust ai tempi del Coronavirus: riflessioni sulle esperienze internazionali e sulle iniziative italiane*, cit., secondo cui "l'ICN ha messo nero su bianco che la crisi non deve essere occasione per indebolire il diritto della concorrenza".

<sup>9</sup> *Op. ult. cit.*, "provare ad ipotizzare un impatto futuro durante crisi particolarmente acute come l'attuale è esercizio difficilissimo, non solo per la difficoltà di avere dati e informazioni sulla situazione attuale, ma anche per la intrinseca incertezza legata ad ogni possibile scenario futuro"; e per altro verso, "in presenza di una situazione economica in (possibile) rapido miglioramento (di cui è però incerto il momento) [si pensi al +6,3% di PIL segnato dall'Italia nell'anno corrente] sarebbe particolarmente complesso per le parti dimostrare che le perdite attuali siano indicative della non sostenibilità finanziaria dell'attività nel più lungo periodo, così da rendere inevitabile il fallimento o l'uscita dal mercato dell'impresa" e dunque diverrebbe complicato dimostrare il soddisfacimento del primo requisito della *failing firm defense* per conseguire la valutazione positiva dell'operazione di concentrazione.

3. *Le norme italiane: a) le autorizzazioni in deroga per rilevanti interessi generali dell'economia nazionale.* – Nessun intervento è stato disposto dall'AGCM a modifica o a chiarimento dei parametri valutativi delle concentrazioni nel contesto pandemico; proprio su tali operazioni è però intervenuto il legislatore dell'emergenza, con due diverse disposizioni. La prima, l'art. 75 d.l. n. 104/2020, di portata più ampia e generalizzata, la seconda, l'art. 171 d.l. n. 34/2020, specificamente dedicata ad una fattispecie di concentrazione bancaria.

La prima disposizione, modificata in sede di conversione del d.l.<sup>10</sup>, ha applicazione temporalmente limitata alle concentrazioni notificate all'AGCM entro il 31 dicembre 2020<sup>11</sup> e dunque i suoi effetti sono ormai in via di esaurimento, considerando l'ordinaria durata dei procedimenti AGCM.

La norma si riferisce ad operazioni di concentrazione che abbiano le seguenti caratteristiche:

a) sotto il profilo soggettivo, riguardino imprese operanti in mercati caratterizzati dalla presenza di servizi ad alta intensità di manodopera, come definiti dall'art. 50 d.lgs. n. 50/2016 (c.d. Codice dei contratti pubblici) ovvero imprese di interesse economico generale ex art. 14 TFUE; la norma non chiarisce se per l'applicazione sia necessario che tutte le imprese coinvolte ricadano in tale condizione o se sia sufficiente che una di esse lo sia. Data la *ratio* agevolativa, sarei propensa ad un'interpretazione la più ampia possibile del requisito soggettivo;

b) dal punto di vista delle condizioni economiche, riguardino imprese che abbiano fatto registrare perdite di bilancio negli ultimi tre esercizi e che, *anche* a causa degli effetti derivanti dall'emergenza sanitaria, potrebbero cessare le loro attività; si ripropone anche rispetto a questa condizione l'interrogativo *sub a*), che anche in questo caso risolverei in senso ampliativo del *parterre* dei destinatari, tanto più che tipicamente il risanamento in questi frangenti si attua per il tramite di operazioni in cui un'impresa in salute, o comunque in condizioni economico- finanziarie/patrimoniali meno compromesse, acquisisce il controllo di (ovvero incorpora) un'impresa in crisi;

c) sotto il profilo dimensionale e dell'impatto dell'operazione, non siano soggette all'applicazione del Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio del 20 gennaio 2004, in quanto non di dimensione comunitaria ai sensi dell'art. 1 del suddetto regolamento, ma restino totalmente disciplinate dalla l. n. 287/1990 (c.d. l. *antitrust*).

Resta impregiudicata l'applicazione della disciplina in tema di intese vietate e abusi di posizione dominante, sicché potranno essere sanzionate le pratiche contemplate dagli artt. 2 e 3 l. *antitrust* che siano state agevolate dalla realizzazione dell'operazione concentrativa. Anzi, per evitare a monte tali effetti, la norma richiede al comma 2 che le operazioni vengano preventivamente comunicate all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, "unitamente alla proposta di misure comportamentali idonee a prevenire il rischio di imposizione di prezzi o altre condizioni contrattuali gravose per gli utenti in conseguenza dell'operazione". L'AGCM a sua volta, con deliberazione da adottarsi entro 30 giorni dalla comunicazione, sentito il MISE e l'Autorità di regolamentazione del settore, prescrive le misure eventualmente integrate o modificate, "a

<sup>10</sup> Intervenuta con l. 13 ottobre 2020, n. 126 (S.O. n. 37 della G.U. 13 ottobre 2020, n. 253).

<sup>11</sup> La scadenza non è stata ancorata alla durata dello stato di emergenza e non è stata oggetto di ulteriore proroga.

tutela della concorrenza e dell'utenza, tenuto anche conto della sostenibilità complessiva dell'operazione". In caso di inottemperanza a tali misure si applicano le sanzioni di cui all'art. 19 l. *antitrust*.

La disposizione non brilla per chiarezza. In particolare, risulta quanto mai criptico il riferimento alla "sostenibilità complessiva" dell'operazione, che non si comprende in base a quali parametri vada valutata e soprattutto avendo riguardo a quali riferimenti: l'operazione deve essere sostenibile per il livello di competitività complessiva del mercato? Ma allora la precisazione è superflua, dato che la situazione di mercato dopo l'operazione è per definizione il riferimento ordinario dell'analisi *antitrust* delle concentrazioni. Rispetto alla situazione complessiva delle imprese coinvolte? È noto che la *failing firm defense* costituisce elemento talora determinante nella valutazione di tali operazioni, dato che il deterioramento delle condizioni di concorrenza sul mercato si verificherebbe comunque<sup>12</sup>, sicché anche in questo caso la precisazione appare superflua. Dobbiamo forse ritenere che il richiamo (a questo punto, del tutto vuoto di portata concreta, in assenza di indicatori quantitativi di misurazione) sia da intendersi come riferito alla sostenibilità ambientale/occupazionale/sociale? E che quindi vada ricondotto al crescente e drammatico *greenwashing* che ormai interessa i provvedimenti normativi non meno della comunicazione pubblicitaria? Spererei di no, appellandomi all'argomento – mi rendo conto, alquanto *démodé* – del legislatore (intellettualmente onesto oltre che) ordinato.

In ogni caso, la norma non desta particolari preoccupazioni in chiave di sistema, sia per la limitata durata applicativa che per la permanenza delle cautele connesse agli effetti anticoncorrenziali secondari eventualmente generati dall'operazione concentrativa; e si pone sostanzialmente in linea tanto con i principi dettati dalla norma-cornice in materia di autorizzazioni in deroga di cui all'art. 25 l. *antitrust*, quanto con la linea delle istituzioni europee e internazionali in precedenza ricostruita. Non così, invece, per la seconda disposizione in esame.

4. (Segue): *b) le autorizzazioni alle concentrazioni bancarie nell'ambito di procedure di LCA*. – Il comma 4 dell'art. 171 del c.d. Decreto Rilancio (d.l. n. 34/2020), recante norme per "l'ordinato svolgimento" delle procedure di liquidazione coatta amministrativa delle banche italiane – e in particolare le misure di sostegno all'acquirente che possono essere disposte dal MEF nell'ambito delle suddette operazioni – dispone che "Se la concentrazione che deriva dall'acquisizione del Compendio Ceduto all'Acquirente non è disciplinata dal Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio del 20 gennaio 2004, essa si intende autorizzata in deroga alle procedure previste dalla legge

<sup>12</sup> E si vedano, per un'analisi tecnica applicabile anche al contesto italiano, gli Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese n. 2004/C 31/03, in *GUUE*, 5 febbraio 2004, in particolare §§ 89-91. In argomento sia consentito rinviare al mio *Concentrazioni e attività bancaria*, Giuffrè, 2004, *passim*, cui *adde* più recentemente G. BRANCADORO, *Crisi sistemiche e rilevanza giuridica nelle discipline delle crisi d'impresa*, in *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 19 maggio 2019. Qualche spunto sulla utilizzabilità della *failing firm defense* in pandemia – peraltro disancorato dall'esame della norma in commento – in G. VISAGGIO, *La failing firm defense e la crisi "pandemica" dell'impresa*, in *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 13 ottobre 2020, in particolare 17 ss.

10 ottobre 1990, n. 287, per rilevanti interessi generali dell'economia nazionale”.

Dunque, le concentrazioni che non abbiano “dimensione comunitaria” realizzate nell'ambito delle operazioni di liquidazione coatta amministrativa di banche (non di credito cooperativo) di (non troppo) ridotte dimensioni<sup>13</sup>, ricadenti nell'ambito di applicazione delle disposizioni di cui agli artt. 168 ss. e consistenti nella cessione a una banca acquirente di attività e passività, azienda, rami di azienda o beni e rapporti giuridici individuabili in blocco (sinteticamente individuabili come “compendio”) sfuggono completamente a qualsiasi vaglio *antitrust* da parte dell'autorità nazionale, ferma restando la necessità – espressamente prospettata dall'art. 169 comma 5 – che la Commissione europea si pronunci favorevolmente in ordine alla compatibilità del suddetto regime di sostegno con le disposizioni europee in materia di aiuti di Stato<sup>14</sup>.

Il tenore della norma si discosta nettamente tanto da quello dell'art. 75 d.l. n. 104/2020, quanto dalla norma generale in tema di autorizzazioni in deroga (art. 25 l. *antitrust*), in quanto non lascia su queste operazioni alcuno spazio al controllo dell'AGCM.

In particolare, dal momento che non si limita a disporre le regole di valutazione, ma incide – elidendola – sulla comunicazione obbligatoria dell'operazione, elimina altresì ogni spazio per la valutazione degli eventuali effetti secondari anticompetitivi e la connessa possibilità di introduzione di correttivi per limitare la ricaduta sui consumatori/utenti.

5. *I rilievi dell'AGCM.* – Proprio in considerazione di tali aspetti l'AGCM ha ritenuto di intervenire, attivando il proprio potere di segnalazione ai sensi dell'art. 21 l. n. 287/1990<sup>15</sup> e rimarcando il rischio di indebite restrizioni della concorrenza derivanti dalle deroghe per le banche in LCA.

In particolare, la segnalazione<sup>16</sup> fa riferimento all'art. 171 d.l. n. 34/2020 come a

<sup>13</sup> Per avere un termine di paragone, la soglia dimensionale dell'attivo superata la quale la riforma delle banche popolari (d.l. n. 3/2015, conv. con l. n. 33/2015) impone alle stesse la trasformazione in società per azioni è di 8 miliardi di euro.

<sup>14</sup> Peraltro, ben difficilmente potrà esservi una valutazione negativa. L'atteggiamento della Commissione nei confronti degli aiuti di Stato a banche in difficoltà, nel contesto della crisi finanziaria del 2008, è stato assolutamente incline alla “sanatoria” (l'espressione è di M. LIBERTINI, *Il diritto della concorrenza in tempi di crisi economica*, cit., 6, che richiama il caso n. 507/2008, *Financial Support Measures to the banking Industry in the UK*, dec. 13 ottobre 2008, in *G.U.CC.EE.*, C290 del 13 novembre 2008 e le due susseguenti comunicazioni della Commissione datate 25 ottobre e 5 dicembre 2008, l'una su *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis* (in *G.U.CC.EE.*, C270 del 25 ottobre 2008) e l'altra su *The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguard against distortion of competition* (in *G.U.CC.EE.*, C 10/2 del 15 gennaio 2009). Riconduce gli aiuti di Stato alla necessità di consentire deroghe eccezionali “in ipotesi tassativamente elencate, come, ad esempio, per la tutela ambientale o per la necessità di perseguire l'interesse generale o la lotta alla disoccupazione: tema particolarmente complesso e denso di criticità nel contesto della crisi” P. MONTALENTI, *Presentazione del Convegno*, in AA.VV. (a cura dello stesso A.), *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Milano, 2016, XI.

<sup>15</sup> V. in argomento T. CARRA, *La competition advocacy in Italia, con particolare riferimento alla legittimazione a ricorrere ex art. 21 – bis. L. n. 287/1990*, in <https://www.nuovefrontierediritto.it/la-competition-advocacy-in-italia-con-particolare-riferimento-alla-legittimazione-a-ricorrere-ex-art-21-bis-l-n-2871990/> e, in prospettiva generale, A. PIROZZOLI, *Il potere di influenza delle Autorità amministrative indipendenti*, in *federalismi.it*, n. 23/2017.

<sup>16</sup> S3940 – *Segnalazione a Parlamento e Governo su criticità Decreto Bilancio*, all'indirizzo [https://www.agcm.it/S3940\\_segnalazione%20ex%20art.%202021.pdf](https://www.agcm.it/S3940_segnalazione%20ex%20art.%202021.pdf).

uno dei «principali punti d'interesse, che hanno rivelato le maggiori criticità», dal momento che le modalità scelte dal legislatore per intervenire sulle operazioni di concentrazione realizzate nel contesto del sostegno pubblico a banche in liquidazione coatta amministrativa sono state ritenute poco compatibili con la disciplina *antitrust* e in particolare «appaiono difettare dei requisiti di proporzionalità e di necessario bilanciamento con i principi posti a fondamento della concorrenza».

L'AGCM ha affermato che le regole «per garantire la tutela dei rilevanti interessi generali dell'economia nazionale dovrebbero essere riviste, privilegiando una soluzione che tenga conto dei requisiti di proporzionalità e che non comporti ingiustificate restrizioni della concorrenza. Si suggerisce di prevedere che le operazioni di cui si tratta debbano comunque essere notificate e che, nel disporre la relativa autorizzazione, anche in deroga in virtù dei rilevanti interessi generali, l'autorità possa prescrivere eventuali misure correttive ritenute necessarie a ristabilire le condizioni di concorrenza»<sup>17</sup>.

La segnalazione è peraltro caduta nel vuoto, dato che la norma è stata riproposta senza modifiche in sede di conversione del d.l. Rilancio; probabilmente, l'aver evocato le «esigenze di interesse generale» a fondamento dell'intervento normativo in deroga è parso elemento sufficiente a escludere in radice addirittura la stessa legittimità dell'attivazione del potere di segnalazione, posto che lo stesso è delimitato dal comma 1 dell'art. 21 l. *antitrust* ai «casi di particolare rilevanza nei quali norme di legge o di regolamento o provvedimenti amministrativi di carattere generale determinano distorsioni della concorrenza e del corretto funzionamento del mercato *che non siano giustificate da esigenze di interesse generale*» [enfasi mia].

Dunque, siamo di fronte all'ennesima deroga all'applicazione della disciplina *antitrust* alla materia delle concentrazioni fra imprese bancarie, stavolta introdotta nel quadro di una normativa emergenziale, ma senza che la sua durata sia in alcun modo ancorata al contesto temporale dello stato di emergenza.

Del resto, la vicenda della disciplina italiana delle concentrazioni bancarie narra, fin dal principio, di una costante e neppure troppo sotterranea tensione tra AGCM e autorità di settore nella definizione dei rispettivi ambiti di competenza e nell'esercizio dei relativi poteri.

6. *L'annosa questione del riparto di competenze antitrust in materia bancaria.* – La criticata (e, sul piano dogmatico e di sistema, a mio avviso inspiegabile<sup>18</sup>) originaria attribuzione alla Banca d'Italia della competenza a valutare l'impatto di mercato delle concentrazioni ha dato adito, come è noto, a tentativi non sempre riusciti di semplificazione procedimentale (si pensi all'*Accordo* del 1996 tra AGCM e Banca d'Italia sulla

<sup>17</sup> Così il Comunicato Stampa relativo alla Segnalazione S3940, reperibile all'indirizzo <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2020/7/Segnalazione-a-Parlamento-e-Governo-su-criticita-Decreto-Rilancio>.

<sup>18</sup> È dedicato alla dimostrazione dell'affermazione in parentesi il mio *Concentrazioni e attività bancaria*, cit.; ma v. *contra* A. LANDI, M. ONADO, che (prima delle modifiche legislative) giustificavano l'attribuzione del controllo *antitrust* all'autorità di vigilanza bancaria in nome dell'esistenza di un ordinamento settoriale, invocando il principio dell'unità dei controlli di vigilanza; argomento che a mio avviso provava troppo, dovendosi a quel punto ritenere inadeguata, per coerenza, l'esistenza di innumerevoli ambiti di potestà concorrente tra Banca d'Italia e Consob.

procedura per il controllo delle operazioni di concentrazione), nonché ad un pesantissimo “incidente di percorso” (il notissimo caso *Banco di Sardegna/Banca Popolare di Sassari*<sup>19</sup>).

In seguito, come è noto, la disciplina del riparto di competenze ha subito – in esito a un tormentato *iter*<sup>20</sup> – un profondo rimaneggiamento, prima per mano della l. n. 262 del 28 dicembre 2005, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, che – con l’abrogazione “secca” del comma 3 l. n. 287/1990 – riportava in capo all’AGCM il potere di autorizzazione delle concentrazioni in ambito bancario<sup>21</sup>, e poi con il ben più articolato intervento recato dal “correttivo” alla stessa legge<sup>22</sup>. Tale ultimo provvedimento, che di nuovo ha scompaginato il precario equilibrio di competenze appena raggiunto, ha mantenuto all’AGCM la valutazione degli aspetti relativi all’assetto concorrenziale del mercato, ribadendo però in capo alla Banca d’Italia la competenza a pronunciarsi sull’impatto delle operazioni in termini di sana e prudente gestione dei soggetti coinvolti e ha previsto (col nuovo comma 5 *bis* dell’art. 20 l. n. 287/1990) un potere di iniziativa della Banca d’Italia, che può chiedere all’AGCM di autorizzare un’operazione di concentrazione relativa a banche o gruppi bancari “che determini o rafforzi una posizione dominante, per esigenze di stabilità di uno o più dei soggetti coinvolti”<sup>23</sup>; fermo restando che – ai sensi del neo-introdotta comma 5 *ter* – l’autorizzazione non può in ogni caso “consentire restrizioni della concorrenza non strettamente necessarie al perseguimento delle finalità indicate”.

L’intervento di riforma è stato criticato nella sostanza e nella forma; non solo perché non contribuiva in alcun modo alla semplificazione procedurale, ma anche perché determinava problemi di razionalità del sistema sul piano dei presupposti della valutazione e autorizzazione delle operazioni di concentrazione bancaria. In questo come in qualsiasi settore, infatti, gli effetti di “salvataggio” del singolo operatore possono già essere ordinariamente conseguiti con provvedimenti autorizzativi nel quadro della nota *failing firm defense*, sicché l’unico modo per conservare una portata – più che altro teorica, come si dirà *infra* – all’intervento del legislatore era quello di immaginare nuovi e

<sup>19</sup> Nell’emblematica vicenda dapprima la Banca d’Italia assunse una decisione totalmente opposta al parere contrario all’operazione emesso dall’AGCM, autorizzando la concentrazione senza neppure motivare in ordine alle pesanti perplessità espresse dall’Autorità Garante, salvo poi dover ammettere di aver creato i presupposti per la creazione di una posizione dominante che sfociò in comportamenti abusivi, come l’autorità di settore riconobbe nel provv. Banca d’Italia 17 gennaio 1998, n. 21, *Gruppo Banco di Sardegna c. Casse comunali di credito agrario*, in *BBTC*, 1999, II, 95 (e v. in arg. M. LAMANDINI, *La “seconda volta” del Banco di Sardegna (nuovi spunti in tema di antitrust bancario)*, *ibidem*, 110, F. DENOZZA, A. STABILINI, *Rapporti e possibili conflitti tra le autorità preposte all’applicazione della normativa sulla concorrenza con riferimento al settore del credito*, in AA.VV., a cura di M. POLO, *Industria bancaria e concorrenza*, Bologna, 2000, e, precedentemente al caso, G. ROSSI, *Il conflitto di obiettivi nell’esperienza decisionale delle autorità*, in *Riv. soc.*, 1997, 267 ss.

<sup>20</sup> Per approfondimenti mi permetto di rinviare al mio *Riforma del risparmio e riorganizzazione della tutela della concorrenza nel settore bancario: “Much ado for nothing?”*, in AA.VV., *Studi in onore di Gerhard Schricker*, Milano, 2005, 301 ss.

<sup>21</sup> Per una severa valutazione del provvedimento v. G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. Soc.*, 2006, 1.

<sup>22</sup> D.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, in S.O. n. 5 alla G.U. n. 7 del 10 gennaio 2007, su cui v. AA.VV., a cura di E. BANI, *Concentrazioni bancarie e tutela della concorrenza*, Milano, 2007.

<sup>23</sup> Banca d’Italia acquista analogo potere di richiesta di autorizzazione (temporalmente limitata) in tema di intese bancarie restrittive della concorrenza, qualora necessarie per fronteggiare esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti.

diversi presupposti dell'autorizzazione, fondati – si è sostenuto – nuovamente su considerazioni legate alla stabilità complessiva del sistema, pur nel quadro delimitato dal richiamo al principio di stretta necessità dell'autorizzazione recato dal richiamato comma 5 *ter*.<sup>24</sup>

A tale statuizione, peraltro, non ha fatto seguito – per una serie di ragioni ben individuate da attenta dottrina<sup>25</sup> – un utilizzo concreto del potere di richiesta di autorizzazione, che ha assunto nel sistema il ruolo di strumento di ultima istanza, da utilizzare con estrema parsimonia, anche in considerazione della portata potenzialmente nociva per l'immagine dell'intermediario che subisce l'annuncio della richiesta, nonché della ricaduta “diseducativa” di un indesiderato effetto di incoraggiamento sui comportamenti di azzardo morale.

7. *Conclusioni.* – In ogni caso – per quel che qui rileva – e al di là delle critiche nel merito, va detto che in esito al doppio intervento di riforma si delineava un sistema di vigilanza ripartita per obiettivi e non più per soggetti, che introduceva ulteriori strumenti finalizzati a garantire elasticità della valutazione *antitrust* e non sottraeva alcuna operazione concentrativa alla conoscenza dell'AGCM.

Di conseguenza, davvero non si comprende la *ratio* di questo nuovo intervento del legislatore, nascosto nelle pieghe della legislazione emergenziale senza peraltro assumere il connotato principale che caratterizza quest'ultima, vale a dire quello della temporaneità condizionata alla contingenza, in questo caso pandemica. Né se ne comprendono, proprio a causa della tendenziale stabilità del quadro che mira a determinare, le coordinate di inquadramento nel sistema dei controlli *antitrust* sulle concentrazioni bancarie.

In particolare, sfugge quale sia il nesso tra l'esonero *a priori*, su base dimensionale, delle descritte operazioni di concentrazione e il “rilevante interesse dell'economia nazionale” evocato come giustificazione della deroga. Se l'assunzione del parametro meramente dimensionale evoca l'idea di un esonero *de minimis*, e per ciò stesso parte dal presupposto di un limitato impatto dell'operazione sul mercato, come può assumere rilevanza nel quadro di un'esigenza di protezione di rilevanti interessi generali (non meglio identificati)?

La norma poi, nel richiamare pressoché testualmente l'espressione utilizzata nell'art. 25 della l. *antitrust* per delimitare i casi in cui “il Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, determina in linea generale e preventiva i criteri sulla base dei quali l'Autorità può eccezionalmente autorizzare” operazioni di concentrazione che diversamente verrebbero vietate *ex art.* 6, “sempreché esse non comportino la eliminazione della concorrenza dal mercato o restrizioni alla concorrenza non strettamente giustificate dagli interessi generali predetti”, pone una serie di dubbi interpretativi.

In primo luogo, valgono, nel contesto delineato dall'art. 171 d.l. n. 34/2020, le precisazioni di cui all'art. 25 l. *antitrust*, secondo cui per le concentrazioni autorizzate in

---

<sup>24</sup> Sul punto v. M. MAGGIOLINO, F. GHEZZI, *Crisi d'impresa e diritto antitrust*, in *Riv. soc.*, 2011, 334 ss., ove anche richiami alle diverse interpretazioni adeguatrici proposte.

<sup>25</sup> *Op. ult. cit.*



deroga va comunque rispettato il principio di stretta inerenza delle restrizioni ammesse rispetto alla tutela degli “interessi generali predetti”? Per altro verso, l’Autorità resta titolare del potere – contemplato dalla norma generale – di prescrivere “le misure necessarie per il ristabilimento di condizioni di piena concorrenza entro un termine prefissato”?

Probabilmente ad entrambe le domande va data risposta negativa, posto che la norma del decreto Rilancio sembra voler sottrarre le operazioni in questione ad ogni e qualsiasi procedura di controllo *antitrust*, ivi comprese le misure di garanzia e ripristino contemplate dall’art. 25, comma 1, l. *antitrust*. Del resto, l’esonero comporta a monte la vera e propria “invisibilità” di tali procedure da parte dell’AGCM, laddove invece nel caso contemplato dall’art. 25 l’AGCM conserva pienamente il governo della procedura di controllo *antitrust* dell’operazione, pur dovendo applicare gli specifici criteri di autorizzazione in deroga definiti dalle linee guida ministeriali.

Si comprende meglio, allora, la viva preoccupazione espressa dall’AGCM soprattutto in termini di conseguenze derivanti dagli effetti indotti dalla concentrazione a livello di mercato locale, sul piano dei comportamenti lesivi in danno dei consumatori e utenti. Benché, indubbiamente, lo sviluppo esponenziale dei servizi di banca *on line*, abbattendo le distanze fisiche e definitivamente conducendo al tramonto della banca come servizio “di prossimità”, abbia in larga misura ridimensionato il problema dell’accessibilità a condizioni più vantaggiose dei servizi bancari, restano però, probabilmente, sul terreno gli impatti della riduzione di concorrenza a carico della clientela, (micro) *business* e *retail*, meno evoluta e più legata alla concezione del servizio bancario come servizio “alla persona”<sup>26</sup>. E resta attuale e concreto il monito, manifestato dall’Autorità garante, affinché “le decisioni di politica economica e l’intervento pubblico a sostegno dell’economia e delle categorie maggiormente colpite – del quale c’è profonda necessità – siano disegnati nella piena consapevolezza degli effetti sulla concorrenza, soprattutto degli effetti di medio periodo che possono pregiudicare il recupero di produttività del sistema economico e le possibilità di crescita”<sup>27</sup>; monito che nel comparto bancario, oggi più che mai, fa i conti con una prepotente (benché non del tutto ingiustificata) riemersione delle tentazioni regolatrici<sup>28</sup>.

<sup>26</sup> Interessanti riscontri in A. CARMIGNANI, M. MANILE, A. ORAME, M. PAGNINI, *Servizi bancari online e dinamica degli sportelli bancari*, occasional paper n. 543 della serie *Questioni di economia e finanza*, febbraio 2020, Ed. Banca d’Italia, in particolare a p. 6 e ss.

<sup>27</sup> AGCM, AS1730 – Proposte di riforma concorrenziale ai fini della legge annuale per il mercato e la concorrenza anno 2021, Roma, 22 marzo 2021, reperito all’indirizzo [https://www.agcm.it/doicms/Custom/getDominoAttach?urlStr=192.168.14.10:8080/C12563290035806C/0/914911A1FF8A4336C12586A1004C2060/\\$File/AS1730.pdf](https://www.agcm.it/doicms/Custom/getDominoAttach?urlStr=192.168.14.10:8080/C12563290035806C/0/914911A1FF8A4336C12586A1004C2060/$File/AS1730.pdf). E v. anche A. PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell’intervento pubblico*, in <https://www.eticaeconomia.it/la-concorrenza-ai-tempi-del-virus-e-la-rilegittimazione-dellintervento-pubblico/>.

<sup>28</sup> V. P. ROSSI, *L’eromperre della pandemia sulle crisi bancarie, ovvero l’inevitabile riemersione dello Stato “salvatore”?*, cit.

# CONTROLLO PUBBLICO ED ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO DELLE PARTECIPATE

di *Francesco Fimmanò*

SOMMARIO: 1. Soci pubblici e società a controllo pubblico. – 2. Gli effetti del “controllo” pubblico. – 3. Eterodirezione e controllo. – 4. Il fatto dell’eterodirezione. – 5. La responsabilità da abuso del dominio del socio pubblico. – 6. Il c.d. controllo analogo nelle società *in house*.

1. *Soci pubblici e società a controllo pubblico.* – *Società pubblica* è un «sintagma fino a pochi anni fa estraneo al lessico giuridico italiano, dal significato incerto, riferibile a fattispecie non riducibili ad unità. Tale definizione, infatti, identifica ipotesi che spaziano dalla società in cui lo Stato o altri enti pubblici sono detentori della totalità delle partecipazioni, ovvero di una partecipazione di controllo, a quella in cui essi detengono una partecipazione di minoranza più o meno qualificata (ai fini del collegamento *ex art. 2359 u.c., c.c.*), alle fattispecie, tra le altre, delle società sottoposte ad una particolare influenza da parte del primo o dei secondi, in virtù di un particolare vincolo contrattuale o anche in ragione dell’attribuzione del potere di nomina di uno o più amministratori, indipendentemente dalla titolarità di partecipazioni. All’interno di questo *genus*, altra classificazione è quella che distingue tra «società di mercato» e società «semi-amministrazioni», ripartite, a loro volta, in ulteriori figure<sup>1</sup>.

Il Testo Unico sulle partecipate (TUSP) ha chiarito una volta per tutte che una società è sempre una società di diritto comune chiunque sia il socio, evidenziando che lo stesso costituisce un insieme di norme integrative *speciali*: «*Per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato*»<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> SALVATO, *I requisiti di ammissione delle società pubbliche alle procedure concorsuali*, in *Le società pubbliche. Ordinamento, crisi e insolvenza*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2012, 262, 2011.

<sup>2</sup> La valorizzazione ed applicazione diretta della disciplina di diritto comune era del resto imposta dalla stessa legge delega n. 124/2015. Restano ferme: a) le specifiche disposizioni, contenute in leggi o regolamenti governativi o ministeriali, che disciplinano società a partecipazione pubblica di diritto singolare costituite per l’esercizio della gestione di servizi di interesse generale o di interesse economico generale o per il perseguimento di una specifica missione di pubblico interesse; b) le disposizioni di legge riguardanti la partecipazione di amministrazioni pubbliche a enti associativi diversi dalle società e a fondazioni. Inoltre, le disposizioni del decreto si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate, come definite dall’art. 2, comma 1, lett. p) TUSP. Sulla diretta applicazione alle società pubbliche della disciplina societaria comune, cfr. C. IBBA, *La tassonomia delle società a partecipazione pubblica*, in *Le imprese a partecipazione pubblica*, a cura di PRESTI-RENNI, Milano, 2018, 22 s.; F. FIMMANÒ, *L’abuso di eterodirezione della società pubblica*, in AA.VV., *Le società pubbliche*, a cura di F. FIMMANÒ-A. CATRICALÀ-R. CANTONE, Napoli, 2020, vol. I, 45 s.

La criticità principale in passato ha riguardato il tipo di disciplina applicabile alle società partecipate ed è nato da una errata prospettiva secondo cui la partecipazione di una pubblica amministrazione a una società di capitali potesse alterarne la struttura, dando vita a un «*tipo*» di diritto speciale. In particolare, una certa impostazione, ignara delle complessità sistematiche del diritto commerciale, partendo dal principio della neutralità della forma giuridica rispetto alla natura dello scopo, è arrivata ad attribuire alle società partecipate una *connotazione pubblicistica*<sup>3</sup>, frutto di una sostanziale mutazione genetica nel senso di una impropria riqualificazione del soggetto.

Se per un verso è vero che il TUSP contiene una serie di norme speciali e *ad hoc*, per un altro è altrettanto innegabile che queste stesse norme non raggiungono mai una “massa critica” tale da fare emergere un *tipo di società a sé stante*, neppure quando si tratta di società c.d. *in house providing*. Infatti, a parte i casi di società c.d. *legali* (istituite, trasformate o comunque disciplinate con apposita legge speciale)<sup>4</sup>, ci troviamo sempre di fronte a società di diritto comune, in cui “pubblico” non è l’ente partecipato bensì il soggetto, o alcuni dei soggetti, che vi partecipano. In buona sostanza, “pubblico” è il socio e pubblicistica è la disciplina che regola il contegno di questi, mentre rimane privatistico il sistema normativo che regola il funzionamento della società. In definitiva disciplina pubblica del socio e disciplina privatistica della società convivono.

Il TUSP definisce “a controllo pubblico” le società in cui «una o più amministrazioni pubbliche esercitano poteri di controllo ai sensi della lett. b)» (art. 2, c. 1, lett. m) TUSP). La norma fa così un rimando alla nozione di “controllo” stabilita dall’art. 2, c. 1, lett. b), che a sua volta rinvia alla «*situazione descritta nell’art. 2359 c.c.*». Precisa poi che «*Il controllo può sussistere anche quando, in applicazione di norme di legge o statutaria o di patti parasociali, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all’attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo*».

Il rinvio all’art. 2359 c.c. porta con sé la necessità di estendere alla norma “speciale” (l’art. 2, c. 1, lett. b) TUSP) gli effetti della disposizione comune<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Cfr. in particolare Cons. Stato, nn. 1206 e 1207 del 2001 e nn. 4711 del 2002 e 1303 del 2002.

<sup>4</sup> Ci riferiamo agli enti pubblici con mera struttura organizzativa societaria (cfr. al riguardo C. IBBA, *Le società «legali»*, Torino, 1992, 340; ID., *La tipologia delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 2001, 483 s.; ID., *Le società “legali” per la valorizzazione, gestione e alienazione dei beni pubblici e per il finanziamento di infrastrutture. Patrimonio dello Stato e infrastrutture s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 447; e in un’ottica estensiva: G. NAPOLITANO, *Soggetti privati «enti pubblici»*, in *Dir. amm.*, 2003, 81 s.) previsti, trasformati o costituiti appunto in forma societaria con legge (ad es. l’art. 7 D.L. 15 aprile 2002 n. 63, convertito dalla L. n. 15/6/2002, n. 112, ha istituito la Patrimonio dello Stato s.p.a.; l’rt. 8 D.L. 8 luglio 2002 n. 138, 0 convertito dalla L. 8 agosto 2002, n. 178, ha gemmato la Coni Servizi s.p.a.; il D.Lgs. 9 gennaio 1999, n. 1, ha istituito Sviluppo Italia s.p.a. poi integrato con altre norme dirette a disciplinarne la *governance* dell’attuale “Invitalia s.p.a.”; l’art. 3, D.Lgs. 16 marzo 1999 n. 79, ha previsto la costituzione del Gestore della rete di trasmissione nazionale s.p.a.; l’art. 13, D.Lgs. 16 marzo 1999 n. 79 ha contemplato la nascita della Sogin s.p.a.; stessa cosa è accaduta per “Gestore del Mercato s.p.a.” ex art. 5 D.Lgs. 16 marzo 1999, n. 79 e l’Acquirente Unico s.p.a. ex art. 4 D.Lgs. 16 marzo 1999, n. 79). In altri casi il legislatore ha trasformato o previsto la trasformazione di enti pubblici in società (così per l’Ente Nazionale per le Strade ex art. 7 D.L. 8 luglio 2002, n. 138, convertito in L. 8 agosto 2002, n. 178; per l’Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero Sace ex art. 6 D.L. 30 settembre 2003, n. 269, convertito in L. 24 novembre 2003, n. 326; per l’Ente Autonomo Esposizione Universale di Roma ex D.Lgs. 17 agosto 1999, n. 304; per la Cassa Depositi e Prestiti ex art. 5 D.L. 30 settembre 2003, n. 269, convertito in L. 24 novembre 2003, n. 326).

<sup>5</sup> In tema cfr. G. SBISÀ, *sub art. 2359*, in *Comm. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1997, 470. Secondo unanime dottrina l’art. 2359 fornisce una serie di fattispecie formalmente riconoscibili, con valenza defini-

Il Legislatore ha inteso estendere la nozione di controllo a situazioni che si collocano o si possono collocare “oltre” lo steccato dell’art. 2359 c.c. In particolare, si riconducono al “controllo” situazioni in cui – per legge, per statuto o in forza di patti parasociali – per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all’attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutti i soci che in forza di tale “regola”, detengono il “controllo” della società. Si tratta cioè di una estensione compatibile con i caratteri dell’art. 2359 c.c., che incide sulla “effettività” richiesta dal tipo di controllo realizzato, ovvero sulla sua capacità di incidere in concreto sulle scelte strategiche.

C’è da chiedersi allora se l’appartenenza dei soci alla P.A. estesamente considerata, di per sé, implichi un coordinamento rilevante per la legge, tale da potere considerare tutti i soci egualmente *pubbliche amministrazioni*, realizzando un unitario controllo ai

---

toria ed imperativa: infatti il primo comma dell’art. 2359 c.c. usa l’espressione «sono considerate» che si contrappone a quella utilizzata nell’ultima parte dell’ultimo comma («si presume»), così G. FIGÀ TALAMANCA, *Direzione e “proprietà transitiva” del controllo di società*, in *Riv. dir. Civ.*, 1993, II, 338; M. LAMANDINI, *Artt. 2359 – 2359 quinquies*, cit., 398 ss. In buona sostanza, i criteri di cui al comma dell’art. 2359 sono alternativi ed in qualche modo progressivi nella loro elencazione, basati su indici che devono essere “formalmente” riconoscibili non già attraverso prassi o comportamenti, ma tramite precisi artefatti giuridici, ossia la partecipazione o il contratto. Il carattere definitorio, ovviamente, ha dei riflessi “anche” in termini probatori (in giurisprudenza cfr. nota n. 19): è infatti dominante la tesi secondo cui la ricorrenza di una situazione di cui al comma 1, almeno con riguardo a quella di cui al n. 1 (controllo di diritto mediate partecipazione), integri una vera e propria presunzione legale, così C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, vol. 16, tomo 2, Torino, 1985, 333; M. LAMANDINI, *Il controllo. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 1995, 52 ss.; M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 338. Di contro, per le situazioni di cui al n. 2, fermo restando il carattere definitorio e imperativo dell’art. 2359, comma 1, sarebbe possibile contestare la posizione di controllo, evidenziando il carattere “non sufficiente” della quantità di voti disponibili, o l’incapacità del contenuto e degli effetti del contratto di condizionare le scelte strategiche della società. In pratica, le situazioni di cui ai nn. 2 e 3., implicano una attenta attività esegetica in termini di “qualificazione” del sistema di controllo, in particolare, del modo in cui partecipazioni e contratto (in particolare i sindacati di voto) interagiscano sulle capacità di dominio di una “parte”, che può essere così composta da più soggetti che si vincolano ad un coordinamento. In ogni caso, la nozione di controllo, così variamente integrabile, deve portare ad individuare, sulla base di tali indici formali, il “sovrano” delle decisioni strategiche e finanziarie, come uno e uno solo (il controllo è in sé un concetto “esclusivo”). L’art. 2359 c.c. è dunque una norma sulla imputazione delle scelte strategiche della società, e quindi della imputazione complessiva dell’attività, sulla base di strumenti giuridici che possono generare, alternativamente, situazioni di controllo interno od esterno. Il controllo è cioè sempre, esclusivo e formale. Questi indici formali sono tutti diretti a verificare chi abbia l’effettivo “dominio”.

Di contro, a voler ragionare diversamente, dovrebbe leggersi nelle fattispecie delineate dall’art. 2359 c.c. non già una norma definitoria ed imperativa per la imputazione del controllo, ma solo una norma sulla prova, ossia una presunzione relativa che consente di configurare una pluralità di potenziali controllanti. Si potrebbero così configurare situazioni di “controllo plurimo disgiunto”, in cui «*la detenzione della partecipazione azionaria di maggioranza assoluta o relativa (pur in una situazione di azionariato diffuso) non si accompagni né all’effettivo esercizio dell’influenza dominante né alla semplice titolarità potenziale del relativo potere, giacché la società partecipata è stabilmente eterodiretta da altri soci o da terzi in virtù di contratti di dominio «debole» (ai sensi dell’art. 2497 septies c.c.), i quali attribuiscono il potere di direzione e coordinamento a soggetti diversi dal titolare della partecipazione di maggioranza (assoluta o relativa)*. In proposito, E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, 115, giunge a sostenere che le fattispecie dell’art. 2359 sono solo apparentemente configurate quali fattispecie «autonome ed alternative»: sostiene infatti che il controllo mediante partecipazione e quello contrattuale in verità sono «due vettori autonomi di influenza dominante», per tale ragione, non sarebbero necessariamente alternativi. Così ragionando si giunge ad ipotizzare la possibilità di una contemporanea sussistenza, in capo a soggetti diversi, delle condizioni idonee a far sorgere una relazione di controllo interno e una di controllo esterno, in concreto prevalente. Tuttavia, anche con questa lettura, il controllo potrebbe essere infine attribuito esclusivamente alla società che in concreto risulti esercitare il relativo potere.

sensi dell'art. 2359 c.c. In quest'ottica la partecipazione pubblica maggioritaria realizzerebbe, di per sé, un "controllo" di diritto (art. 2359 n. 1)<sup>6</sup>. O ancora se il coordinamento tra varie partecipazioni pubbliche possa comunque "presumersi" da *fatti concludenti* o debba essere "formalizzato" in accordi in forma scritta.

A norma dell'art. 2341-*bis* c.c. i patti parasociali possono essere legittimamente stipulati "al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società" e possono avere per oggetto "l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano". La norma integra un vero e proprio combinato disposto con l'art. 2359, che nel definire i presupposti e le forme del controllo societario, evoca il c.d. *controllo di fatto* (n. 2, da parte di minoranze coordinate) ed il "controllo esterno" (n. 3, in forza di particolari vincoli contrattuali).

Vi è controllo quando vi è un'univoca ed esclusiva prevalenza di un indirizzo strategico di una compagine sulla volontà dei singoli soci o di altre compagini. Tanto l'art. 2359 c.c. che l'art. 2 TUSP, presuppongono una direzione e un coordinamento unitari (e unici, non concorrenti con paralleli e avversi controlli di altre compagini). A ciò si aggiunga che tale "controllo" va inteso come capacità di porre un indirizzo omogeneo (un dover essere, un potere) e non può essere degradato a mera regolarità comportamentale che di fatto ridurrebbe il controllo ad una semplice operazione di rilevazione statistica. L'esistenza di comportamenti coordinati, peraltro, può rilevare solo come post-fatto, nell'ambito di altre fattispecie normative, a carattere sanzionatorio o con funzione rimediabile<sup>7</sup>, come per esempio avviene in materia di intese antitrust (in tal senso si veda a titolo esemplificativo l'art. 2 legge n. 287/1990 con riguardo ai c.d. *gentlemen's agreements* anticoncorrenziali)<sup>8</sup>.

Ciò consente di appodare a soluzioni del tutto coerenti con altre prescrizioni del TUSP. Ed infatti o si registra la presenza di un "controllo pubblico" istituzionalizzato attraverso forme sindacali, sia pure deboli (o mediante altre forme di coordinamento rilevanti ai sensi dell'art. 2359 c.c.), ovvero si può configurare una situazione significativa ai fini della razionalizzazione della partecipazione dell'ente *dominus* ai sensi degli artt. 20 e 24 TUSP<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> In tema cfr. R. RANUCCI, *Le società a controllo pubblico: forme e modalità di controllo da parte di una pluralità di soci pubblici*, in *Rivista della corte dei conti*, n. 3/2019, 179 ss.

<sup>7</sup> Per "rimedio" si intende qui il sistema dei dispositivi che garantisce la realizzazione (l'effettività, la trasformazione di un bisogno in un fatto) degli interessi "giuridici" (cioè riconosciuti come rilevanti dall'ordinamento). Si tratta di situazioni giuridiche strumentali che assicurano la realizzazione di una situazione finale (il bisogno primario, l'interesse sostanziale al bene della vita). Per una mappatura di tali concetti si rinvia a A. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, 3, 4<sup>a</sup> ed., Milano, 2003, *passim*.

<sup>8</sup> In generale cfr. F. DI MARZIO, *Gentlemen's agreement e contratto*, in *Giust. civ.*, 2000, I, 1176 ss.; S. SICA, *Gentlemen's agreements e intento giuridico*, Napoli, 1995. Per la disciplina antitrust cfr. C. LO SURDO, "Accordo" contrattuale e "intesa" ai sensi della normativa antitrust, in *I Contratti*, 2001, 299 ss. e M. MELI, *Autonomia alcuna formalizzazione dello stesso: ciò determina complessi problemi di prova in merito alla dimostrazione dell'esistenza dell'accordo stesso*, cfr. M. LIBERTINI, *Il ruolo del giudice nell'applicazione delle norme antitrust*, in *Giur. comm.*, I, 1998, 666. In giurisprudenza cfr. il caso Toshiba, Corte di Giustizia, sentenza del 20 gennaio 2016, causa C-373/14 P, *Toshiba Corporation c. Commissione europea*.

<sup>9</sup> In quest'ultimo caso occorrerà dismettere la partecipazione giacché in assenza di patti parasociali o di

2. *Gli effetti del “controllo” pubblico.* – Come si è detto, il D.Lgs. n. 175/2016 ha introdotto un differente regime giuridico a seconda che venga in rilievo una società in controllo pubblico oppure una società meramente partecipata da una o più amministrazioni pubbliche. Il legislatore delegato, in buona sostanza, ha operato una distinzione tra *genus* e *species* prevedendo la generale applicabilità del D.Lgs. n. 175/2016 alle società in partecipazione pubblica e specifiche disposizioni normative riservate alle sole società in controllo pubblico. In aggiunta è stato altresì previsto che “...per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato”.

Il TUSP, in virtù della *ratio* sottesa alla legge delega n. 124/2015, ossia l’esigenza di contenimento delle risorse finanziarie necessarie per la gestione di tali società, ha previsto un separato regime per le società sottoposte a controllo pubblico. Qualificare una società nell’ambito di quelle sottoposte al controllo pubblico, monocratico o congiunto, ai sensi del TUSP comporta pertanto l’applicazione di un rigido e distinto sistema normativo che prevede l’obbligatorio adempimento di molteplici e gravosi oneri: l’adozione di sistemi di contabilità separata per le attività oggetto di diritti speciali o esclusivi (art. 6, comma 1)<sup>10</sup>; la predisposizione di specifici programmi di valutazione del rischio di crisi; la predisposizione annuale di una relazione sulla *governance* (art. 6, comma 4) aziendale (art. 6, comma 2); ); la gestione dell’organo amministrativo mediante amministratore unico<sup>11</sup>; l’adozione di regolamenti interni volti a garantire la conformità dell’attività della società alle norme di tutela della concorrenza e della proprietà industriale o intellettuale; l’istituzione di un ufficio di controllo interno che collabori con l’organo di controllo statutario; l’adozione di codici di condotta aventi ad oggetto la disciplina dei comportamenti imprenditoriali nei confronti di consumatori, utenti, dipendenti e collaboratori, nonché altri portatori di legittimi interessi coinvolti nell’attività della società; l’approvazione di programmi di responsabilità sociale d’impresa, in conformità alle raccomandazioni della Commissione U.E.; il divieto di affidamento della revisione legale dei conti al collegio sindacale (art. 3, comma 2); il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e autonomia in capo ai componenti degli organi amministrativi e di controllo (art. 11, comma 1); il rispetto dell’equilibrio di genere (art. 11, comma 4); il limite massimo per il compenso degli amministratori (art. 11, comma 6); l’incompatibilità fra l’incarico di amministratore di società a controllo

---

altre forme di coordinamento istituzionalizzato, difficilmente sarà configurabile un interesse al mantenimento di una partecipazione pulviscolare (art. 20 e 24 TUSP). In definitiva, il concetto “logico” di controllo societario non può essere frammentato al punto da snaturare la nozione pratica, volta all’individuazione del soggetto che di fatto detiene il potere di comando, pena la irragionevolezza della legge stessa. Per un quadro completo ed esaustivo del contrasto e delle vicende giurisprudenziali sottostanti, cfr. V. OCCORSIO-R. RANUCCI, Società pluripartecipate: controllo pubblico, controllo analogo congiunto e partecipazioni “pulviscolari”, in Rivista della Corte dei conti, n. 5/2019 e O. CALEO, La giustiziabilità delle delibere di controllo della Corte dei conti: evoluzione normativa e orientamenti giurisprudenziali (2a parte), in Azienditalia, n. 11/2019.

<sup>10</sup> Tale regime è dettagliatamente illustrato nella Direttiva del M.E.F. “sulla separazione contabile” adottata ai sensi dell’art. 15, comma 2, del T.U. n. 175/2016.

<sup>11</sup> La deroga a tale regime è prevista solo a seguito di delibera motivata che dia atto delle specifiche ragioni di adeguatezza organizzativa e che tenga comunque conto delle esigenze di contenimento dei costi (art. 11, commi 2 e 3).

pubblico e lo *status* di dipendente di amministrazioni pubbliche controllanti o vigilanti (art. 11, comma 8); il divieto di corrispondere ai dirigenti indennità, trattamenti di fine mandato diversi o ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge o dalla contrattazione collettiva ovvero di stipulare patti o accordi di non concorrenza (art. 11, comma 10); il collocamento in aspettativa non retribuita di coloro che hanno un rapporto di lavoro con società a controllo pubblico e che sono al tempo stesso componenti degli organi di amministrazione della società (art. 11, comma 12); la possibilità per ciascuna P.A. socia, indipendentemente dall'entità della partecipazione di cui è titolare, di presentare denuncia di gravi irregolarità nella gestione della società (art. 13); la fissazione, con propri provvedimenti, di criteri e modalità per il reclutamento del personale nel rispetto dei principi di trasparenza, pubblicità e imparzialità (art. 19, comma 1)<sup>12</sup>; il rispetto degli obiettivi specifici, annuali e pluriennali, sul complesso delle spese di funzionamento, fissati dalle PP.AA. socie (art. 19, commi 5 e 6); la trasparenza sull'utilizzo delle proprie risorse e sui risultati ottenuti (art. 22); la ricognizione del personale in servizio al fine di individuare eventuali eccedenze entro il 30 settembre degli anni 2020, 2021 e 2022 (art. 25, comma 1).

Vi sono poi ulteriori adempimenti imposti da altre disposizioni di legge alle società a controllo pubblico in base al TUSP, ed in particolare quelli previsti dalla legge n. 190/2012 e dai D.Lgs. nn. 33 e 39/2013.

Tale rigido ed oneroso impianto normativo quando il controllo è effettivamente esercitato da una compagine pubblica, viceversa risulta ingiustificato laddove esso è irragionevolmente esteso a soggetti giuridici che non rientrano nel novero di tale tipologia di società. Peraltro la ricognizione periodica di cui all'art. 20 TUSP si concreta in un vero e proprio provvedimento amministrativo<sup>13</sup>, il quale, per un verso esprime la volontà dell'ente pubblico di conservare o dismettere o razionalizzare le partecipazioni che detiene in una o più società, per altro verso, e con specifico riferimento alla sussistenza del controllo pubblico determina l'emersione in capo alle società partecipate (che vengono qualificate a controllo pubblico) degli obblighi di porre in essere i gravosi adempimenti la cui inottemperanza non è affatto neutra per gli organi societari chiamati ad adeguare l'organizzazione della società alle stringenti disposizioni (cfr. art. 13).

La giurisprudenza contabile e amministrativa<sup>14</sup> ha chiarito che è necessario verificare in concreto la sussistenza di disposizioni statutarie o pattizie da cui si possa desumere la sussistenza di un controllo congiunto pubblico. In particolare, nella sentenza n. 16/2019/EL, le SS.RR. della Corte dei Conti hanno infatti affermato che “...*ai fini del decidere se “[...] S.p.A.” possa definirsi o meno società a controllo pubblico ovvero semplicemente società a partecipazione pubblica, assume rilievo decisivo lo scrutinio delle disposizioni statutarie e dei patti parasociali per verificare in che termini le pubbliche amministrazioni (enti locali) che detengono partecipazioni azionarie sono in grado di influire sulle “decisioni finanziarie e gestionali strategiche rela-*

<sup>12</sup> F. FIMMANÒ, *Il personale nelle società pubbliche*, in Atti del convegno “Pubblica Amministrazione e Impiego Pubblico. Prospettive di Riforma nel quadro delle iniziative di ripresa del Paese”, Madonna di Campiglio 1-2 luglio 2021, in *Quaderno Riv. Corte dei Conti*, n. 2, 2021, 103.

<sup>13</sup> T.A.R. Marche 6 dicembre 2021, nn. 840 e 841.

<sup>14</sup> Per un'ampia rassegna cfr. F. FIMMANÒ-F. SUCAMELI, *Gli indici formali e legali di “controllo pubblico” e i fatti concludenti dell'abuso di eterodirezione*, in *Riv. Corte Conti*, 2020, n. 4, 3 s.

*tive all'attività sociale"* (in *terminis*, si è espressa anche la successiva sentenza delle Sezioni Riunite n. 25/2019)<sup>15</sup>.

Ciò si ricava dalla lettura dell'art. 2 lett. b) del D.lgs. n. 175/2016 che circoscrive in modo più rigoroso la nozione di "controllo pubblico" introducendo un'altra fattispecie, estranea alla nozione civilistica ex art. 2359 c.c., nell'affermazione che può sussistere anche quando in applicazione di norme di legge o statutarie o di patti parasociali, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all'attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo. Si osserva inoltre nella citata giurisprudenza contabile che, che sotto il profilo normativo, nessuna disposizione prevede espressamente che gli enti detentori di partecipazioni debbano provvedere alla gestione delle partecipazioni in modo associato e congiunto: l'interesse pubblico che le stesse sono tenute a perseguire, infatti, non è necessariamente compromesso dall'adozione di differenti scelte gestionali o strategiche che ben possono far capo ciascun socio pubblico in relazione agli interessi locali di cui sono esponenziali. anche *se la semplice "atomizzazione" dei soci pubblici, ...*, non è ovviamente sufficiente ad escludere la possibilità di controllo pubblico si deve ritenere che tale controllo non possa prescindere dalla presenza di forme di coordinamento dell'agire dei numerosi soci che detengono la maggioranza.

Insomma non è concepibile un mero controllo "*di genere*" pubblico pulviscolare che produca la mera maggioranza pubblica "non precostituita" in assemblea ordinaria. Che poi dietro vi siano forme di "concertazione" stabile non formalizzate in patti, né previste dallo statuto, questo potrà emergere ed avere le sue conseguenze, ma certo non può costituire un indice formale del controllo.

D'altra parte l'Orientamento reso ai sensi dell'art. 15, comma 2, D.Lgs. n. 175/2016 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – Direzione VIII, Struttura di monitoraggio e controllo delle partecipazioni pubbliche, pubblicato il 15 febbraio 2018, avente ad oggetto "la nozione di "società a controllo pubblico" non ha di certo efficacia cogente come ha stabilito la giurisprudenza amministrativa<sup>16</sup>.

3. *Eterodirezione e controllo.* – Va preliminarmente chiarito che il controllo come concepito dall'art. 2359 c.c. e dalle norme speciali del TUSP basate sulla rilevanza di indici formali – entrambe categorie di norme a carattere organizzativo – è cosa diversa dalla situazione contemplata dall'art. 2497-*sexies* ss. che, in chiave rimediabile, consente di individuare gli interessi imprenditoriali/societari in concorrenza meritevoli di protezione, accordando loro tutela contro eventuali abusi accertati *in executivis*.

<sup>15</sup> Anche la giurisprudenza di merito ha avuto modo di chiarire che «*Ai fini del decidere se una società possa definirsi o meno società a controllo pubblico ovvero semplicemente società a partecipazione pubblica, assume rilievo decisivo lo scrutinio delle disposizioni statutarie e dei patti parasociali per verificare in che termini le pubbliche amministrazioni (enti locali) che detengono partecipazioni azionarie sono in grado di influire sulle decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all'attività sociale [...] non è possibile desumere il controllo pubblico dalla semplice astratta possibilità per i soci pubblici di fare valere la loro maggioranza azionaria in assemblea. Il riferimento alla mera maggioranza dei voti esercitabili in assemblea non può quindi essere svincolato da indici concreti di un effettivo controllo*» (T.A.R. Marche 6 dicembre 2021, nn. 840 e 841; Id., 11 novembre 2019, n. 695; T.A.R. Emilia Romagna, Bologna, 28 dicembre 2020, n. 858).

<sup>16</sup> È stato rigettato con la declaratoria di inammissibilità di un ricorso avverso il detto Orientamento per carenza di lesività dell'atto impugnato vista ogni mancanza di cogenza (T.A.R. Lazio n. 9883/2021).



Può tuttavia certamente rilevare l'aggiramento di una disciplina vincolistica di diritto pubblico, in particolare di quella che fissa peculiari procedure e limiti di spesa, attraverso il riconoscimento di una tutela risarcitoria in favore di chi vi abbia interesse.

Dunque, l'attività di dominio di fatto (la c.d. etero-direzione), pur essendo cosa diversa dal controllo tecnicamente inteso, conserva una certa rilevanza sia sul piano civilistico che su quello giuscontabile dal momento che, laddove sia configurabile un *abuso*, può dar luogo a responsabilità con conseguente attivazione di forme di rivendicazioni davanti ad un apparato giudiziario.

L'etero-direzione, infatti, ben può sussistere laddove la società si configuri come una "unità fuori bilancio" al servizio di fini pubblici e sia "di fatto" controllata dalla pubblica amministrazione (Reg. Ue n. 549/2013, Allegato A, § 20.10).

Nel caso di unità fuori bilancio: a) il socio/i pubblico/i può esercitare di fatto un coordinamento che è giuridicamente rilevante; ragionando in termini civilistici si tratta, tuttavia, di un post-fatto organizzativo, indipendente e non necessariamente coincidente col controllo, similmente a quanto accade nell'ambito degli illeciti *antitrust*; b) chi abusa di un simile dominio di fatto si può attivare *nell'interesse imprenditoriale* <sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Si è affermato che il riferimento alla *natura imprenditoriale* dell'interesse escluderebbe dall'applicazione della normativa i casi in cui l'ente agisca per finalità sociali o comunque pubbliche (V. CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, 1242; A. GUACCERO, *Alcuni spunti in tema di governance delle società pubbliche dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 849 s.). In realtà la disciplina dettata dal legislatore è diretta a tutelare i creditori e i soci dai danni derivanti alla società controllata da direttive impartite nell'interesse *extrasociale* anche di terzi, ed evidentemente è irrilevante la natura di tali interessi. L'aggettivo *imprenditoriale* non è usato dalla legge nel senso di *lucrativo*, ma in quanto riferito ad attività d'impresa, a prescindere dall'*economicità o meno* del modello di gestione (nello stesso senso C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, 7 s.). In ogni caso il D.L. n. 78 del 1 luglio 2009, a fronte dei dubbi interpretativi sorti, fornisce un'interpretazione autentica dell'art. 2497, comma 1, c.c., sancendo, all'art. 19, comma 6, che «*per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero per finalità di natura economica o finanziaria*». Il legislatore è probabilmente intervenuto con una norma apparentemente generale, diretta invece ad un caso specifico e cioè alla vicenda della crisi Alitalia (svoltasi in modo tale da configurare una evidente responsabilità da abuso del dominio da parte del Ministero dell'Economia, sicuramente esercitato in violazione dei criteri di corretta gestione societaria e imprenditoriale e nell'interesse proprio od altrui). La norma, pur se volesse essere letta nel senso che l'«interesse imprenditoriale», quale criterio per individuare i soggetti attivi dell'attività di direzione e coordinamento di società, è riscontrabile in capo agli enti pubblici che esercitano, per il tramite di una o più società, l'attività di produzione di beni o servizi secondo un «criterio di obiettiva economicità», lascerebbe nell'area della responsabilità la maggior parte degli enti. Difatti anche così inteso, l'interesse imprenditoriale si riscontra (oltre che negli enti pubblici economici) anche negli enti pubblici locali, le cui attività definibili «economiche» sono dirette a realizzare pubbliche finalità. Un simile interesse non è invece ravvisabile nei confronti dello Stato, in quanto portatore di un interesse politico attinente al governo dell'economia, nonché degli altri enti pubblici che agiscono secondo criteri di pura erogazione (c.d. enti pubblici di protezione sociale). In particolare, tale interesse sicuramente è ravvisabile laddove l'ente locale partecipi in società che erogano servizi pubblici di rilevanza economica, quali i servizi di distribuzione dell'energia elettrica e del gas, il servizio idrico integrato, lo spazzamento delle strade comunali, la gestione della raccolta di rifiuti solidi urbani, il trasporto pubblico effettuato in favore dei cittadini e la gestione dei parcheggi comunali. Al contrario, tale interesse potrebbe non ravvisarsi qualora l'ente partecipi in società che erogano servizi pubblici privi di rilevanza economica, quali i servizi assistenziali, sociali e culturali. Giustamente critico CARIELLO, *Brevi note critiche sul privilegio dell'esonero dello Stato dall'applicazione dell'art. 2497, comma 1, c.c. (art. 19, comma 6, D.L. n. 78/2009)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 343 ss. (che, seppure da premesse diverse, evidenzia in modo articolato e convincente l'erroneità dell'approccio del legislatore).

proprio od altrui ma comunque *non nell'interesse del dominato*, in violazione dei criteri di corretta gestione imprenditoriale e societaria.

Nel sistema concepito dal legislatore non occorre neppure accertare che l'interesse perseguito dalla condotta unitaria sia proprio del *dominus*, ma è sufficiente che sia un interesse *extrasociale* rispetto a quello delle società eterodirette. Mentre nella disciplina di cui agli artt. 2373 e 2391 c.c., dettati in tema di delibere assembleari e consiliari, *l'interesse altrui* è un interesse extrasociale individuale od occasionale del socio o dell'amministratore, di fatto o di diritto, nel sistema di cui all'art. 2497 c.c., è *proprio l'interesse che costituisce la ragione determinante del controllo* ed è un interesse alla direzione dell'impresa dominata. Si tratta evidentemente di un interesse imprenditoriale diverso da quello sociale della società abusata.

Il dominio può essere esercitato mediante tutti gli strumenti possibili. Il controllo assembleare e *l'influenza* dominante (in via partecipativa o contrattuale) possono rappresentare indici meramente presuntivi, ma il controllo e la direzione possono concretizzarsi *anche di fatto* con le modalità più disparate.

L'art. 2497-*sexies* c.c. prevede infatti una mera presunzione relativa, che ammette prova contraria nei casi in cui l'attività di direzione e coordinamento sia esercitata dalla società (o dall'ente) tenuta al consolidamento dei bilanci o che comunque, ai sensi dell'art. 2359 c.c.<sup>18</sup> esercita il controllo disponendo «*della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria*» della società, o «*di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*»<sup>19</sup> o «...in virtù di *particolari vincoli contrattuali*»<sup>20</sup> che generano una *influenza dominante*.

Quest'ultima forma di controllo c.d. *esterno* è particolarmente rilevante ai nostri fini, in quanto si estrinseca nel *potere effettivo* di determinare o comunque influenzare l'attività d'impresa della società dominata<sup>21</sup>, e ciò a prescindere dalle regole organizza-

<sup>18</sup> Sulla natura e gli effetti delle presunzioni in esame cfr. A. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497-*sexies* e 2497-*septies* c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 983 s.

<sup>19</sup> La giurisprudenza ha avuto modo di rilevare che mentre il controllo di una società su un'altra è presunto in caso di maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, per dimostrare l'influenza dominante è indispensabile verificare in concreto l'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo, al fine di valutare se vi sia stata un'effettiva capacità di controllo da parte dell'asserita controllante. Un socio detentore di una partecipazione consistente, ma non della maggioranza assoluta, è in grado di esercitare un'influenza dominante nella società partecipata quando il capitale sociale è molto parcellizzato e/o si registri un costante assenteismo dei soci nella partecipazione alle assemblee, di talché per determinare l'approvazione delle delibere non è richiesta la detenzione della maggioranza assoluta delle azioni (Trib. Venezia, 10 febbraio 2011, in *www.ilcaso.it*).

<sup>20</sup> Come noto, si distingue convenzionalmente il controllo interno (di diritto o di fatto in quanto minoritario ma in grado di svolgere un'influenza dominante sulla società partecipata, a causa dell'assenteismo degli altri soci o per la frantumazione delle residue partecipazioni), indiretto o mediato (tramite le azioni o quote possedute da una controllata) ed esterno (al riguardo P. DAL SOGLIO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, vol. III, 2302).

<sup>21</sup> Parte della dottrina ha ritenuto ancora restrittiva la formulazione comprensiva dei soli vincoli contrattuali che sarebbe inidonea a comprendere altre forme di controllo esterno, ugualmente incisive, ma di natura extracontrattuale. Tra queste forme di controllo, che sembravano sottrarsi allo stretto ambito del contratto, si ricorda, in particolare la coincidenza di fatto degli amministratori, o la nomina di *loro parenti* nelle società collegate, contemplate espressamente dalla normativa sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (A. MUSSO, *Il controllo societario mediante particolari vincoli contrattuali*, in *Contratto e impr.*, 1995, 22).

tive della stessa. Si pensi ad esempio all'impresa economicamente dipendente in virtù di contratti di subfornitura, somministrazione, agenzia, licenza, ristrutturazione crediti, finanziamento, etc.<sup>22</sup>. In queste ipotesi, il *carattere esistenziale* del rapporto contrattuale implica un potere di ingerenza nella gestione che si concretizza attraverso le decisioni degli organi della controllata. L'abuso della *dipendenza economica* può così tradursi in abuso dell'attività di direzione e coordinamento con l'insorgere della conseguente responsabilità riconosciuta dalla giurisprudenza anche prima delle riforme<sup>23</sup>.

Il controllo, in questo caso, non si realizza attraverso l'organizzazione societaria, ma attraverso il *risultato* dell'esercizio dell'attività economica, cioè la *produzione* che la controllante indirizza mediante il rapporto contrattuale verso il proprio profitto<sup>24</sup>. Si tratta infatti di fattispecie diversa da quella dei contratti c.d. *di dominazione*<sup>25</sup>, costitutivi del diritto di esercitare un penetrante controllo gestionale sulla società<sup>26</sup>, di tipo verticale<sup>27</sup>

<sup>22</sup> Più in generale si tratta dei contratti in cui le prestazioni previste siano essenziali per una delle imprese che li ha stipulati (cfr. al riguardo M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, 51 s.).

<sup>23</sup> L'abuso di dipendenza economica, ad es. dell'impresa che impone al subfornitore od al concessionario in esclusiva condizioni e prezzi contrari al suo interesse ed alla corretta gestione imprenditoriale, è stato riconosciuto in astratto come ipotesi di controllo abusivo, anche se nella fattispecie concreta esaminata (c.d. *caso Armani*) non è stato provato il nesso eziologico (Cass., 27 settembre 2001 n. 12094, in *Giur. comm.*, 2002, II, 675; Trib. Milano, 28 aprile 1994, in *Società*, 1995, 74; App. Milano, 5 giugno 1998, inedita ma commentata da A. MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo contrattuale*, in *Contr. imp.*, 1999, 355; in tema cfr. pure F. ANGIOLINI, *Abuso di dipendenza economica e controllo societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 72 s.; G. SCHIANO DI PEPE, *Subfornitura e controllo societario*, in AA.VV., *Contratti di subfornitura. Qualità e responsabilità*, Milano, 1993, 87 s.).

<sup>24</sup> E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, 33, nota 36 osserva che «la previsione di un rimedio tipicamente civilistico come quello della nullità del patto che può realizzare l'abuso appare neutra rispetto alla questione riguardante la possibilità che attraverso la stipulazione di contratti che determinino «un eccessivo squilibrio di diritti ed obblighi» vengano realizzati anche fenomeni di integrazione più intensa come la nascita di una relazione di controllo».

<sup>25</sup> Contratti attraverso cui una società si sottopone completamente al controllo di un'altra, versandole gli utili, con correlativa responsabilità a carico della società dominante per le perdite della dominata e con una tutela per gli azionisti di minoranza della dominata attraverso la garanzia di un dividendo minimo oltre che opzione di acquisto delle azioni della dominante. I contratti di impresa sono distinti in due modelli: nel primo sono compresi il «contratto di dominazione» (*Beherrschungsvertrag*) ed il «contratto di trasmissione degli utili» (*Gewinnabführungsvertrag*). Nel secondo vanno individuati la «cointeressenza o comunione degli utili» (*Gewinngemeinschaft*), la cessione parziale di utili (*Teilgewinnabführungsvertrag*), l'affitto e la cessione temporanea della gestione dell'azienda (*Betriebspachtvertrag* e *Betriebsüberlassungsvertrag*). In tema L.A. BIANCHI, I «contratti di impresa» (*Unternehmensverträge*) del diritto dei gruppi tedesco: *valutazioni e problemi*, in *Riv. soc.*, 1984, 1005 e s.

<sup>26</sup> Nell'ambito del terzo comma dell'art. 2359, con riferimento all'influenza notevole, rientrano anche i contratti contemplati dall'art. 26, comma 2, lett. A), D.Lgs. n. 127/1991 (la relazione di accompagnamento precisava che nonostante l'ordinamento non ammette contratti di dominazione «si è ritenuto di poter prevedere l'ipotesi in considerazione dell'eventualità che il diritto applicabile ai rapporti con un'impresa figlia estera consenta la stipulazione di tale contratto»).

<sup>27</sup> Non è questa la sede per poter affrontare il delicato tema dei contratti di dominazione (*Beherrschungsvertrag*) ed in particolare della loro legittimità nel nostro ordinamento (al riguardo cfr. R. SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il Nuovo diritto delle società*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, 3, 2007, 799 s.). contratti «senza causa (*causaloser*)» in quanto l'oggetto dello scambio è l'assunzione da parte di una società del potere di dominio e dell'integrale acquisizione degli utili dell'altra. In pratica, quindi l'unico oggetto è il «dominio» o gli «utili», essendo inesistente il sinallagma. Anche le obbligazioni della dominante (come quella di dover rispondere delle obbligazioni della dominata) sono semplicemente conseguenze legali, e quindi estranee al contratto. Peraltro l'esperienza pratica segnala come l'applicazione di tale figura nell'ordinamento tedesco sia stata sporadica al punto da far nettamente prevalere la parallela ipotesi del «gruppo di fatto qualificato» (*Faktischer qualifizierter Konzern*).

od orizzontale<sup>28</sup>, oggetto dell'ulteriore presunzione prevista dall'art. 2497-septies c.c.<sup>29</sup>. Si pensi ad esempio a quegli atti che, sebbene nascano da un rapporto contrattuale, finiscono per concretarsi in un'attività di direzione di una parte rispetto all'altra<sup>30</sup>, attraverso la predisposizione della pianificazione finanziaria<sup>31</sup>: il pensiero corre in buona sostanza ai c.d. finanziamenti *intragruppo*<sup>32</sup>.

Questo stesso sistema di presunzioni evidenzia, seppur implicitamente, che il dominio non ha modalità tipiche di attuazione, e quindi neppure di accertamento quando si verifica *di fatto*, soprattutto attraverso direttive impartite *fuori da schemi organizzativi e/o negoziali*, in ogni caso prive di rilevanza esterna in quanto indirizzate esclusivamente verso la società dominata, e frutto di *un potere effettivo*. D'altra parte, l'eterodirezione è cosa completamente diversa dalla partecipazione alla gestione (o *dalla ingerenza nella stessa*) che al contrario ha una sua regolamentazione e che, in taluni casi, può *soltanto* rappresentare un indice rivelatore dell'attività di dominio<sup>33</sup>.

4. *Il fatto dell'eterodirezione.* – Dunque i concetti di *controllo* (inteso come nozione strumentale alla disciplina della *governance*) ed *eterodirezione* (considerato come ele-

<sup>28</sup> Secondo un certo orientamento l'art. 2497-septies, c.c., ha come referente il gruppo paritetico (R. SANTAGATA, *Il gruppo paritetico*, Torino, 2001) in linea con l'interpretazione proposta dalla Relazione illustrativa del D.Lgs. n. 34/2004 e n. 310/2004 (*contra*: A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., 874, secondo cui i contratti alla fonte dell'attività di direzione e coordinamento, proprio in virtù del contenuto precettivo dell'art. 2497-septies c.c., non possono che essere contratti che riguardano gruppi gerarchici). Secondo altra interpretazione i contratti di dominio ivi contemplati potranno implicare l'obbligo della società sottoposta, e per essa dei suoi amministratori, di attenersi alle strategie imprenditoriali impartite da chi esercita la direzione, ma non fino al punto di escludere ogni autonomia di valutazione e di decisione (R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, 541). Meritevole di attenzione appare tuttavia anche l'interpretazione secondo cui con la norma in commento il legislatore ha espressamente previsto "l'attività di direzione e coordinamento sulla base di un contratto", ritenendo non soddisfacenti né l'applicazione della norma ai gruppi paritetici, né la visione della stessa come una duplicazione dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. in quanto erronea (P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 2-3, 329.).

<sup>29</sup> Nella definizione dell'art. 2359 n. 3, *l'influenza dominante* non è il nucleo del contratto, quanto piuttosto la conseguenza di altri rapporti contrattuali, in forza dei quali si genera una situazione di dipendenza di una società rispetto ad un'altra. Si è rilevato che «elemento costitutivo della fattispecie prevista nell'art. 2359, n. 3, è l'influenza dominante sulla società. Occorre pertanto dimostrare il potere della controllante di determinare la politica imprenditoriale e di imporre le proprie scelte nella gestione della società controllata» (G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, 343). Si è poi sostenuto che potrebbe essere sufficiente ai fini della configurabilità del controllo contrattuale un'influenza dominante anche solo potenziale, dovendosi analizzare, caso per caso, la finalità della disciplina da applicare ed il contenuto dei particolari vincoli contrattuali laddove «per influenza dominante allo stato potenziale si deve intendere, in prima approssimazione, la possibilità di influire sulla controllata determinandone i comportamenti» (G. MINERVINI, *La capogruppo e il "governo" del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*. Venezia 16-17-18 novembre 1995, Milano, 1996, vol. II, 1568).

<sup>30</sup> La giurisprudenza di merito, al fine di attribuire un significato concreto alla locuzione "influenza dominante", richiama l'orientamento della Suprema Corte secondo la quale, in queste circostanze, il controllo esterno "postula l'esistenza di determinati rapporti contrattuali la cui costituzione e il cui perdurare rappresentino la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità d'impresa della società controllata" (Trib. Palermo, 3 giugno 2010, in *Nds*, n. 5, 2012, 49 s., con nota di L. AGOSTARA).

<sup>31</sup> A. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio*, cit., 999.

<sup>32</sup> P. DAL SOGLIO, *op. cit.*, 2437.

<sup>33</sup> Si permetta di rinviare a F. FIMMANÒ, *Abuso di direzione e coordinamento e tutela dei creditori delle società abusate*, in *Riv. not.*, 2012, 267 ss.

mento di una fattispecie rimediale) operano su piani completamente differenti<sup>34</sup>. Il sistema delineato dall'art. 2497 c.c. ammette l'esercizio dell'attività di dominio anche in assenza del controllo sulla società<sup>35</sup>, e la sussistenza di quest'ultimo non esclude che l'attività di direzione sia esercitata da un soggetto differente. Il fenomeno del gruppo, così, non si identifica con quello del controllo: le società controllanti, collegate o controllate, possono rappresentare un gruppo unitario soltanto quando sono *dominate* manifestando l'espressione di una «struttura economica unitaria», al cui interno è naturale l'esercizio da parte della *holding* dell'attività di dominio<sup>36</sup>.

Si tenga conto che l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte della controllante è, nei casi previsti dalla legge, oggetto delle predette presunzioni cosicché, sul piano probatorio, soffre un'inversione dell'onere della prova, con la conseguenza che sarà la *holding* a dover eventualmente provare il mancato esercizio del dominio.

Pare dunque che, al fine della emersione della responsabilità da abuso di eterodirezione, il sistema non esiga alcuna spendita del nome e quindi alcun rapporto negoziale tra i creditori e chi esercita l'attività di direzione e coordinamento, né pare sia richiesta alcuna autonoma economicità dell'attività stessa. Tale responsabilità, infatti, sarà riconducibile all'ente-*dominus* che ha abusato dell'attività di eterodirezione, a prescindere da qualsivoglia rapporto lo stesso abbia intrattenuto con i creditori.

Quanto poi all'obbligo di motivare analiticamente le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, con puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione (previsto dall'art. 2497-ter c.c.), agevola ulteriormente l'*onus* probandi del danneggiato e rende la prova liberatoria del *dominus* particolarmente rigorosa.

La riflessione appena svolta non ha, però, alcuna attinenza con gli indici formali previsti dalla legge e con le conseguenze ad essi collegate a meno che non si siano determinati abusi, occulti o palesi, peraltro accertati nell'unico luogo in cui tale prova – e non tale presunzione di contegni concludenti – di responsabilità può essere accertata ovvero nell'ambito di un giudizio risarcitorio a cognizione piena, in sede ordinaria o contabile che sia.

Ciò a dire che in qualsivoglia altro luogo o circostanza tali indici debbono rimanere indici rigorosamente formali; solo qualora siano stati aggirati, strumentalizzati, elusi, usati in frode alla legge una autorità giudiziaria potrà accertare, sulla base dei criteri di imputabilità, del nesso di causalità, dei vantaggi compensativi e del *business judgement rule*, il ricorrere di una eventuale responsabilità risarcitoria da abuso del dominio provato da contegni etero-direttivi concludenti. Viceversa tali contegni non possono essere

---

<sup>34</sup> Una giurisprudenza di merito ha correttamente affermato che: “Affinché possa essere individuata una relazione di controllo societario ai sensi dell'articolo 2359 n. 3 c.c., occorre verificare la presenza di una situazione di oggettiva dipendenza gestionale – economica derivante da particolari vincoli contrattuali di una società rispetto ad un'altra; si tratta di un condizionamento oggettivo ed esterno dell'attività sociale, *che sussiste indipendentemente da chi nomina o può revocare gli amministratori, essendo l'attività economica stessa, in quanto tale ad essere condizionata dalla relazione di controllo*” (App. Milano, 22 luglio 2020, n. 1949, in *dejure.it*, Redazione Giuffrè, 2020).

<sup>35</sup> A. NIUTTA, *op. cit.*, 997.

<sup>36</sup> L. GUGLIELMUCCI, *La responsabilità per direzione e coordinamento di società*, in *Dir. fall.*, 2005, 1, 38.

trasformati in indici formali fino ad arrivare ad una paradossale “maggioranza di genere” con conseguenze presuntive *ex art. 2497-sexies e septies*.

Al riguardo occorre ricordare che per configurare il controllo analogo od il controllo pubblico è necessario uno strumento di carattere societario, *parasociale o contrattuale*, diverso dai normali poteri che un socio, anche totalitario, esercita in assemblea, e che in ogni momento possa vincolare l'affidataria agli indirizzi dell'affidante. Non può certo bastare il potere di nomina degli organi e di approvazione del bilancio basato su convenienze di parte o su accordo occasionale o ripetuto, giacché nulla vieta che la maggioranza politica di più enti possa confermarsi per due consiliaure e poi semmai cambiare.

Ad ogni buon conto, il ragionamento fin qui sostenuto non è certo volto ad immolare sull'altare della *reductio ad unitatem* del fenomeno della partecipazione pubblica la variegata casistica della responsabilità da eterodirezione, casistica la cui natura è stata ancorata dalla dottrina e dalla giurisprudenza al ricorrere di rigorosi presupposti.

In primo luogo, la responsabilità di cui sopra si colloca nell'alveo dell'ampio *genus* dell'abuso, in quanto non coincide necessariamente con un “abuso” del diritto soggettivo in senso tecnico, collegato cioè ad un atto o ad uno specifico comportamento: l'abuso in questione va valutato tenendo conto delle specificità del fenomeno organizzatorio che il diritto societario disciplina e va quindi declinato nel più vasto contesto dell'eterogenea attività sociale e delle varie facoltà, poteri e situazioni giuridiche, attive e passive, che la connotano<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> La riflessione dogmatica sull'abuso del diritto ha ricevuto, come è noto, ampie resistenze da parte della dottrina civilistica, registrate già all'inizio secolo XX, ed in particolare dal Rotondi (M. ROTONDI, *L'abuso di diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1923, 104 ss., 208 ss., 416 ss., spec. a p. 125) e dal Barassi (L. BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, vol. II, Le Fonti, Milano, 1946, 695 ss.). Essa ha invece avuto un forte impulso dagli studi sviluppatasi in campo societario, già a partire dagli anni '20 del secolo XX, in materia di repressione delle condotte predatorie delle maggioranze societarie a danno delle minoranze (in tema cfr. G. MERUZZI, *L'oggettivazione del divieto di abuso tra diritto civile e diritto commerciale*, in G. VISENTINI (a cura di), *L'abuso del diritto*, Napoli, 2016).

Nella dottrina giuscommercialista, infatti, già dal 1927, con il noto saggio di Carnelutti sull'eccesso di potere nelle deliberazioni dell'assemblea delle anonime (F. CARNELUTTI, *Eccesso di potere nelle deliberazioni delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 180; T. ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, I, 737 e ID., *Sulla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. e Prat. comm.*, 1932, I, 13, nonché ID., *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1956, 93) si era tentato di razionalizzare tale giurisprudenza mutuando al diritto societario la teoria amministrativistica dell'eccesso di potere.

Tale teoria si distingue, non solo nominalmente, ma anche per la sostanza da quella dell'abuso: per quanto sia immediatamente evidente e innegabile che entrambe le teorie si pongono come tecniche giurisprudenziali di selezione degli interessi meritevoli di tutela per l'ordinamento giuridico in situazioni di conflitto non governate in modo standard dalle norme e dallo statuto, utilizzando il duttile strumento ora dell'art. 1375 ora dell'art. 1322 c.c. (G. MERUZZI, *L'oggettivazione del divieto di abuso tra diritto civile e diritto commerciale*, in G. VISENTINI (a cura di), *L'abuso del diritto*, Napoli, 2016, 107 ss.), la teoria dell'eccesso di potere si basava sulla premessa del riconoscimento della specialità del contratto di società e del fenomeno organizzativo ed istituzionale che esso comportava.

La formulazione originaria della teoria dell'eccesso di potere, infatti, ritenendo che il contratto sociale generasse un soggetto di diritto distinto dalle parti con un proprio interesse istituzionale, utilizzando come base normativa lo stesso concetto di società *ex art. 2247 c.c.*, consentiva di distinguere, nell'ambito delle prerogative sociali, tra poteri concessi per la tutela di un interesse proprio e quelli attribuiti per la tutela di un interesse altrui (appunto, l'“interesse sociale”): nel secondo caso, era inevitabile concludere che il potere dovesse essere esercitato per la tutela “eteronoma” dell'interesse che l'ordinamento giuridico intendeva proteggere (l'interesse istituzionale della società).

In buona sostanza, la teoria dell'eccesso di potere muoveva da una concezione della società di capitali

Si ha abuso, infatti, in presenza di una situazione soggettiva attiva, non necessariamente coincidente con un diritto soggettivo<sup>38</sup>. È dunque sufficiente l'esistenza di un potere riconosciuto dall'ordinamento giuridico di cui si può fare legittimamente uso, "ossia di una situazione di cui si è titolari (per effetto del controllo, nelle sue varie accezioni) e che si estrinseca in diritti o poteri o facoltà. In quest'ottica, la relazione che si instaura è specificata in un rapporto preesistente, regolato dalla legge o dal contratto (conforme a legge). Se non c'è questa posizione attiva non c'è abuso, c'è un mero *fatto illecito*"<sup>39</sup>. La responsabilità del *dominus*, per contro, non è una responsabilità da illecito poiché sorge non dal generico dovere del *neminem laedere*<sup>40</sup> posto a tutela di qualsiasi soggetto dell'ordinamento<sup>41</sup>, bensì per effetto della violazione di un *dovere speci-*

---

di carattere organicistico, in relazione alla quale faceva buon gioco ritenere che il distinto interesse sociale si ponesse come un interesse superiore a quello dei singoli soci.

In pratica, il contratto di società veniva visto e interpretato individuando il suo principale effetto nel fenomeno giuridico dell'organizzazione e quindi, esattamente come accade nel processo storico di formazione dello Stato, nell'istituzione di poteri che devono essere esercitati in funzione di interessi distinti da quelli dei singoli consociati. Tale teoria, cioè, muoveva da una lettura del fenomeno giuridico dell'organizzazione comune al diritto pubblico e al diritto privato, con la seguente differenza: nel primo caso ad essere organizzata era l'autonomia delle parti per uno scopo comune, mentre nel secondo la sovranità dello Stato.

Cionondimeno, la conseguenza naturale di ogni fenomeno organizzatorio era la gerarchizzazione l'ipostatizzazione degli interessi comuni rispetto a quelli dei singoli. Effettuata questa equivalenza teorica nelle premesse, apparve naturale declinare nello stesso diritto privato delle società la tecnica e la teoria dell'eccesso di potere, applicando la stessa alle deliberazioni degli organi sociali.

Peraltro, caduta la concezione istituzionalistica e divenuta prevalente la teoria contrattualista della società (cfr. F. GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, Bologna, 1991, 356 ss., secondo cui la disciplina delle società per azioni, si caratterizzerebbe per la compresenza di aspetti contrattualistici e istituzionalistici mentre la sua causa assume una struttura complessa, ovvero l'esercizio in comune di un'attività economica volta alla realizzazione del lucro, oggettivo e soggettivo, cfr. *ibidem*, 19 ss.), le barriere tra teoria dell'eccesso di potere e dell'abuso del diritto cadono: l'interesse sociale non viene più considerato un interesse eterogeneo e "superiore", ma un interesse comune dei singoli soci che opera solo come limite esterno all'esercizio dei diritti sociali; parallelamente, in tale nuova fase del dibattito diventava irrilevante il riferimento alla personalità giuridica (G. FERRI, *Eccesso di potere e tutela delle minoranze*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 746).

Tuttavia, i connotati fondamentali della teoria sono rimasti, in termini applicativi, sostanzialmente immutati: valorizzando il carattere oggettivo dell'interesse sociale (il quale, proprio perché comune, è distinguibile da quello proprio ed esclusivo dei singoli soci (D. PREITE, *L'«Abuso» della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari della società per azioni*, Milano, 1962; L. MENGONI, *Puntini per una revisione della teoria del conflitto d'interesse nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1956, 445; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964.), in ragione anche della peculiare complessità della causa del contratto di società) l'abuso/eccesso ha potuto continuare ad essere concepito in termini di "sviamento" da tale funzione.

Per una ricostruzione storica della dommatica dell'istituto si rinvia alle opere più paradigmatiche sul tema, in particolare a P. RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, Bologna, 1998 (1965); V. GIORGIANNI, *L'abuso del diritto nella teoria della norma giuridica*, Milano, 1963. Per un *review* storico delle varie posizioni, nei vari campi del diritto interessati dal fenomeno cfr. M. VIETTI-G. TASCIA, *Abuso di diritto e di potere*, Roma, 2012.

<sup>38</sup> L. BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967, *passim*.

<sup>39</sup> Così L. ROVELLI, *Clausole generali e diritto societario: applicazione in tema di gruppi, leveraged buy out, motivazione delle delibere*, in *Tratt. Contratto*, a cura di ROPPO, VI, Milano, 2006, 755.

<sup>40</sup> In questo senso già Trib. Orvieto, 4 novembre 1987, nel caso Autovox, in *Giur. it.*, 1988, I, 2, 501 e in *Giur. comm.*, 1989, II, 804 s. (su cui cfr. anche F. GALGANO, *Responsabilità della società controllante per la pregiudizievole influenza esercitata sulla società controllata*, in *Contr. impr.*, 1988, 359 s.) e Trib. Alba, 25 gennaio 1995, nel caso Sisvel c. Thomson Consumer Electronics, in *Società*, 1995, 1073 s., con *Commento* di G. SCHIANO DI PEPE, 1077 s.

<sup>41</sup> La stessa dottrina che teorizza la natura extracontrattuale, consapevole dei relativi limiti, ha affermato che quando l'abuso assume forme tali da impedire l'individuazione di singoli comportamenti pregiudizievole-

fico derivante da un preesistente rapporto obbligatorio che coinvolge soggetti determinati<sup>42</sup>.

La specificità del dovere in questione non consente di assimilare tale fattispecie ad una sorta di responsabilità da illecito dell'amministratore di fatto «o, comunque ad una responsabilità per poteri di gestione alla prima sostanzialmente parificabile [...] ove si consideri che la direzione unitaria presenta contenuti ed articolazioni che non sono in alcun modo coincidenti con quelli che caratterizzano l'amministrazione delle società controllate»<sup>43</sup>.

Le situazioni di abuso, infine, per loro natura, non sono agganciate ad indici formali, ma la loro rilevazione richiede lo sforzo di un'attività esegetica e di una attenta verifica del fatto concreto, in quanto emergono, solo e soltanto, in *executivis*<sup>44</sup>.

---

li, a cui corrispondono specifici danni per le controllate – essendo impossibile in questo caso ricorrere alla fattispecie della responsabilità extracontrattuale – dovrà immaginarsi l'esistenza di un gruppo solo apparente, rendendo direttamente responsabile la controllante per le obbligazioni delle apparenti controllate (F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, cit., 108). La Suprema Corte in materia di diritto del lavoro, ha, invece, riconosciuto la c.d. «finezza di gruppo», quando le società dello stesso gruppo d'impresie appartengono ai medesimi soggetti e vengono costituite allo scopo di aggirare la normativa in tema di licenziamento individuale laddove sussistano elementi per ravvisare l'esistenza di un unico centro di imputazione del rapporto di lavoro (Cass., sez. lav., 23 marzo 2004, n. 5808, in *Giust. civ., mass.* 2004, f. 3 e Cass., sez. lav., 1 aprile 1999 n. 3136, *ivi*, 1999, 734).

<sup>42</sup> In questo senso già prima della riforma, e anche sulla base della nuova disciplina dei gruppi bancari: V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano 1979, 188; P. ABBADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, in *I gruppi di società*, a cura di A. PAVONE LA ROSA, Il Mulino, Bologna 1982, 144; G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità della società capogruppo: problemi ed orientamenti*, in *Riv. dir. civ.*; 1988, 365; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, IV, Torino 1999, 409 s.; B. LIBONATI, *La responsabilità nel gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, 592.

<sup>43</sup> Così già M. MIOLA, *Il diritto italiano dei gruppi de iure condendo; i gruppi e i creditori*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 409; P.G. JAEGER, *Direzione unitaria di gruppo e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1985, 817.

<sup>44</sup> La categoria dell'abuso del diritto, per effetto del rinnovato dibattito determinato dal c.d. "caso Renault" (ossia sembra avere ormai trovato una piena ed autonoma giustificazione teorica in dottrina, emancipandosi da dogma della sua inutilità stigmatizzata dalla disgressione passarelliana sulla contrapposizione tra "eccesso" ed "abuso" (F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1989 (rist.), 77, secondo cui: «il diritto soggettivo arriva fin dove comincia la sfera della solidarietà; quindi gli atti emulativi e gli altri non rispondenti alla buona fede o alla correttezza, come contrari alla solidarietà, non rientrano nel contenuto del diritto soggettivo, non costituiscono un abuso, ossia uno sviamento, del diritto; al contrario ne sono fuori, costituiscono un eccesso dal diritto, e, in quanto tali, s'intende agevolmente che possano essere illeciti, secondo le norme generali»): non si tratta, infatti, semplicemente, di accertare il travalicamento di un limite interno (e quindi la non sussistenza di un diritto), ma di sussumere che tale diritto c'è e allo stesso tempo deve essere, *ex post*, ridimensionato nel suo operare, a seconda dell'interesse, della prerogativa e delle circostanze concrete intercettati dal suo svolgimento.

Infatti, l'abuso, per non tradursi in una contraddizione in termini rispetto alla categoria del diritto soggettivo (inteso come spazio di libertà), deve operare come limite esterno da "contatto" con altri interessi meritevoli di tutela e non come limite "interno" (in base ad un ipostatizzato scopo ordinamentale nella situazione giuridica soggettiva). In questo secondo, ben d'onde la stessa categoria, oltre che contraddittoria, sarebbe inutile, perché l'eccesso/abuso non sarebbe altro che assenza del diritto per difetto della sua fattispecie normativa.

Per altro verso, l'abuso del diritto nello *ius civile* ha più di un elemento in comune con l'eccesso di potere del diritto amministrativo. Innanzitutto condividono la natura del parametro, vale a dire, la violazione di un principio: a differenza della violazione di legge, la violazione di un principio non è riconducibile ad uno schema legale a fattispecie completa.

In secondo luogo, l'abuso e l'eccesso condividono la figura sintomatica del difetto di proporzionalità, e cioè del superamento di un limite ragionevole (dedotto da una considerazione complessiva degli interessi



Il legislatore, come precisato nella relazione di accompagnamento al D.lgs. n. 6/2003, ha posto a base della responsabilità disciplinata dall'art. 2497 c.c. “*il fatto dell'esercizio di attività di direzione e coordinamento*”, per cui se tale attività è da intendere come “fatto”, il suo effettivo esercizio è di per sé sufficiente a produrre le relative conseguenze giuridiche. Il fatto è riferibile a una *pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo* idonei ad incidere sulle scelte gestorie dell'impresa, cioè sulle scelte strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale e commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali.

La violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale si configura allorché l'ente pubblico controllante ha agito nell'interesse proprio o altrui (ammesso pure che sia quello della collettività) “*che può individuarsi nell'interesse economicamente rilevante ad assicurare la continuazione della gestione del servizio pubblico, riversando esclusivamente sulla società partecipata i risultati negativi della gestione in perdita, così traendone vantaggio in pregiudizio della stessa*”.

Un esempio plastico di quello che intendiamo risulta dalla giurisprudenza di merito che si è pronunciata sulla questione della responsabilità risarcitoria della P.A. per *abuso di eterodirezione*, in virtù dell'applicazione delle *regole di diritto societario comune* per troppi anni trascurate<sup>45</sup>.

L'orientamento appena evocato ha ritenuto sussistente *l'attività di eterodirezione* desumendola nel caso di specie: dalla partecipazione, per giunta di minoranza, dell'Ente atteso l'estremo frazionamento del capitale sociale e l'assenteismo dei soci; dalle previsioni statutarie in materia di organo amministrativo sulla base di liste presentabili solo da soci che, da soli o congiuntamente, detenessero il 25 per cento del capitale;

---

giuridicamente rilevanti e delle circostanze concrete) nell'esercizio di una prerogativa legittimamente attribuita (cfr. P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 335 ss. e ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli 2003, p. 417 ss. L'A. ha affermato ad inizio secolo che il principio ha ormai fatto pieno ingresso nel sistema dei contratti, attribuendogli portata generale e assegnandogli un ruolo incisivo “sia nel delicato controllo di meritevolezza delle clausole contrattuali e dell'intero assetto negoziale”.

In terzo luogo, come per l'eccesso di potere, l'esercizio dell'autonomia negoziale, in quanto conforme alle procedure e alle forme che ne disciplinano presupposte dagli effetti che si intendono produrre (fattispecie legale), si presume “regolare”. Tuttavia, il problema del diritto civile è che, a differenza del diritto amministrativo, non esiste anche una “presunzione di legittimità” degli atti e delle condotte, rilevante sul piano sostanziale. Nel diritto civile, la semplice contestazione rende incerta la sorte esecutiva dell'atto, mentre nel diritto amministrativo, per la consolidata storia di quel sistema di diritto sostanziale e giurisdizionale, sussiste una vera e propria presunzione di validità, codificata in norme specifiche: la nullità, infatti, da un lato, è regola eccezionale, mentre il regime ordinario di invalidità è quello della annullabilità per violazione di legge, incompetenza, eccesso di potere (art. 21-*septies* e 21-*octies* L. n. 241/1990); sicché un atto è pienamente efficace sino ad una invalidazione costitutiva, effettuata per via giudiziale o amministrativa (autotutela).

Sul dibattito stimolato dal cd. “caso Renault” si rinvia alle note di F. GALGANO, *Qui suo iure abutitur neminem laedit?*, in *Contratto e impresa*, 2011, 311 ss.; F. MACARIO, *Recesso ad nutum e valutazione di abusività nei contratti fra imprese: spunti da una recente sentenza della Cassazione*, in *Corriere giuridico*, 2009, 1577 ss.; M. BARCELLONA, *Buona fede e abuso del diritto di recesso ad nutum tra autonomia privata e sindacato giurisdizionale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, 295 ss.; F. SALERNO, *Abuso del diritto, buona fede, proporzionalità: i limiti del diritto di recesso in un esempio di jus dicere per principi*, in *Giurisprudenza italiana*, 2010, 809 ss.; A. GENTILI, *Abuso del diritto e uso dell'argomentazione, in Responsabilità civile e previdenza*, 2010, 354; P. RESCIGNO, “*Forme*” *singolari di esercizio dell'autonomia collettiva (i concessionari italiani della Renault)*, in *Contr. e impr.*, 2011, 3, 589 ss.; F. ADDIS, *Sull'exkursus giurisprudenziale del “caso Renault”*, in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 245 ss.

<sup>45</sup> Tribunale delle Imprese di Napoli, 7 novembre 2019, in *Società*, 2020, n. 2, con nota di F. FIMMANÒ, *Ente pubblico-holder e responsabilità per abuso di eterodirezione*.

dal “fatto” che l’organo amministrativo fosse riferibile al socio e composto da soggetti che avevano già ricoperto incarichi dirigenziali all’interno dell’ente pubblico<sup>46</sup> e dal fatto che le delibere assembleari fossero la prova positiva dell’influenza dominante esercitata nei fatti dal socio pubblico<sup>47</sup>.

5. *La responsabilità da abuso del dominio del socio pubblico.* – Il TUSP ha codificato la responsabilità contabile, in passato riconosciuta solo là dove ed in quanto si arrecasse un danno erariale diretto all’azionista pubblico<sup>48</sup> e non in via mediata alla partecipazione del socio pubblico.

Allo stato attuale esistono due forme di responsabilità concorrenti e settoriali<sup>49</sup> e l’una non esclude l’altra, anche se riferita alla fattispecie dell’abuso del dominio.

L’art. 12 TUSP sancisce che “I componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società partecipate sono soggetti alle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali, salva la giurisdizione della Corte dei conti per il danno erariale causato dagli amministratori e dai dipendenti delle società in house. È devoluta alla Corte dei conti, nei limiti della quota di partecipazione pubblica, la giurisdizione sulle controversie in materia di danno erariale di cui al comma. 2. Costituisce danno erariale il danno, patrimoniale o non patrimoniale, subito dagli enti partecipanti, ivi compreso il danno conseguente alla condotta dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, che, nell’esercizio dei propri diritti di socio, abbiano con dolo o colpa grave pregiudicato il valore della partecipazione”.

Le Sezioni unite sono intervenute di recente per la prima volta in modo diretto sulla interpretazione delle disposizioni di cui all’art. 12 TUSP e per l’effetto sulla relativa giu-

<sup>46</sup> D’altra parte l’art. 80, comma 1, lett. b), n. 3, D.Lgs. n. 270/1999, ai fini della configurazione del gruppo contempla le imprese che, per la composizione degli organi amministrativi o sulla base di altri concordanti elementi, risultano soggette ad una direzione comune a quella dell’impresa sottoposta alla procedura madre (A. MUSSO, *Il controllo societario mediante particolari vincoli contrattuali*, in *Contratto e impr.*, 1995, 22).

<sup>47</sup> Certo, una vicenda del genere neppure i censori del MEF avrebbero potuto farla rientrare tra quelle a controllo pubblico per comportamenti concludenti, tanto era lontana pure dalle presunzioni ed invece il giudice ordinario ha scavato ed accertato comportamenti concludenti finalizzati.

<sup>48</sup> Le Sezioni unite della Cassazione con sentenza del 19 dicembre 2009, n. 26806 (in *Giur. comm.*, 2011, II, 315 s.; in *Nds*, n. 3, 2010, 36 s.) affermavano che solo nel caso in cui l’evento dannoso sia prodotto dagli amministratori “direttamente” a carico del socio-ente si configura la responsabilità e la giurisdizione del giudice contabile. Un tipico danno diretto è considerato quello all’immagine dell’ente (cfr. L. CARAVELLA, *La lesione all’immagine dell’ente pubblico ed il risarcimento del danno*, in F. FIMMANÒ, *Le società pubbliche. Ordinamento*, cit., 541 s.). Cass., Sez. Un., 3 maggio 2013, n. 10299, (in *Società*, 2013 con nota di F. FIMMANÒ, *La giurisdizione sulle società pubbliche*) che pur nella scia del pronunciamento “spartiacque” del 2009 e di quelli successivi aprivano ad una diversa impostazione per le società in house e non escludevano valutazioni del giudice contabile, dirette a ricollegare azioni od omissioni riguardanti la società ma che avessero prodotto danni direttamente all’ente pubblico.

<sup>49</sup> *Ex adverso* l’azione individuale ex art. 2395 c.c., è stata ritenuta dalla magistratura contabile fuori dall’ambito della propria giurisdizione (Corte Conti, sez. I, App. 3 novembre 2005, n. 356, cit., 3). Sul tema più in generale cfr. A. BUCCARELLI, *Il sistema della responsabilità amministrativa e civile nelle società di capitale pubbliche*, in FIMMANÒ, *Le società pubbliche*, cit., 2011, 403 s.; T. MIELE, *La responsabilità contabile concorrente degli amministratori delle società partecipate in caso di insolvenza*, *ibidem*, 450 s.; F. DI MARZIO, *Insolvenza di società pubbliche e responsabilità degli amministratori. Qualche nota preliminare*, *ibidem*, 377 s.

risdizione offrendo un quadro *nuovo* dell'assetto complessivo delle responsabilità degli organi sociali e degli amministratori (e dirigenti) degli enti pubblici soci di "società partecipate", in qualche modo coinvolti nella cattiva gestione delle stesse alla luce del TUSP. Un quadro in cui le azioni civili e quelle contabili sono ritenute *concorrenti*, intersecandosi e sovrapponendosi in una dinamica in cui il diritto comune viene *emulato* dal diritto speciale in modo da coprire tutto lo spettro dei soggetti che hanno preso in qualche modo *parte al fatto lesivo* (Cass., S.U., 18 maggio 2022, n. 15979, in *Società*, 2022, 11, con nota di F. Fimmanò, *Il sistema delle "responsabilità" derivanti dalla "mala gestio" delle partecipate pubbliche*).

I giudici di legittimità hanno affermato espressamente "*la possibilità del concorso fra la giurisdizione ordinaria e quella contabile, in quanto laddove sia prospettato anche un danno erariale, al di là di una semplice interferenza fra i due giudizi, deve ritenersi ammissibile la proposizione, per gli stessi fatti, di un giudizio civile e di un giudizio contabile risarcitorio...*"<sup>50</sup>.

Nella vicenda esaminata dalla giurisprudenza di merito citata<sup>51</sup>, infatti, la procura della Corte dei conti aveva esercitato analoga azione nei confronti di amministratori e dirigenti dell'Ente pubblico per aver determinato rilevanti *danni erariali* autorizzando reiteratamente la prosecuzione dell'attività in perdita della società partecipata ormai in liquidazione. E se in primo grado la Corte aveva riconosciuto tale responsabilità condannando i rappresentanti dell'ente<sup>52</sup>, in sede d'impugnazione la sezione giurisdizionale centrale d'appello aveva riformato la sentenza proprio in quanto la responsabilità derivava dall'eterodirezione inscindibilmente collegata all'operato degli organi sociali (*intranei*) che, pur se in esecuzione delle direttive del socio<sup>53</sup>, avevano materialmente posto in essere la condotta foriera dei danni. In particolare, sussisteva la responsabilità dell'ente pubblico per abuso del dominio, dei suoi amministratori e dirigenti per le medesime ragioni e per aver esposto l'ente a spese indiscriminate, nonché degli organi della partecipata per aver preso parte al fatto lesivo<sup>54</sup>.

<sup>50</sup> Sentenza a Sezioni unite del 13 settembre 2018 n. 22406, in *Società*, 2019, 67 s. con nota F. FIMMANÒ, *Le Sezioni Unite aprono ad una giurisdizione concorrente "a tutto campo" della Corte dei conti sulle azioni di responsabilità*.

<sup>51</sup> Tribunale Imprese di Napoli, 7 dicembre 2019, cit.

<sup>52</sup> Corte dei conti, sezione giurisdizionale della Campania, 8 giugno 2016 n. 329, Presidente Santoro rel. Barretta, inedita.

<sup>53</sup> Corte dei conti, I Sezione giurisdizionale centrale di appello, 4 agosto 2017, Presidente Rotolo rel. Tommasini, inedita.

<sup>54</sup> I dirigenti o funzionari responsabili dell'unità amministrativa preposti all'espletamento dell'istruttoria e alla formulazione della proposta operativa che, pur non essendo titolari del formale potere di rappresentanza in seno agli organi societari, abbiano comunque esercitato una influenza determinante nel percorso decisionale che ha poi eziologicamente portato alla condotta o all'atto dannoso. O ancora l'organo politico-istituzionale (es. Sindaco, Presidente, Assessore, Giunta, Consiglio) che, sia nell'esercizio di potere formale sia proprio che delegato (es. attraverso un atto di indirizzo formalizzato) o anche solo di un potere concreto e sostanziale (es. attraverso indirizzi non formalizzati ma comunque impartiti in forza del peso politico rivestito, che abbiano integrato una concreta ingerenza, quand'anche indebita o illecita, nelle competenze degli uffici e funzionari prepositi), abbia impartito, in via di diritto o *anche di mero fatto*, disposizioni e direttive atte ad orientare in modo determinante le decisioni assunte dall'ente pubblico partecipante nell'esercizio dei poteri spettantigli in seno alla società partecipata (D. MORGANTE, *Le azioni di responsabilità relative alle società a partecipazione pubblica nel testo unico*, in F. FIMMANÒ-A. CATRICALÀ, *Le società pubbliche*, ROMA, 2016, 726).

Per vero, nel caso di specie l'azione della procura contabile si collocava in un contesto storico dove né sul piano normativo né su quello giurisprudenziale era stato congegnata la legittimazione ad una azione erariale assimilabile a quella di cui all'art. 2497 c.c., anche se basata sulle medesime ricostruzioni fattuali e probatorie<sup>55</sup>.

Ad oggi è l'art. 12 che si fa carico di prevedere nella "versione erariale" il medesimo meccanismo civilistico contemplato dall'art. 2497 c.c. quando afferma, come si è visto, che "*costituisce danno erariale il danno, patrimoniale o non patrimoniale, subito dagli enti partecipanti, ivi compreso il danno conseguente alla condotta dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, che, nell'esercizio dei propri diritti di socio, abbiano con dolo o colpa grave pregiudicato il valore della partecipazione*" e per l'effetto riconosce la giurisdizione sugli organi controllanti, ed in solido su quelli controllati, visto che senza questi ultimi i primi non potrebbero esercitare i poteri di fatto.

Nel caso sottoposto al vaglio della giurisprudenza di merito<sup>56</sup>, la violazione dei principi di corretta gestione ha comportato l'impossibilità per la controllata di operare come autonomo centro di profitto, a causa della decisione di proseguire l'attività mediante l'esercizio provvisorio, nonostante le continue perdite, nonché della delibera di finanziamento del relativo fabbisogno, eseguito però solo in parte ed in modo del tutto insufficiente a coprire i buchi via via accumulati<sup>57</sup>.

Dunque, la prova positiva dell'influenza dominante esercitata dall'Ente pubblico socio viene individuata in *circostanze fattuali* reiterate e non in indici formali. Ed infatti, dopo aver accertato nell'assemblea, quale socio di maggioranza relativa *determinante*, la perdita del capitale senza sottoscrivere l'aumento deliberato, lo stesso non procedeva per quasi due anni alla messa in liquidazione, nonostante si fosse verificata la causa di scioglimento decretata in via giudiziale. Negli anni successivi il socio di minoranza abusiva approvava delibere di autorizzazione all'esercizio provvisorio motivandole con *l'esigenza di conservazione del valore dell'azienda e di preservazione dei posti di lavoro*. In particolare, nella seconda delibera di proroga, a fronte della resistenza degli altri soci e dei rilievi mossi dal collegio sindacale per le ulteriori gravi perdite prodotte, manifestava l'impegno a farsi carico dell'intero fabbisogno finanziario anche per la quota dei soci assenti e dissenzienti, salvo regresso. In occasione delle due successive proroghe, nel riconoscere di aver deliberato ingenti finanziamenti, richiamava un altro ente pubblico (socio di minoranza) che aveva presentato una propria mozione sulla necessità di coordinarsi preventivamente esternando chiaramente la posizione di supremazia. Queste attività conclamavano l'eterodirezione *di fatto* e l'influenza dominante "*sulle scelte gestionali e strategiche della partecipata*" da parte di un "*socio pubblico teso ad occuparsi direttamente della gestione della partecipata assumendo un ruolo attivo e di primario rilievo per la risoluzione della crisi, che del resto ha contribuito a creare, anche nei confronti degli organi istituzionali e della procedura concor-*

<sup>55</sup> Anche se già da tempo avevamo avuto modo di delineare questo assetto: F. FIMMANÒ, *Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell'attività*, in *Giust. civ.*, 2014, 1135 s.

<sup>56</sup> Tribunale di Napoli, Sez. Impr., 7 novembre 2019, cit.

<sup>57</sup> Casistica che abbiamo stigmatizzato da anni F. FIMMANÒ, *Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell'attività*, in *Giust. civ.*, 2014, 1135 s.; e prima ancora ID., *Le società di gestione dei servizi pubblici locali*, in *Riv. not.*, 2009, 897 s.).

suale” nel mero interesse extrasociale “economicamente rilevante di assicurare la continuazione del servizio di trasporto pubblico”.

Nella vicenda descritta si sovrappongono più presunzioni (a norma dell’art. 2497-sexies c.c.), in quanto il socio pubblico disponeva «di voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria» ed al tempo stesso godeva «...di particolari vincoli contrattuali» essendo il soggetto che affidava direttamente il servizio di trasporto. Questa circostanza incrocia anche la presunzione di cui all’art. 2497-septies c.c., visto che il c.d. “controllo analogo sui servizi” (e non sulla società), richiesto dal modello *in house providing*, è realizzabile in pieno solo con un contratto di dominazione sull’attività economica.

La responsabilità da *abuso del dominio* è d’altra parte una responsabilità *da attività* e non *da atti*, più rigorosa di quella derivante dalla violazione per colpa di un dovere di condotta<sup>58</sup>. Il sistema normativo di cui agli artt. 2497 ss. c.c. riguarda l’attività di dominio e non il soggetto che la esercita. Il *dominus*, che svolge l’attività e che ha il relativo potere-dovere della direzione e del coordinamento, deve adottare tutte le misure e le cautele previste dalla legge per evitare il danno. Quando il dominio dell’impresa eterodiretta avviene mediante direttive impartite di fatto (o addirittura in modo segreto) e senza rispettare le norme sulla pubblicità commerciale dell’eterodirezione e sugli obblighi di cui agli artt. 2497-bis e *ter* c.c., il regime è ancora più severo determinando, come più volte ribadito, inversioni dell’onere probatorio. D’altra parte, nel diritto commerciale esiste un diretto rapporto tra informazione e responsabilità<sup>59</sup>, nel senso che quest’ultima è direttamente proporzionale alla quantità e alla qualità delle informazioni offerte.

È interessante notare, infine, come la giurisprudenza trovi conferma *fattuale* degli abusi dell’ente-holder nella gestione della crisi, e delle soluzioni che avrebbero dovuto essere adottate, nonché conferma *normativa* dell’illegittimità del comportamento nelle disposizioni del TUSP, pur se non applicabili alla fattispecie *ratione temporis*, laddove all’art. 14, comma 5, proibisce alle pubbliche amministrazioni di effettuare “*conferimenti, erogare finanziamenti e rilasciare garanzie alle società partecipate che operino strutturalmente in perdita, salvo che la crisi non sia reversibile, ma in tempi abbastanza brevi e certi, attraverso comunque la predisposizione di un piano di risanamento approvato dall’autorità di regolazione del settore e comunicato alla Corte dei Conti per il raggiungimento dell’equilibrio finanziario*”<sup>60</sup>.

<sup>58</sup> Per alcuni versi assimilabile a quanto previsto dal legislatore all’art. 2050 c.c. per l’esercizio di attività pericolosa. Si è tuttavia affermato che la prova liberatoria prevista nella disposizione, comportando una valutazione della condotta del soggetto agente, ricondurrebbe la fattispecie entro uno schema di imputazione soggettiva (per *culpa lievissima*) e non oggettiva (C. CASTRONOVO, voce *Responsabilità oggettiva*, in *Enc. giur. Treccani*, XXVII, Roma, 1991, 4; C. SALVI, *La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. priv.*, II ed., a cura di IUDICA-ZATTI, Milano, 2005, 149).

<sup>59</sup> Si permetta sul problema di rinviare a F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nelle società per azioni*, Milano, 2008, 12 s.

<sup>60</sup> In argomento vedi C. IBBA-I. DEMURO, *La crisi d’impresa*, in *Le società a partecipazione pubblica*, diretto da C. IBBA-I. DEMURO, Bologna, 2018, 321 ss.; G. GUIZZI-M. ROSSI, *La crisi di società a partecipazione pubblica*, in *La governance delle società pubbliche nl d.lgs. n. 175/2016*, a cura di G. GUIZZI, Milano, 2017, 271 ss.; F. GUERRERA, *Crisi e insolvenza delle società a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 371 ss.; V. CHIONNA, *Le soluzioni concordate della crisi delle società pubbliche*, in *Le “nuove” società partecipate e in house providing*, a cura di S. FORTUNATO-F. VESSIA, Milano, 2017, 213

Peraltro, quanto sancito dalla norma appena richiamata ha ragione di esistere nella misura in cui l'art. 6, comma 2, TUSP introduce un microsistema di *allerta e prevenzione* per le partecipate pubbliche, anticipandone l'ingresso generalizzato nel nostro sistema concorsuale, ora disciplinato dagli artt. 12 ss. del Codice della crisi<sup>61</sup>, stabilendo che le sole società a controllo pubbliche (e non le mere partecipate) «[...] predispongono specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale e ne informano l'assemblea nell'ambito della relazione di cui al comma 4».

6. *Il c.d. controllo analogo nelle società in house.* – Resta da fare un riferimento, seppur rapido, alla società *in house* che le Sezioni unite della Cassazione<sup>62</sup> prima dell'avvento del TUSP, avevano qualificato come una mera articolazione interna della P.A., una *longa manus* al punto che l'affidamento diretto neppure consentirebbe di configurare un rapporto intersoggettivo di talché non potrebbero ritenersi terza “rispetto all'amministrazione ma dovrebbe considerarsi come uno dei servizi propri dell'amministrazione stessa”, a guisa di articolazione organizzativa dell'ente, posta in una situazione di *delegazione organica o addirittura di subordinazione gerarchica*.

In verità questo mostro giuridico, costruito dalla Suprema Corte ai soli fini della giurisdizione,<sup>63</sup> trovava la propria origine normativa in una *rivisitazione strumentale* fatta dal legislatore italiano della giurisprudenza comunitaria, che in particolare nella famosa sentenza *Teckal* (concernente peraltro un Consorzio di enti e non una società) aveva escluso l'applicabilità delle norme sull'individuazione concorrenziale del con-

ss.: L. STANGHELLINI, *Art. 14, in Codice delle società a partecipazione pubblica*, a cura di G. MORBIDELLI, Milano, 2018, 332; F. FIMMANÒ, *Insolvenza delle società pubbliche, strumenti di allerta e prevenzione, piani di risanamento*, in *Le società pubbliche*, a cura di F. FIMMANÒ-A. CATRICALÀ, II, Napoli, 2017, 687 ss.; G. RACUGNO, *Crisi d'impresa di società a partecipazione pubblica*, in *Riv. soc.*, 2016, 1144 ss.; ID., *Crisi d'impresa delle società a partecipazione pubblica e doveri degli organi sociali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 195 ss.; G. D'ATTORRE, *La crisi d'impresa nelle società a partecipazione pubblica*, in *Le società pubbliche*, cit., 673 ss.; ID., *I piani di risanamento e di ristrutturazione nelle società pubbliche*, in *Fallimento*, 2018, 139 ss.

<sup>61</sup> Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Procedure di allerta, poteri individuali degli amministratori non delegati e altre considerazioni sulla composizione anticipata della crisi*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss.; F. BENAZZO, *Il Codice della crisi d'impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 274 ss.; A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2018, 171 ss.; S. DE MATTEIS, *L'emersione anticipata della crisi d'impresa*, Milano, 2017.

<sup>62</sup> Cass., Sez. Un., 25 novembre 2013, n. 26283, in *Società*, 2014, 55 s. con nota di F. FIMMANÒ, *La giurisdizione sulle “società in house providing”*; e poi in scia: Cass., Sez. Un., 16 dicembre 2013, n. 27993; Cass., Sez. Un., 26 marzo 2014, n. 7177; Cass., Sez. Un., 24 ottobre 2014, n. 22609.

<sup>63</sup> Non è questa la sede per ricostruire le ragioni e le *antinomie* di quell'orientamento, funzionale in sostanza a porre un argine alla diffusa *mala gestio* (sul tema mi permetto di rinviare a F. FIMMANÒ, *Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell'attività*, in *Giust. civ.*, 2014, 1135 s.). Le Procure presso la Corte dei conti in questi avevano intensamente sollecitato la Cassazione, evidenziando come condizionamenti di carattere politico finivano col rendere altamente *improbabili* iniziative *serie* da parte degli enti locali dirette a sanzionare gli organi societari (*controllati*) davanti al giudice ordinario, dando luogo ad un sostanziale esonero da responsabilità di soggetti che arrecavano gravi danni. Visto il silenzio del legislatore, che nonostante i buoni propositi “dichiarati” non era intervenuto a riconoscere la giurisdizione della Corte dei conti (ed a porre un argine effettivo al disastroso mondo delle società *in house*) le Sezioni unite finirono col *sostituirsi* (con una sentenza molto opinabile sul piano tecnico-giuridico) al fine di raggiungere il risultato più efficiente, in un momento tanto delicato per la finanza pubblica.

cessionario qualora l'ente "eserciti sulla persona di cui trattasi un controllo analogo a quello da esso esercitato sui propri servizi e questa persona realizzi la parte più importante della propria attività con l'ente o con gli enti locali che la controllano"<sup>64</sup>. Si noti che si tratta, e non a caso, proprio delle medesime espressioni "mutuate" dal nostro legislatore per legittimare l'affidamento diretto ed in deroga<sup>65</sup>.

In ogni caso è corretto affermare che il "controllo analogo" sicuramente *contiene in re ipsa* la direzione ed il coordinamento<sup>66</sup>, essendo "qualcosa di più" almeno sul piano degli indici formali<sup>67</sup>, con tutte le conseguenze sul piano effettuale che abbiamo visto.

Per configurare il c.d. *controllo analogo* è necessario uno strumento di carattere societario, *parasociale* o *contrattuale*, diverso dai normali poteri che un socio, anche totalitario, esercita in assemblea, che in ogni momento possa vincolare l'affidataria agli indirizzi dell'affidante. Non può certo bastare il diritto di voto o il potere di nomina degli organi perché questi saranno comunque autonomi nella gestione, salvo la possibilità di revocarli. Quindi da un lato il controllo partecipativo totalitario è *condizione necessaria* (con tutti i relativi effetti *ex art. 2325, comma 2, c.c. e 2462, comma 2, c.c.*), dall'altro è *condizione insufficiente* a legittimare l'affidamento diretto dei servizi.

Il controllo "analogo" che legittima l'affidamento diretto del servizio pubblico viene in genere esercitato anche in funzione degli *interessi istituzionali dell'ente* e della collettività<sup>68</sup> cui viene erogato il pubblico servizio e comunque quasi mai nel mero interesse (lucrativo) della controllata e di conseguenza può spesso generare la responsa-

<sup>64</sup> Corte di Giustizia 18 novembre 1999, in causa C-107/98 Teckal s.r.l. contro Comune di Aviano in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, 1393 s. in modo più o meno conforme: Corte di giustizia, 10 novembre 1998, Bhi holding contro G. ARNHEM-G. RHEDEN; Corte di Giustizia, 9 settembre 1999, Ri.San. s.r.l. contro Comune di Ischia; Corte giust., 15 giugno 2000, *ARGE Gewässerschutz* contro *Bundersministerium für Land und Forstwirtschaft*.

<sup>65</sup> In verità la genesi di questo fenomeno (e delle complesse e variegate questioni poste dallo stesso) non è certo legata a ragioni di efficienza od efficacia del modello gestionale, oppure ad altre motivazioni aziendalistiche, ma esclusivamente alla degenerazione di metodi di organizzazione del comparto dei servizi pubblici, originata sovente dal mero malcostume "politico". Si è rilevato in giurisprudenza che le cause della crisi dell'intervento pubblico nella gestione dei servizi vanno individuate nell'eccessiva espansione dei settori di intervento, con l'esternalizzazione di attività svolte da apparati amministrativi; nel graduale abbandono dell'ottica imprenditoriale per il perseguimento di finalità politiche e sociali; nella dipendenza del sistema del finanziamento gestito dal potere politico; nell'inesistenza della "sanzione economica" a tutela dell'equilibrio finanziario della gestione" (Trib. Palermo, 20 ottobre 2014, in *Dir. fall.*, 2015, II, 258, con nota di F. FIMMANÒ, *L'insolvenza dell'imprenditore "società pubblica" e la tutela dell'affidamento dei suoi creditori*).

<sup>66</sup> In tal senso anche Trib. Palermo, Sez. Impr., V civile, 28 aprile 2021, in *Società*, 2021, 812 s. con nota di F. FIMMANÒ, *Il controllo analogo configura in re ipsa l'attività di direzione e coordinamento sulle "partecipate" pubbliche*. In tema tra le tante Cass., Sez. Un., sent., n. 2739 del 27 marzo 1997. Il riconoscimento della giurisdizione dell'AGO sulla controversia compiuto dalla Suprema Corte non può essere rimesso in discussione.

<sup>67</sup> F. FIMMANÒ-F. SUCAMELI, *Gli indici formali e legali*, cit., n. 4, 10 s.

<sup>68</sup> La violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale si configura allorché l'ente pubblico controllante ha agito nell'interesse proprio o altrui (ammesso pure che sia quello della *collettività*) che può individuarsi nell'interesse economicamente rilevante ad assicurare financo "la continuazione della gestione del servizio pubblico, riversando esclusivamente sulla società partecipata i risultati negativi della gestione in perdita, così traendone vantaggio in pregiudizio della stessa" (Trib. Napoli, Sez. impr., 7 novembre 2019, in *Società*, 2020, 344, con nota di F. FIMMANÒ, *Ente pubblico-holder e responsabilità per abuso di eterodirezione*).

bilità *sussidiaria* dello stesso ente<sup>69</sup>. Si badi che in particolare per i *c.d. servizi senza rilevanza economica* la gestione *secondo criteri di economicità*<sup>70</sup>, quindi di corretta gestione imprenditoriale, è esclusa addirittura dalla legge, visto che l'ente affidante deve fare ricorso per coprire il costo alla fiscalità generale, ovvero applicando tariffe politiche.

L'*abuso di eterodirezione* finisce in questi casi col determinare in via indiretta *anche* la violazione delle *regole di contabilità pubblica*, in ordine al risultato dell'assunzione di spese di ammontare indeterminato, quali sono quelle derivanti da responsabilità *ex art. 2497 c.c.*, che chiaramente non vengono previste né coperte<sup>71</sup>.

Una nota delibera, anche se datata, della Corte dei Conti<sup>72</sup>, già evidenziava che laddove si voglia dare prevalenza al dato formale – e ritenere che, trattandosi di enti che hanno assunto la forma societaria, opera nei loro confronti la limitazione della responsabilità al solo patrimonio sociale, in base al principio sancito per le società di capitali dagli artt. 2325 e 2462 c.c. – diviene applicabile la responsabilità dell'ente pubblico nei confronti dei creditori sociali sensi dell'art 2497 c.c., atteso che “*il controllo analogo determina l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento*

---

<sup>69</sup> Il controllo analogo viene definito dal legislatore come la “situazione in cui l'amministrazione esercita su una società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi, esercitando un'influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni significative della società controllata. Tale controllo può anche essere esercitato da una persona giuridica diversa a sua volta controllata allo stesso modo dall'amministrazione partecipante”. Prevede infatti l'art. 16, n. 3, Tusp, che oltre l'ottanta per cento del fatturato della *in house* sia effettuato nello svolgimento dei compiti a essa affidati dall'amministrazione pubblica e che la produzione ulteriore rispetto al suddetto limite sia consentita a condizione che la stessa permetta di conseguire economie di scala o altri recuperi di efficienza sul complesso dell'attività principale della società. Il controllo analogo legittima l'affidamento, nel senso che manifesta quella vicinanza tra affidante e affidatario che rende l'affidatario non un terzo estraneo ma l'amministrazione stessa, e qualifica l'affidamento come una forma di autoproduzione dell'amministrazione. Cfr. sul tema P. PETTITI, *Direzione e coordinamento, interesse e controllo analogo*, in *Riv. soc.*, 2020,1082 s.

<sup>70</sup> I servizi pubblici locali a rilevanza economica sono quelli gestiti con metodo economico, laddove la tariffa richiesta all'utente risponda allo scopo almeno tendenziale di coprire integralmente i costi di gestione. Laddove invece i costi del servizio siano coperti facendo ricorso alla fiscalità generale, ovvero applicando tariffe politiche con lo scopo di esigere una mera compartecipazione dell'utenza, il servizio in questione sarà privo di rilevanza economica.

<sup>71</sup> Peraltro la più attenta dottrina commercialistica già sottolineava questa criticità in relazione agli effetti del vecchio art. 2362 c.c., in caso di pubblica amministrazione-azionista unica rispetto all'impossibilità di ammettere, per le regole di contabilità pubblica, una spesa di ammontare indeterminato come quella derivante dalla responsabilità delle obbligazioni societarie sorte nel periodo di controllo totalitario (V. BUONOCORE, *Autonomia degli enti locali e autonomia privata: il caso delle società di capitali a partecipazione comunale*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 14, nello stesso senso C. CONTI reg. Lazio, 10 settembre 1999, n. 1015, in *Giorn. dir. amm.*, 2000, 235, con nota di M. DUGATO).

<sup>72</sup> Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per il Piemonte, Pres. La Terza, rel. Pischetta, 19 gennaio 2012 (e si aggiunge che il comune rimane il titolare del servizio gestito dalla società, non vi è alcun motivo per escludere che l'ente locale debba far fronte ai debiti della propria società *in house* che non sono stati soddisfatti in seguito alla liquidazione a causa dell'incapienza del capitale sociale. questa conclusione, inoltre, risponde anche ad esigenze di tutela dei creditori sociali che nel dare fiducia alla società hanno indubbiamente fatto affidamento sulla natura pubblica della stessa e conseguentemente sulla quasi certezza di ottenere il soddisfacimento integrale del loro credito. l'obbligo di pagare i creditori sociali, riguardando soltanto i debiti non soddisfatti nel corso della liquidazione della società *in house*, non si pone in contrasto con il divieto di ripianamento delle perdite sancito dall'art. 6, comma 19, D.L. n. 78/2010 convertito, con modificazioni, dalla L. n. 122/2010, che è stato previsto per perseguire una maggiore efficienza delle società pubbliche).



*nell'interesse istituzionale dell'ente pubblico e non nell'interesse esclusivo della società controllata*".

Quanto all'*aspetto giuscontabile* gli stessi giudici contabili evidenziavano che trattandosi di ipotesi non rientranti nell'elencazione tassativa contenuta nell'art. 194 T.U.E.L.<sup>73</sup> l'ente poteva fare ricorso soltanto alle procedure ordinarie disciplinate dall'art. 191 T.U.E.L., secondo cui "*gli enti locali possono effettuare spese solo se sussiste l'impegno contabile registrato sul competente intervento o capitolo del bilancio di previsione e l'attestazione della copertura finanziaria*". In altre parole occorre che nel bilancio di previsione venga previsto il necessario stanziamento che verrà impegnato con l'eventuale delibera di accollo dei debiti. È evidente che il suddetto stanziamento dovrà trovare allocazione nella parte corrente del bilancio, essendo una spesa che non rientra in alcun modo tra quelle di investimento. Trattandosi di debito *anomalo* (ossia derivante dalla violazione dei criteri di corretta gestione societaria e imprenditoriale, nell'interesse proprio od altrui dell'ente e comunque contro quello della partecipata) esso è anche potenzialmente causa di danno erariale, eventualmente da esercitare a cura della competente Procura regionale della Corte dei Conti.

Insomma siamo in una situazione in cui c'è la responsabilità dell'ente pubblico per abuso del dominio e per l'effetto dei suoi amministratori e dirigenti per la stessa ragione – *e per aver violato le regole di contabilità* – esponendo l'ente a spese indiscriminate, senza alcuna *utilitas*, e degli organi della società partecipata per aver preso parte al fatto lesivo<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> La norma prevede che si possa riconoscere "*la legittimità dei debiti fuori bilancio*" derivanti da a) sentenze esecutive; b) copertura di disavanzi di consorzi, di aziende speciali e di istituzioni, c) ricapitalizzazione, nei limiti e nelle forme previste dal codice civile o da norme speciali, di società di capitali costituite per l'esercizio di servizi pubblici locali; d) procedure espropriative o di occupazione d'urgenza per opere di pubblica utilità; e) acquisizione di beni e servizi, in violazione degli obblighi di cui ai commi 1, 2 e 3 dell'art. 191. Con particolare riferimento alle ipotesi contenute nella lettera b) [*copertura di disavanzi di consorzi, di aziende speciali e di istituzioni, nei limiti degli obblighi derivanti da statuto, convenzione o atti costitutivi, purché sia stato rispettato l'obbligo di pareggio del bilancio di cui all'articolo 114 ed il disavanzo derivi da fatti di gestione*] e c) [*ricapitalizzazione, nei limiti e nelle forme previste dal codice civile o da norme speciali, di società di capitali costituite per l'esercizio di servizi pubblici locali*], si osserva che consorzi, aziende speciali e istituzioni sono enti strutturalmente diversi dalle società di capitali e che la liquidazione di una società è una misura alternativa alla sua ricapitalizzazione alla quale non può in alcun modo ricondursi (Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per il Piemonte, cit., 12 s.).

<sup>74</sup> I dirigenti o funzionari responsabili dell'unità amministrativa preposti all'espletamento dell'istruttoria e alla formulazione della proposta operativa che, pur non essendo titolari del formale potere di rappresentanza in seno agli organi societari, abbiano comunque esercitato una influenza determinante nel percorso decisionale che ha poi eziologicamente condotto alla condotta o all'atto dannoso. O ancora l'organo politico-istituzionale (es. Sindaco, Presidente, Assessore, Giunta, Consiglio) che, sia nell'esercizio di potere formale sia proprio che delegato (es. attraverso un atto di indirizzo formalizzato) o anche solo di un potere concreto e sostanziale (es. attraverso indirizzi non formalizzati ma comunque impartiti in forza del peso politico rivestito, che abbiano integrato una concreta ingerenza, quand'anche indebita o illecita, nelle competenze degli uffici e funzionari prepositi), abbia impartito, in via di diritto o *anche di mero fatto*, disposizioni e direttive atte ad orientare in modo determinante le decisioni assunte dall'ente pubblico partecipante nell'esercizio dei poteri spettantigli in seno alla società partecipata (D. MORGANTE, *Le azioni di responsabilità relative alle società a partecipazione pubblica nel testo unico*, in F. FIMMANÒ-R. CANTONE-A. CATRICALÀ, *op. cit.*, 2020, 895).

# GOVERNO SOCIETARIO E CONTROLLO ANALOGO SUL BILANCIO DELLA SOCIETÀ *IN HOUSE*

di *Gabriele Racugno*

SOMMARIO: 1. Il dibattito sul controllo analogo. – 2. La *in house*, creazione comunitaria della Corte di giustizia. – 3. La deroga all'art. 2380-*bis* c.c. – 4. Controllo analogo e bilancio d'esercizio. – 5. Un equivoco giurisprudenziale. – 6. Controllo analogo e scritture di assestamento. – 7. Ulteriore conferma dell'inammissibilità del controllo analogo sul bilancio d'esercizio.

1. *Il dibattito sul controllo analogo.* – Nonostante il “Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica” (Tusp) abbia proceduto a definire il *Controllo analogo* sulle società *in house* come “la situazione in cui l'amministrazione esercita su una società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi, esercitando un'influenza dominante sia sugli *obiettivi strategici* che sulle *decisioni significative* della società controllata”<sup>1</sup>, continua a reiterarsi l'affermazione secondo cui l'intensità qualitativa del controllo analogo si concretizza nella possibilità di definire, monitorare e intervenire costantemente sui compiti e sul perimetro di attività della struttura all'uopo organizzata<sup>2</sup>. In sintesi il controllo analogo, andando oltre la lettera e la *ratio* di quanto sancito dal Tusp, viene sovente identificato nel rapporto di subordinazione gerarchica dell'ente nei confronti del socio pubblico, un controllo penetrante al di là dei normali poteri di influenza insiti nella partecipazione sociale previsti dal regime ordinario di diritto societario.

Trattasi di un assunto che non può essere condiviso, considerato che, secondo il Tusp, il rapporto di dominio – che pur caratterizza il controllo analogo sulle partecipate – viene delimitato e riferito agli *obiettivi strategici* e alle *decisioni significative*, piuttosto che a un rapporto di subordinazione gerarchica, incidente con un controllo pressante, costante e quotidiano su tutte le scelte gestorie della controllata.

Il Controllo analogo, che viene esercitato dalla Commissione a questo ufficio preposta, va inteso come un controllo sulle scelte strategiche e sulle scelte principali della controllata, un'influenza sugli obiettivi fondamentali<sup>3</sup>, e non già su decisioni specifi-

---

<sup>1</sup> Art. 2, comma 1, lett. c), d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, che trova conferma nelle Linee Guida Anac n. 7, in attuazione del d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50. Per un'impostazione generale della materia, cfr. G. GUIZZI, *Interesse sociale e governance delle società pubbliche*, in *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, a cura di G. GUIZZI, Milano, 2017, 3 s.

<sup>2</sup> Così l'ormai risalente Corte Giustizia C.E., 17 luglio 2008, causa C-371/05 (*Commissione/Italia*) § 26, in *Giur. comm.*, 2009, II, 7, con nota di D. PIAZZONI, *In house providing, partenariati pubblico-privato istituzionalizzati e partecipazione al capitale sociale a scopo di finanziamento*, 8, ss. In ordine al sovvertimento dei principi fondamentali del diritto societario nella materia dell'organizzazione dei servizi pubblici, cfr. R. COSTI, *Servizi pubblici locali e società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 798 ss.

<sup>3</sup> Cfr. M. CIAN, *I requisiti qualificatori della società in house-Appunti*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, a cura di C. IBBA, Milano, 2019, 231 ss. Sulle difficoltà di conciliare il

che e singole che devono restare rimesse alla società controllata: un controllo che può essere ricondotto all'art. 2359 c.c., che comporta il potere della controllante di intervenire sulle decisioni più importanti della controllata, e non già come un controllo talmente invadente da escludere l'autonomia giuridica della controllata, comportante pervasivi poteri idonei ad eliminare *de facto* qualsivoglia margine operativo/funzionale in capo al *management* della società, così aggravando notevolmente gli oneri procedurali, in spregio ai principi di efficienza e buon andamento dell'azione amministrativa.

In sintesi, l'originaria interpretazione che rappresentava la controllata *in house* come un "ufficio", un'unità in senso lato, priva di autonomia, in posizione subordinata rispetto all'ente controllante<sup>4</sup>, deve leggersi restrittivamente come il potere della controllante di intervenire sulle decisioni più importanti della controllata, che ha un rapporto di assoluta autonomia con l'ente pubblico che vi partecipa<sup>5</sup>. L'influenza che il socio pubblico esercita sulla *in house* si estrinseca sotto il profilo dell'"alta amministrazione" e non annulla l'autonomia gestionale ed operativa dell'organo amministrativo della *in house*. La società *in house* deve quindi configurarsi come una società di diritto comune, seppure sottoposta a taluni adattamenti che non incidono sulla forma giuridica dell'ente, né possono implicare la deroga alle disposizioni del diritto societario e, nello specifico, alle norme relative agli organi di controllo e all'adeguatezza degli assetti organizzativi, i quali includono, come è noto, anche le funzioni di controllo interno nelle sue diverse articolazioni<sup>6</sup>. Coerenza impone che quando lo Stato, volontariamente, nel proprio operare "si assoggetta alla legge della società per azioni", l'impianto privatistico di tale legge non possa essere stravolto<sup>7</sup>, né dal Tusp emergono soluzioni derogatorie che possano legittimare uno snaturamento del modello codicistico. La *in house* non costituisce "una categoria soggettiva con valenza generale ma una nozione funzionale all'applicazione di una determinata disciplina"<sup>8</sup>.

---

controllo analogo con le regole societarie, v. I. DEMURO, *La compatibilità del diritto societario con il c.d. modello in house providing per la gestione dei servizi pubblici locali*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 780 ss.; G. CAIA, *Le società in house: persone giuridiche private sottoposte a peculiare vigilanza e tutela amministrativa*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 469/470.

<sup>4</sup> Cass., SS.UU., 25 novembre 2013, n. 26283, con nota di F. FIMMANÒ, *La giurisdizione sulle società in house providing*, in *Società*, 2014, 55, e in *Giur. comm.*, 2014, II, 5, con nota di C. IBBA, *Responsabilità erariale e società in house*, che censura il potere di comando direttamente esercitato sulla gestione della società, qualificata come una articolazione interna della pubblica amministrazione, priva di un autonomo centro decisionale.

<sup>5</sup> Cass., SS.UU., 18 giugno 2019, n. 16335, in *Giur. comm.*, 2020, II, 1328.

<sup>6</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo delle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa*, 2015, I, 713, il quale precisa che "segmento e fulcro degli assetti organizzativi adeguati è il sistema di controllo interno, che costituisce lo snodo cruciale dell'articolazione del potere di impresa e delle regole di responsabilità", e, relativamente agli assetti organizzativi adeguati nella prevenzione della crisi, ID., *Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 829 ss.

<sup>7</sup> Pret. Torino, 12 dicembre 1978, in *Giur. comm.*, 1980, II, 248: "La società in mano pubblica è un soggetto di diritto privato destinato ad operare secondo il diritto comune". In senso conforme v. l'art. 4, comma 13, d.l. 6 luglio 2012, n. 95 (*spending review*), valorizzato, fra l'altro, da Cass. n. 1237/2015. Osserva B. LIBONATI, *I rapporti tra azionista pubblico e società partecipata*, in *Note e Studi Assonime* 5/2009, 5, "l'interesse pubblico deve rispettare i principi del modello giuridico prescelto". Analogamente, R. WEIGMANN, *Le imprese di servizi pubblici locali dopo la riforma societaria*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, *Diritto commerciale*, Milano, 2005, 4085.

<sup>8</sup> C. IBBA, *Diritto comune e diritto speciale nella disciplina delle società pubbliche*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, cit., 40.

2. *La in house, creazione comunitaria della Corte di giustizia.* – Sotto il titolo «società *in house*», l'art. 16 Tusp disciplina le condizioni di affidamento diretto di contratti pubblici<sup>9</sup>. È noto che la disciplina delle società *in house*, soggette al “controllo analogo”, ha origine dalla normativa europea in materia di appalti pubblici, che richiede che gli affidamenti di un certo valore siano messi a gara in un mercato libero. È nondimeno possibile l'*affidamento diretto* di un appalto – non preceduto dall'evidenza pubblica – da parte di un ente pubblico ad una società integralmente partecipata, a condizione che l'ente eserciti la propria attività in maniera esclusiva o assolutamente preminente nei confronti di detta società e che la stessa sia assoggettata al controllo dell'ente in termini analoghi al controllo operato da quest'ultimo direttamente sui propri servizi<sup>10</sup>, con conseguente non applicazione della disciplina comunitaria sugli appalti.

La *in house*, che è una creazione comunitaria della Corte di Giustizia<sup>11</sup>, ha la funzione di consentire all'amministrazione di autoprodotte beni e servizi in deroga alle regole sulle gare, con disapplicazione della disciplina concorrenziale – che vuole il confronto concorrenziale tra operatori quale strumento ordinario per l'affidamento di contratti pubblici<sup>12</sup> – in ragione della circostanza che l'affido interviene a favore di una entità di gruppo<sup>13</sup>. Trattasi di una società di capitali di diritto comune<sup>14</sup> (in cui pubblico non è l'ente partecipato, bensì il soggetto che vi partecipa), dotata di un proprio patrimonio, partecipata in misura totalitaria, o quasi, da soggetti pubblici e destinataria di affidamenti per la soddisfazione di un interesse pubblico e sottoposta ad un controllo particolare, ma assoggettata alle normali regole civilistiche ai fini dell'organizzazione e del funzionamento. Il richiamo normativo contenuto nell'apertura di questo scritto, conferma che il controllo analogo non determina la degradazione della *in house* a mero ufficio, né comporta l'attribuzione alle società partecipate di una connotazione pubbli-

---

<sup>9</sup> In argomento, in luogo di molti, due recenti saggi che pervengono a conclusioni differenti sulla portata del *Controllo analogo*: P. PETTITI, *Direzione e coordinamento, interesse e controllo analogo*, in *Riv. soc.*, 2020, 1082 ss.; A. VALZER, *Controllo analogo, governance e responsabilità della società in house*, in *Riv. soc.*, 2020, 1027 ss. Per una impostazione generale, v. la monografia di E. CODAZZI, *Le società in house. La configurazione giuridica tra autonomia e strumentalità*, Napoli, 2018. V., anche, C. PECORARO, *Le società in house profili societari*, in *Le società a partecipazione pubblica*, diretto da C. IBBA, I. DEMURO, Bologna, 2018, 191 ss.; F. CUCCU, *Partecipazioni pubbliche e governo societario*, Torino, 2019, 214, il quale, ponendosi il problema della compatibilità nelle società *in house* del controllo analogo con lo schema societario, ritiene che “la deroga al diritto societario comune è così forte da portare a chiedersi se con essa si determini un distacco sul piano tipologico dal modello codicistico”.

<sup>10</sup> Corte Giust., C.E., 18 novembre 1999, causa C-107/98 (*Teckal s.r.l. vs. Comune di Viano, Azienda Gas-Acqua Consorziale di Reggio Emilia*), in *Riv. it. dir. pubbl. comunità.*, 2000, 1461 ss., con nota di G. GRECO, *Gli affidamenti “in house” di servizi e forniture, le concessioni di pubblico servizio e il principio della gara*.

<sup>11</sup> Per tutti, cfr. P. PETTITI, *Gestione e autonomia nelle società titolari di affidamenti*, Milano, 2016, 1 ss., ove l'origine della *in house* nella concorrenza e la genesi del “riconoscimento” italiano.

<sup>12</sup> Cfr. G. MORBIDELLI, M. ZOPPOLATO, *Appalti pubblici*, in *Trattato di diritto amministrativo europeo*, a cura di P. CHITI, M. GRECO, I, Milano, 2007, 475 ss.

<sup>13</sup> Per un esame del quadro dei vincoli europei alle partecipazioni pubbliche, v. F. VESSIA, *Vincoli europei alle partecipazioni pubbliche e riflessi societari*, Napoli, 2020, 55 ss.

<sup>14</sup> Recita l'art. 1, comma 3, Tusp: “Per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato”. Regola questa ribadita dalla chiara formulazione del comma 1 dell'art. 14 Tusp: “Le società in mano pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento ...”, cfr. G. RACUGNO, *Crisi di impresa di società a partecipazione pubblica*, in *Riv. soc.*, 2016, 1151.

ca<sup>15</sup>, ma soltanto la possibile avocazione, da parte dell'amministrazione partecipante, delle decisioni più importanti, decisioni che, ove costituiscano abuso di dominio, generano responsabilità per l'ente pubblico<sup>16</sup>.

3. *La deroga all'art. 2380-bis c.c.* – Il diritto dell'ente controllante di intervenire sulle scelte della controllata può essere intensificato con l'adozione di clausole statutarie in deroga all'art. 2380-bis c.c., secondo la previsione dell'art. 16, comma 2, lett. a), Tusp<sup>17</sup>.

La norma del codice civile appena richiamata stabilisce, come è noto, che la gestione dell'impresa “spetta esclusivamente agli amministratori”.

L'introduzione di una deroga a questa disposizione ha la funzione di suggellare statutariamente il diritto della controllante di intervenire sulle scelte della controllata, di guisa che gli atti di gestione più rilevanti siano adottati direttamente dall'ente socio, ma senza peraltro vanificare il ruolo gestorio della partecipata. Di qui l'illegittimità di una clausola statutaria che limiti i poteri dell'organo amministrativo alla sola gestione ordinaria<sup>18</sup>: in questo senso una recente decisione del Tribunale di Roma<sup>19</sup>, secondo la

---

<sup>15</sup> Cfr., in senso contrario, tra le tante: Cons. Stato, nn. 1206 e 1207 del 2001, e nn. 4711 del 2002 e 1303 del 2002. Ma vedi, ora, Cass., 7 febbraio 2017, n. 3196, con nota di F. FIMMANÒ, *La natura delle società pubbliche e la conseguente fallibilità*, in [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), 16 gennaio 2018, ed il commento di M.R. COPPOLA, *Il ritorno al diritto comune delle società in house alla luce del testo unico sulle società partecipate*, in *Le società pubbliche*, a cura di F. FIMMANÒ, A. CATRICALÀ, R. CANTONE, I, Napoli, 2020, 222: “Dal tenore della novella sembra che le società *in house* abbiano dismesso il ruolo di mera articolazione interna alla pubblica amministrazione, per essere ricondotte nell'alveo del diritto privato e ciò «senza che possa dirsi nato un soggetto sovraqualificato rispetto al tipo societario eventualmente assunto»”.

<sup>16</sup> Fr. Trib. Napoli, 7 novembre 2019, in *Società*, 2020, 344, con nota di F. FIMMANÒ, *Ente pubblico-holder e responsabilità per abuso*.

<sup>17</sup> Sul problema della supremazia del socio pubblico sul socio privato, v. G. MARASÀ, *Razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche e supremazia del socio pubblico sul privato nel T.U.S.P.*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, cit., 83 ss. In ordine all'ampiezza della deroga che l'art. 16, comma 2, lett. a), Tusp, consente alla competenza generale degli amministratori nella gestione dell'impresa, cfr. G. D'ATTORRE, *La governance delle società pubbliche*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 202 ss., il quale condivide l'opinione prevalente che “esclude che la norma possa consentire l'attribuzione diretta di poteri gestori al socio pubblico”, *ivi*, 276.

<sup>18</sup> Non è questa la sede, né ha rilievo, per le problematiche affrontate in questo scritto, soffermarsi sulla distinzione tra atti di ordinaria e straordinaria amministrazione previsti dagli artt. 320, 374 e 394 c.c., norme queste difficilmente applicabili ai poteri degli amministratori di società di capitali: cfr., per tutti, F. CORSI, *Il concetto di amministrazione nel diritto privato*, Milano, 1974, che sottolinea l'incongruenza della gestione di un'impresa con finalità conservative.

<sup>19</sup> Trib. Roma, decr., 27 ottobre 2018, in *Giur. comm.*, 2020, II, 187, con nota di P. PETTITI, *Agli amministratori delle in house spetta la gestione dell'impresa*. Nella motivazione della decisione, leggesi che la stessa Corte Costituzionale ha ricordato che “la Corte di giustizia dell'Unione Europea ha affermato che sul soggetto concessionario deve essere esercitato un controllo che consente all'autorità pubblica concedente di influenzarne le decisioni. Deve trattarsi di una possibilità di influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni importanti. Ciò non significa che siano annullati tutti i poteri gestionali dell'affidataria *in house*, ma che la «possibilità di influenza determinante» è incompatibile con il rispetto dell'autonomia gestionale, senza distinguere – in coerenza con la giurisprudenza comunitaria – tra decisioni importanti e ordinaria amministrazione” (Corte Cost., 28 marzo 2013, n. 50). Sulla inammissibilità di una limitazione di poteri dell'organo amministrativo alla sola amministrazione ordinaria, v. anche Trib. Roma, 8 maggio 2018, in *Giur. comm.*, 2019, I, 911, con nota di C. PECORARO, *Società in house e riserva della gestione degli amministratori*, il quale, fra l'altro, opportunamente, richiama le linee guida elaborate – prima dell'introduzione del Testo Unico – dal documento CNDCEC, *Aspetti regolamentari delle società in house*, secondo il quale il controllo analogo consiste nell'esercizio di “un'attività di controllo preventivo e strategico”, da un lato, ed “in un obiettivo di monitoraggio”.

quale una clausola di tal fatta eccede illegittimamente i limiti derogativi di cui all'art. 16 del Testo unico delle società pubbliche. La decisione ribadisce come il controllo analogo si estrinsechi soltanto a livello della c.d. "alta amministrazione" sulla società controllata, senza annullare, cioè, l'autonomia gestionale ed esecutiva del suo organo amministrativo<sup>20</sup>. Le deroghe statutarie all'art. 2380-*bis* sono consentite "ai fini della realizzazione dell'assetto organizzativo di cui al comma 1" (art. 16, comma 2, Tusp), cioè nei limiti del rapporto di strumentalità funzionale tra esse e il fine di realizzare il controllo analogo di cui al comma 1, come si evince dall'art. 16, comma 6, secondo cui "a seguito della cessazione degli affidamenti diretti perdono efficacia le clausole statutarie ... finalizzate a realizzare i requisiti del controllo analogo".

D'altronde la norma con cui è stato aperto questo paragrafo è una norma che fa eccezione alle regole generali, che debbono essere intese in senso restrittivo, come disposto dall'art. 14 disp. prel. c.c.

La decisione del Tribunale di Roma, pur prendendo atto dell'assenza di un espresso richiamo all'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c.<sup>21</sup>, rimarca come il controllo analogo non possa che impernarsi sulla "eterodirezione strategica" della società controllata<sup>22</sup>, piuttosto che in prescrizioni trasfuse in specifici atti e direttive formali vincolanti, volte a determinare una situazione di asservimento totale della controllata e degli organi della stessa, tale da annullarne ogni autonomia<sup>23</sup>. Tant'è che gli organi di amministrazione della società partecipata restano soggetti alle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali<sup>24</sup>.

In sintesi: riconoscere al socio la possibilità di esercitare il controllo analogo non comporta necessariamente una deroga al principio secondo il quale la gestione dell'impresa è di esclusiva competenza dell'organo gestorio, a cui si accompagna il naturale parallelismo tra potere e responsabilità degli amministratori, parallelismo che, venendo meno, porterebbe ad una irresponsabilità degli amministratori per l'attività gestoria, con una definitiva, quanto illegittima, rottura del criterio cardine di necessaria corrispondenza tra potere e responsabilità (*Keine herrschaft ohne haftung*), e quindi, con una totale irresponsabilità per l'attività e le scelte gestorie effettuate dagli organi di go-

---

gio e verifica", dall'altro (*ivi*, p. 929). V., ancora, E. CODAZZI, *Esercizio del controllo analogo sulle s.p.a. in house e clausole di deroga dell'art. 2380-bis, c.c.*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1494.

<sup>20</sup> Così, F. GUERRERA, *L'amministrazione*, in *La società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, cit., 139.

<sup>21</sup> Sulla applicabilità della fattispecie di cui all'art. 2497 c.c. alle società a partecipazione pubblica, v. M. CARLIZZI, *La direzione e coordinamento delle società a partecipazione pubblica*, in *La governance delle società pubbliche*, cit., 341 ss.; Trib. Roma, 18 febbraio 2021, in *giurisprudenzadelleimprese.it*. Ma in punto di *governance* dell'*in house* e per un assoggettamento "ad un controllo più stringente della direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497 e ss. c.c.", v. A. VALZERI, *La revoca degli amministratori delle società azionarie di providing in house*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 540, opinione che ritengo di dover condividere essendo i poteri di ingerenza e di condizionamento dell'amministrazione pubblica sulla *in house* superiori a quelli tipici del diritto societario.

<sup>22</sup> Con conseguente sottoposizione delle decisioni più importanti al vaglio preventivo dell'ente affidante (Cons. Stato, 15 giugno 2018, n. 182; 18 luglio 2017, n. 3554 e 24 ottobre 2017, n. 4902).

<sup>23</sup> Le problematiche concernono dunque la discussione sull'ampiezza delle deroghe consentite, cfr. C. ANGELICI, *Tipicità e specialità delle società pubbliche*, in *Le "nuove" società partecipate e in house providing*, a cura di S. FORTUNATO, F. VESSIA, Milano, 2017, 23 ss.

<sup>24</sup> Cfr. G. RACUGNO, *La responsabilità degli amministratori di società pubbliche*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, 2015, 475 ss.

verno, nei fatti, integralmente esautorati, con la creazione di una “zona franca” priva di copertura risarcitoria nei confronti della società stessa, dei suoi soci e dei terzi. La struttura cui è affidato il controllo analogo “non deve *gestire* ma *influenzare* (alcune decisioni di) *chi gestisce*”<sup>25</sup>.

4. *Controllo analogo e bilancio d'esercizio*. – Delineati a grandi linee i confini del *Controllo analogo*<sup>26</sup>, è necessario soffermarsi sull'ambito di possibile intervento della Commissione, a questo ufficio preposta, sul *bilancio* della partecipata, al fine di verificare se l'esercizio di una influenza determinante sugli obiettivi strategici e sulle decisioni significative della società controllata possa spingersi fino a influenzare i risultati della gestione e la fotografia del patrimonio sociale.

È opportuno ricordare che il bilancio d'esercizio (c.d. bilancio ordinario) è un prospetto contabile, classificabile fra le scritture contabili; espone ordinatamente e periodicamente, in sintesi – poiché riassume i dati rilevati nella contabilità – i valori del reddito (conto economico) e del capitale (stato patrimoniale).

La legge attribuisce al bilancio d'esercizio principalmente la funzione di obiettiva ed imparziale informazione sulla composizione ed il valore (determinato secondo criteri orientati a far emergere tutto e solo l'utile attribuibile all'esercizio) del patrimonio sociale, nonché sul reddito conseguito dall'esercizio. Di qui l'inaffidabilità di *politiche di bilancio*<sup>27</sup> sia tendenti alla depressione dei risultati, come pure al gonfiamento dell'utile o alla riduzione (rispetto al reale) delle perdite. Il bilancio d'esercizio è un documento *consuntivo*, ossia un rendiconto riepilogativo degli elementi patrimoniali e delle componenti reddituali dell'impresa ad una certa data di riferimento, e, nel contempo, anche un rendiconto sull'operato degli amministratori e del management nella gestione dell'impresa, ed ha la funzione, ove il risultato economico sia positivo, di evidenziare l'utile, e, nel caso sia negativo, l'ammontare della perdita comportante una diminuzione del valore del patrimonio netto della società; svolgendo anche una funzione organizzativa in quanto i suoi risultati patrimoniali e reddituali sono posti a base di decisioni da assumere (distribuzione di utili, formazione delle riserve, riduzione del capitale per perdite, aumento gratuito di capitale, acquisto di azioni proprie, limite all'emissione di obbligazioni, ecc.). Ha altresì una funzione fondamentale di natura tributaria, in quanto il risultato economico che emerge dal bilancio è posto alla base della determinazione delle imposte dei redditi (Ires, Irap).

---

<sup>25</sup> Così, C. IBBA, *Diritto comune e diritto speciale*, cit., 43.

<sup>26</sup> Sulla possibilità di inquadrare il fenomeno entro lo schema concettuale della *società singolare* o di *diritto speciale*, v. F. GUERRA, *Il controllo analogo*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 799 ss.

<sup>27</sup> “Ogni «politica di bilancio» è quindi, di per sé, illecita, e tradisce il senso della disciplina legislativa del bilancio: disciplina che mira a fare della contabilità sociale uno strumento di conoscenza dei fatti economici dell'esercizio, e non uno strumento per la realizzazione di interessi scelti dagli amministratori o dalla maggioranza societaria”: G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio della società per azioni*, Padova, 1965, 58.

5. *Un equivoco giurisprudenziale.* – In merito al controllo sul bilancio da parte della Commissione per il controllo analogo, secondo una sentenza del Tribunale di Roma<sup>28</sup> “deve esistere un controllo specifico non solo sulle procedure formali, ma anche sull’attuazione delle politiche aziendali, essendo necessario un controllo preventivo e non un mero controllo a posteriori, *essendo in ogni caso necessario il controllo del bilancio ...*”.

Il nostro ordinamento privatistico prevede un triplice controllo sul bilancio<sup>29</sup>, deputato (i) al collegio sindacale, (ii) al soggetto incaricato della revisione legale, (iii) all’attestazione degli organi delegati e del dirigente proposto nelle società quotate, a cui può aggiungersi l’applicabilità del d.lgs. n. 231/2001 alle società partecipate dalla pubblica amministrazione<sup>30</sup>.

Compete al collegio sindacale “fare osservazioni e proposte in ordine al bilancio e alla sua approvazione (art. 2429, comma 2, c.c.)<sup>31</sup> ed al soggetto incaricato della revisione legale esprimere “con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio” (art. 14, comma 1, lett. a, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39)<sup>32</sup>; nelle società quotate compete agli organi amministrativi delegati e al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili la redazione di una relazione congiunta<sup>33</sup> sul bilancio di esercizio (art. 154-bis, comma 5, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Il bilancio della società pubblica è quindi già ampiamente “monitorato” secondo le norme del codice civile e le norme generali del diritto privato, che, per espressa disposizione del Tusp (art. 1, comma 3), per quanto non espressamente derogato dalle disposizioni di questo decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica.

In sintesi, pertanto, *ex lege*, il *Controllo analogo* si concretizza, secondo quanto indicato dal decreto sopra citato, *nell’influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni significative* della società controllata.

Di qui l’inammissibilità di un controllo e una ingerenza tali da comprimere, svilire ed esautorare le competenze esclusive dell’organo di gestione della società e ridurlo indebitamente ad organo esecutivo delle determinazioni della Commissione sul con-

<sup>28</sup> Trib. Roma, 27 gennaio 2015, n. 1777, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, che, a sua volta, riproduce la motivazione di Cons. St. Ad.pl. 3 marzo 2018, n. 1, in *Foro amm. C.d.S.*, 2007, 740 ss., con nota di C. ACOCELLA, *Questioni (vere e false) in tema di società miste in house dopo la pronuncia della Plenaria 756 ss.*, e in *Foro amm. C.d.S.*, 2009, 93 ss., con nota di M.G. PULVIRENTI, *Recenti orientamenti in tema di affidamenti in house*, 108 ss.

<sup>29</sup> Sulla funzione del controllo, in generale, cfr. M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell’organizzazione delle società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Società, banche e crisi d’impresa*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, II, Milanofiori-Assago, 2014, 1079 ss. Per un esame di taluni profili del Tusp, che rispetto ai controlli della società per azioni pubblica evidenzia una deviazione della relativa disciplina dalle regole del diritto comune, v. L. FURGIUELE, *I controlli interni nella società a partecipazione pubblica*, in *La governance delle società pubbliche*, cit., 193 ss.

<sup>30</sup> G. STRAMPELLI, *Il sistema dei controlli interni e l’organismo di vigilanza*, in *I controlli delle società pubbliche*, a cura di F. AULETTA, Bologna, 2017, 113.

<sup>31</sup> Che comporta necessariamente una verifica sull’assetto contabile adottato dagli amministratori e sul suo concreto funzionamento (art. 2403 c.c.).

<sup>32</sup> La relazione deve altresì comprendere “una dichiarazione su eventuali incertezze significative relative a eventi o a circostanze che potrebbero sollevare dubbi significativi sulla capacità della società sottoposta a revisione di mantenere la continuità aziendale” (art. 14, comma 2, lett. f, d.lgs. n. 39/2010).

<sup>33</sup> La previsione di un controllo congiunto da parte dell’organo amministrativo e del dirigente preposto è volto a porre un ostacolo alle frodi contabili, in quanto le stesse non possono essere realizzate dagli amministratori senza la complicità del direttore finanziario.



trollo analogo, ad una sorta di *nuncius* di decisioni assunte fuori dalla società, con ogni conseguenza anche sulle responsabilità.

L'estrinsecazione dei momenti in cui si articola e manifesta il controllo analogo della Commissione, ragionevolmente può articolarsi in controlli *ex ante* (di indirizzo), controlli contestuali (di monitoraggio) e controlli *ex post* (controllo finale), in ogni caso limitati nella loro portata oggettiva.

Oggetto dei controlli *ex ante*, a titolo esemplificativo: l'adozione del piano industriale<sup>34</sup>, la pianta organica, il piano delle assunzioni, e, in generale il c.d. *business plan*.

Oggetto di controllo contestuale: gli atti dell'organo di gestione, le procedure di acquisto, le procedure di reclutamento del personale (peraltro già oggetto di controlli *ex ante*), i *report* semestrali (sui costi sostenuti dalla società, sullo stato di raggiungimento degli obiettivi aziendali e sui costi relativi agli acquisti e agli appalti).

Infine, i controlli *ex post*: l'intero operato della società, in relazione alle attività degli organi direzionali, allo scopo di verificare l'efficienza e l'efficacia dei percorsi tecnico-amministrativi intrapresi, attraverso l'analisi e la valutazione della situazione economico-patrimoniale della società e dello stato di attuazione degli obiettivi aziendali.

Sui controlli *ex post* si potrebbe più agevolmente ritenere che siano espressione dei principi di efficienza, efficacia e ragionevolezza che hanno ispirato il Tusp e della necessità di individuare eventuali campanelli d'allarme di una situazione in crisi, con conseguente intervento funzionale al risanamento della società basato su una adeguata pianificazione finanziaria<sup>35</sup>.

6. *Controllo analogo e scritture di assestamento*. – Questi controlli, peraltro, non possono mai incidere sulla “verità” del bilancio<sup>36</sup>, neppure in relazione ai valori c.d. stimati, che si presentano, soprattutto, in occasione della predisposizione delle “scritture di assestamento”<sup>37</sup>, concernenti, in particolare, “la svalutazione dei crediti”<sup>38</sup> e l'introduzione di “fondi per rischi”<sup>39</sup>.

Con riferimento ai primi emerge la valutazione delle perdite che si potranno determinare all'atto della riscossione dei crediti iscritti nell'attivo circolante, che presuppone la verifica del grado di solvibilità dei debitori, distinguendo le presunte perdite rela-

<sup>34</sup> Cfr. P. MAZZOLA, *Il piano industriale*, Milano, 2003, 13: “Il documento che presenta in modo organico e critico le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive”.

<sup>35</sup> Cfr. G. RACUGNO, *Gli indicatori della crisi d'impresa*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1354 ss.; ID., *Crisi d'impresa delle società a partecipazione pubblica e doveri degli organi sociali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 195 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 637 ss.

<sup>36</sup> “Le affidatarie sono comunque tenute ad operare secondo ... l'osservanza delle regole di bilancio”, P. PETTITI, *Gestione e autonomia*, cit., 129.

<sup>37</sup> Mi permetto rinviare, anche per ogni ulteriore dato bibliografico, a G. RACUGNO, *Le scritture di assestamento*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 6/2012, 9 ss.

<sup>38</sup> Che comporta direttamente l'iscrizione dei crediti al netto del relativo fondo di svalutazione, e non già l'attivazione di un fondo rischi su crediti.

<sup>39</sup> Che hanno la funzione di imputare al conto economico una componente negativa di reddito corrispondente a un onere di competenza dell'esercizio, ma che avrà manifestazione concreta in un esercizio futuro, convertendosi in debito ove poi venga utilizzato se il rischio si concretizza. Per i rischi immanenti e desumibili dai *petita* dei giudizi già instaurati e quelli potenziali dipendenti da una *class action*, cfr. L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2019, 196.

tive a crediti sorti nell'esercizio, da quelle riferibili a crediti sorti in esercizi precedenti (art. 2425, B. 10. d; OIC 15).

Per quanto concerne l'iscrizione in bilancio di accantonamenti per perdite di cui alla chiusura dell'esercizio, sono indeterminati l'ammontare o la data di sopravvenienza, il terzo comma dell'art. 2424-*bis* c.c.<sup>40</sup>, tiene in considerazione unicamente i rischi di esistenza *certa o probabile*, aventi origine nell'esercizio di competenza.

L'obbligo, in virtù del postulato generale della prudenza, di procedere ad una svalutazione dei crediti e/o all'iscrizione di accantonamenti per rischi, è di competenza esclusiva dell'organo amministrativo, né può in proposito la Commissione per il controllo analogo imporre proprie scelte o valutazioni.

Quindi nessuna sottoposizione del progetto di bilancio al vaglio della Commissione preventivamente alla approvazione da parte del consiglio di amministrazione, non escludendosi la possibilità che la Commissione, già prima dell'esame del progetto di bilancio da parte dell'assemblea dei soci, possa esprimere un suo giudizio, rimanendo nell'autonomia e nelle prerogative dell'organo gestorio ogni valutazione sulle osservazioni della Commissione, né sussistendo alcun dovere del primo di conformarsi alle stesse.

Il progetto di bilancio costituisce una *competenza esclusiva* dell'organo amministrativo, tant'è che sia il collegio sindacale, come pure il soggetto incaricato della revisione legale, intervengono soltanto in una fase successiva alla predisposizione da parte dell'organo gestorio, né può competere alcun "potere di indirizzo" da parte della Commissione per il controllo analogo sui criteri di valutazione delle voci di bilancio, che trovano inderogabile fonte nell'art. 2426 c.c.: di qui "l'inammissibilità, nel nostro ordinamento, dell'utilizzazione del bilancio come strumento per la realizzazione di particolari politiche di gestione"<sup>41</sup>, dovendosi il bilancio limitare a rappresentare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società così come risultante dagli atti gestori posti in essere nell'esercizio e rilevati nelle scritture contabili.

7. *Ulteriore conferma dell'inammissibilità del controllo analogo sul bilancio d'esercizio.* – Il divieto di ingerenza del *Controllo analogo* nella rappresentazione del bilancio di esercizio concerne anche le scelte degli amministratori all'interno delle opzioni consentite dalle norme di legge e dai principi contabili, laddove cioè è riservata all'organo di gestione una discrezionalità tecnica<sup>42</sup>.

7.1. Emblematica è in proposito l'iscrizione, ai sensi dell'art. 2426, comma 1, n. 4, c.c., di una immobilizzazione consistente in partecipazioni in imprese controllate o collegate secondo il criterio del patrimonio netto (o *equity method*, o metodo di equivalenza patrimoniale)<sup>43</sup>, che consente di superare lo schermo rappresentato dalle partici-

<sup>40</sup> Sulla distinzione tra rischi probabili e rischi possibili, cfr. il Principio contabile OIC 31, che rilevano, rispettivamente, nelle tavole contabili del bilancio, e nella nota integrativa.

<sup>41</sup> G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit., 235.

<sup>42</sup> Cfr. G. RACUGNO, *Politiche di bilancio, criteri di ragionevolezza e doveri di trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 732 ss. Sulla ragionevolezza in ambito giuridico, ai fini dell'individuazione di un parametro di giudizio, v., ora, il saggio di G. VILLANACCI, *La ragionevolezza nella proporzionalità del diritto*, Torino, 2020.

<sup>43</sup> Il legislatore consente in tal modo di far emergere in bilancio il valore della partecipata che si otterrebbe con il consolidamento e si parla al riguardo di "consolidamento sintetico": cfr. L. DE ANGELIS, *Sub*

zioni con l'iscrizione in bilancio della quota societaria di pertinenza della partecipata. Al riguardo, la giurisprudenza riconosce che l'adozione di questo metodo, come alternativo al costo storico, "risponde alla discrezionalità dell'organo amministrativo"<sup>44</sup>, nonostante il ricorso ad un criterio in luogo dell'altro possa portare a significative differenze di valori, essendo ognuno dei criteri previsti dal legislatore di per sé compatibile con l'obiettivo di una rappresentazione veritiera<sup>45</sup>. Rimane, naturalmente, fermo il principio statuito dal n. 6 dell'art. 2423-*bis* c.c., secondo cui i criteri di valutazione non possono essere immotivatamente modificati da un esercizio all'altro<sup>46</sup>.

7.2. Può in proposito anche richiamarsi, sempre in tema di divieto di ingerenza del *Controllo analogo*, la giurisprudenza in tema di *business judgment rule*, secondo cui le scelte organizzative degli amministratori rientrano nel più vasto ambito della gestione sociale e, pertanto, questa deve necessariamente essere esercitata impiegando un insopprimibile margine di libertà; con la conseguenza che le relative decisioni costituiscono scelte strategiche attribuite dalla legge agli amministratori che non possono essere sindacate né dai soci, né dai creditori sociali e neppure dagli organi giurisdizionali<sup>47</sup>.

Il principio della *business judgment rule*, creato dalla giurisprudenza statunitense<sup>48</sup>, è volto a impedire al giudice di sindacare nel merito le scelte di gestione degli amministratori, e comporta, a maggior ragione, che analogamente dette scelte siano sottratte alla competenza del *controllo analogo*<sup>49</sup>.

7.3. Una notazione finale è suggerita dall'esame della disposizione contenuta nell'art. 16, comma 2, lett. b), Tusp, riservata alla s.r.l. beneficiaria di affidamenti diretti.

La norma prevede la facoltà di introdurre statutariamente in favore del quotista pubblico diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c.<sup>50</sup>

Come è stato opportunamente rilevato "la rilevanza di tale facoltà può cogliersi sul piano sia del *finanziamento* che della *governance* della piccola e media impresa"<sup>51</sup>, financo all'espressione di pareri, anche vincolanti, su specifiche operazioni della società.

art. 2426 c.c., in O. CAGNASSO, L. DE ANGELIS, G. RACUGNO, *Il bilancio di esercizio*, Commentario fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2018, 378.

<sup>44</sup> Cass., 28 maggio 2020, n. 10096, in *Giur. comm.*, con nota di C. CINCOTTI, *Politiche di bilancio e limiti al sindacato giudiziario*.

<sup>45</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *Sub art. 2423*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G. PORTALE, I, Milano, 2016, 2175.

<sup>46</sup> Cfr. G. RACUGNO, *Bilancio e libri sociali*, in A. MAMBRIANI, G. RACUGNO, *Bilanci e libri sociali. Gruppi di società. Società di capitali*, diretto da R. RORDORF, Milano, 2019, 83.

<sup>47</sup> Cfr., da ultimo, Trib. Roma, Sez. XVI, 15 settembre 2020; Cass., 15 novembre 2016, n. 16166.

<sup>48</sup> Cfr. D. SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2013, 206 ss.; D. CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgment Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 941 ss.

<sup>49</sup> A rafforzamento delle conclusioni sulla applicabilità della *business judgment rule* al controllo analogo può ricordarsi che l'istituto creato dalla giurisprudenza statunitense trova applicazione anche alle operazioni con parti correlate, non sindacabili, salvo irrazionalità manifesta: in argomento, P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 235 e 247.

<sup>50</sup> Sul tema, in luogo di molti, v. V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, Milano, 2020, 789 ss.

Pur riconoscendo la norma la più ampia libertà dei soci nella definizione dei diritti particolari, è evidente che questa non può confliggere con le norme imperative di questo tipo societario, che, all'art. 2478-*bis*, c.c., comma 1, ribadisce: "Il bilancio deve essere redatto con l'osservanza delle disposizioni di cui alla sezione IX, del capo V del presente libro"; quindi "deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e il risultato economico dell'esercizio" (art. 2423, comma 2, c.c.).

Di qui l'inammissibilità di diritti particolari diversi da quelli inerenti l'amministrazione e la partecipazione agli utili, ma l'ammissibilità di diritti particolari di informazione e di controllo supplementari e/o più penetranti rispetto a quelli di cui al secondo comma dell'art. 2476 c.c.

L'autonomia contrattuale potrà, dunque, incidere sulla "distribuzione degli utili", come pure nella disciplina della postergazione delle perdite, ma non già sulla redazione del bilancio da cui quegli utili possano scaturire.

D'altronde la dottrina e la giurisprudenza che hanno affrontato le tematiche scaturite dal terzo comma dell'art. 2468 c.c., esplorando i possibili spazi più ampi riguardanti "anche altre materie"<sup>52</sup>, riservati all'autonomia privata nella configurazione di c.d. diritti atipici, giammai si sono spinte a riconoscere diritti particolari dei soci in tema di redazione del bilancio d'esercizio.

---

<sup>51</sup> R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.R.L. Commentario, dedicato a Giuseppe Portale*, Milano, 2011, 284.

<sup>52</sup> Così, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritti delle società*, Milano, 2020, 572.

# IL CONTROLLO GIUDIZIARIO NELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA

di *Giovanni Capo*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La funzione del controllo giudiziario sulla gestione della società nella disciplina del codice civile. – 3. La legittimazione attiva a proporre la denuncia al tribunale nella disciplina delle società a controllo pubblico (e a partecipazione pubblica). – 4. La tipizzazione di alcune ipotesi di «gravi irregolarità». – 4.1. Crisi aziendale, società a controllo pubblico e gravi irregolarità nella gestione. – 4.2. Il controllo giudiziario e l'attività delle società *in house*. – 5. Alcune considerazioni di sintesi.

1. *Premessa*. – Il d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, con cui è stato emanato il *Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica* (d'ora innanzi: «TUSP») <sup>1</sup>, detta la disciplina di queste ultime – definite nell'art. 2, comma 1, lett. *n*), come «le società a controllo pubblico, nonché le altre società partecipate direttamente da amministrazioni pubbliche o da società a controllo pubblico» – ponendovi a base «le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato», ove non derogate (art. 1, comma 3, TUSP) <sup>2</sup>.

Su tale sfondo, gli artt. 13, 14, comma 3, e 16, comma 4, TUSP, recano disposizioni in materia di controllo giudiziario sulla gestione societaria che, per un verso, derogano alla disciplina generale dell'istituto, contenuta dall'art. 2409 c.c. <sup>3</sup>, ampliandone lo

---

<sup>1</sup> Vale ricordare che il d.lgs. n. 175/2016 è stato emanato in attuazione della delega in materia di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche conferita al Governo in virtù dell'art. 18, l. 7 agosto 2015, n. 124. Recenti modifiche a tale normativa, peraltro, sono state introdotte dal d.l. 25 maggio 2021, n. 73, conv., con modificazioni, con l. 23 luglio 2021, n. 106.

<sup>2</sup> Sulla struttura della disciplina delle società a partecipazione pubblica e sul «primato del diritto comune», cfr., tra gli altri, G. MORBIDELLI, *Commento all'art. 1*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, a cura di G. Morbidelli, in *Le fonti del diritto italiano*, Milano, 2018, 57 ss., ove ulteriori riferimenti. Cfr. anche A. POLICE-S. LUCATTINI, *Commento all'art. 4*, *ivi*, 167 ss., in particolare sul tema della «ibridazione pubblico-privata che caratterizza le società pubbliche».

<sup>3</sup> Sull'istituto del controllo giudiziario *v.*, tra i numerosissimi contributi successivi alla riforma del diritto societario introdotta con d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, in *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. RESCIGNO, XVI, t. 6, II ed., Torino, 2013, 351 ss.; ID., *Il controllo giudiziario*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, IV, Padova, 2010, 815 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu-F. Messineo-L. Mengoni, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2012, 364 ss.; C. MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario: ambito di applicazione e limiti dell'attuale tutela*, in *Riv. soc.*, 2004, 1105 ss.; A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario nel governo delle società per azioni*, Milano, 2008; N. ROCCO DI TORREPADULA, *Le gravi irregolarità nell'amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2005; S. ROSSI, *Autotutela ed eterotutela delle minoranze nel controllo giudiziario ex art. 2409 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 503 ss.; G. TERRANOVA, *Controllo giudiziario e tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in AA.VV., *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa-G.B. Portale, III, Torino, 2007, 116 ss. Tra gli studi precedenti alla riforma del diritto societario del 2003, *v.* G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario sulla gestione della so-*

spettro operativo (art. 13, comma 1, TUSP); per altro verso, vanno a individuarne specifici ambiti applicativi (artt. 14, comma 3, e 16, comma 4, TUSP)<sup>4</sup>.

In particolare, l'art. 13, comma 1, TUSP, con riferimento alle società a controllo pubblico, definite dall'art. 2, comma 1, lett. *m*), TUSP, come «le società in cui una o più amministrazioni pubbliche esercitano poteri di controllo ai sensi della lettera *b*)»<sup>5</sup>, in deroga ai limiti minimi di partecipazione previsti dall'art. 2409 c.c. attribuisce a ciascuna amministrazione pubblica, a prescindere dall'entità della partecipazione di cui è titolare, la legittimazione denunciare al tribunale il fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione della società. Il comma 2 dello stesso art. 13 TUSP, poi, stabilisce che la disciplina del controllo giudiziario è applicabile anche alle società a controllo pubblico costituite in forma di società a responsabilità limitata<sup>6</sup>.

L'art. 14, comma 3, TUSP, invece, riconduce nell'alveo delle gravi irregolarità, il cui fondato sospetto legittima la denuncia al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c., la mancata adozione da parte dell'organo amministrativo delle società a controllo pubblico di interventi adeguati, quando si determinino le condizioni previste nel comma 2 della norma, ovvero quando il medesimo organo amministrativo, a fronte di indicatori di crisi aziendale emersi dai programmi di valutazione del rischio di cui all'art. 6, comma 2, TUSP, abbia omissso di assumere iniziative idonee a prevenire l'aggravamento della crisi, a correggerne gli effetti e a eliminarne le cause, attraverso l'adozione di un adeguato piano di risanamento.

L'art. 16, comma 4, TUSP, ancora, con riferimento alle società *in house*, prevede che integri i presupposti delle gravi irregolarità ai sensi dell'art. 2409 c.c. il superamento delle soglie fissate nel comma 3 della norma, in base al quale gli statuti di tali società devono prevedere che oltre l'ottanta per cento del loro fatturato rivenga dallo svolgimento dei compiti a esse affidati dall'ente *pubblico o dagli enti pubblici soci*.

Le riferite disposizioni, invero, poste anche in rapporto con le norme che nell'ambito del TUSP vi si connettono in via più o meno diretta – delle quali si darà innanzi più puntualmente conto – sembrano offrire alcuni spunti di riflessione sulla funzione assolta dal controllo giudiziario nella complessiva dimensione delle società a par-

---

*cietà per azioni*, in *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, XVI, t. 2, I ed., Torino, 1985, 590 ss.; A. PATRONI GRIFFI, *Il controllo giudiziario sulle società per azioni*, Napoli, 1971.

<sup>4</sup> Mette conto di rilevare, per completezza di informazione, che nella sua versione originaria l'art. 25, comma 6, TUSP, sanciva la nullità dei contratti di lavoro stipulati dalle società a controllo pubblico in violazione delle disposizioni dettate nella stessa norma, prevedendo che l'adozione dei provvedimenti ad essi relativi costituisse una grave irregolarità ai sensi dell'art. 2409 c.c. In virtù dell'art. 10-*novies*, d.l. 30 dicembre 2018, n. 162, conv., con modificazioni, in l. 28 febbraio 2020, n. 8, l'art. 25 TUSP è stato sostituito e nella nuova formulazione della norma non è riprodotta la disposizione contenute nel comma 6 del testo previgente.

<sup>5</sup> L'art. 2, comma 1, lett. *a*), TUSP, definisce amministrazioni pubbliche «le amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo n. 165 del 2001, i loro consorzi o associazioni per qualsiasi fine istituiti, gli enti pubblici economici e le autorità di sistema portuale». Mentre l'art. 2, comma 1, lett. *b*), TUSP, definisce il controllo come «la situazione descritta nell'articolo 2359 del codice civile», precisando che essa può sussistere «anche quando, in applicazione di norme di legge o statutarie o di patti parasociali, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all'attività sociale è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo».

<sup>6</sup> Deve ricordarsi, in effetti, che a norma dell'art. 3, comma 1, TUSP, le amministrazioni pubbliche possono partecipare esclusivamente a società, anche consortili, costituite in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata, anche in forma cooperativa.

tecipazione pubblica, portando all'attenzione dell'interprete, in ultima istanza, il tema degli interessi a presidio dei quali l'istituto, in tale contesto, si pone<sup>7</sup>.

2. *La funzione del controllo giudiziario sulla gestione della società nella disciplina del codice civile.* – È noto che l'art. 2409, comma 1, c.c., come innovato dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*), attribuisce ai soci delle società per azioni, che rappresentino, a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325-*bis* c.c.), il decimo o il ventesimo del capitale sociale ovvero la minore percentuale prevista dallo statuto, la legittimazione a sporgere denuncia al tribunale quando sussista il fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione, dalle quali possa derivare un danno per la società medesima o per una o più società da quest'ultima controllate. L'ultimo comma dell'art. 2409 c.c., peraltro, prevede che la denuncia possa essere presentata anche dal collegio sindacale, dal consiglio di sorveglianza o dal comitato per il controllo sulla gestione, nelle società che abbiano adottato, rispettivamente, il sistema di amministrazione tradizionale, dualistico o monistico, nonché, dal pubblico ministero nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>8</sup>.

È, altresì, noto, che la disciplina del controllo giudiziario dettata dall'art. 2409 c.c., di cui la riforma del diritto societario del 2003 non aveva espressamente previsto l'applicabilità alle società a responsabilità limitata, è stata successivamente estesa a queste ultime dal d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 – con cui è stato emanato, in attuazione della l. 19 ottobre 2017, n. 155 [art. 14, comma 1, lett. f)], il *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (d'ora innanzi: "CCIP") – a prescindere dalla circostanza che esse abbiano o meno istituito l'organo di controllo interno (art. 2477, comma 6, c.c.).

In tale quadro di riferimento, l'assetto conferito all'istituto in questione dal d.lgs. n. 6/2003 ha, invero, dato nuovo impulso alla riflessione sul tema della funzione ascrivita allo stesso e degli interessi a tutela dei quali esso opera<sup>9</sup>; interessi che i diversi orientamenti interpretativi formatisi nella vigenza della disciplina antecedente – cui non è consentito, in questa sede, dedicare che uno schematico accenno – sostanzialmente individuavano: (i) ora nell'interesse, di matrice essenzialmente "privatistica", facente capo ai soci e, in particolare, alle minoranze, alla conservazione del valore della partecipazione sociale e alla remunerazione del proprio investimento<sup>10</sup>; (ii) ora, ed era questo l'indirizzo tendenzialmente seguito anche dalla giurisprudenza, nell'interesse pubblico

<sup>7</sup> Rimarca la "rivitalizzazione" del rimedio previsto dall'art. 2409 c.c. da parte del TUSP, pur sollevando riserva sui limiti operativi che comunque discendono dalle disposizioni che vi sono dedicate, M. LIBERTINI, *I principi fondamentali sull'organizzazione e sulla gestione delle società a controllo pubblico* (art. 6, d.lgs. 175/2016), in AA.VV., *Le "nuove" società partecipate e in house providing*, a cura di S. Fortunato-F. Vessia, Milano, 2017, 45 ss. e, *ivi*, 52.

<sup>8</sup> Nella vigenza della disciplina antecedente alla riforma del diritto societario del 2003 la legittimazione a proporre la denuncia al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c. era attribuita ai soci titolari di almeno il dieci per cento del capitale sociale (comma 1) e al pubblico ministero, gravando, in tal caso, le spese di ispezione sulla società (comma 6).

<sup>9</sup> S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, in *Tratt. di dir. comm.*, 815 ss.

<sup>10</sup> A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 745; G. DOMENICHINI, *op. cit.*, 591 s.; A. PATRONI GRIFFI, voce *Società (Controllo giudiziario sulle)*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993, 295 ss.

alla correttezza dell'azione amministrativa della società<sup>11</sup>, attestato, secondo la valutazione degli interpreti, innanzitutto dalla generale legittimazione a proporre la denuncia al tribunale attribuita al pubblico ministero dall'art. 2409, comma 6, c.c. (nella sua versione originaria), ma anche in virtù di successivi interventi della legislazione speciale pure intesi a estendere oltre i confini della norma codicistica l'area dei soggetti legittimati a invocare il controllo giudiziario<sup>12</sup>; (iii) ora tanto nell'uno quanto nell'altro ordine di interessi<sup>13</sup>.

Ciò fermo, nella prospettiva di un rilevante – e, si ritiene, condivisibile – indirizzo di pensiero, l'attuale disciplina del controllo giudiziario dettata dal codice civile in linea di principio conferisce centralità alla salvaguardia di interessi immediatamente afferenti all'orbita societaria, piuttosto che porsi a tutela di interessi e istanze per così dire extra-sociali<sup>14</sup>, deponendo in tal senso, in particolare: (i) la previsione per cui il fondato sospetto che dà adito alla denuncia al tribunale deve attenersi non a gravi irregolarità *tout court*, ma a gravi irregolarità inerenti alla gestione dell'impresa sociale complessivamente intesa (e non a singoli atti di amministrazione), che siano, vieppiù, potenzialmente idonee ad arrecare danno alla società medesima<sup>15</sup>; (ii) la limitazione della legittima-

<sup>11</sup> V. CERAMI, *Il controllo giudiziario sulle società di capitali (art. 2409 c.c.)*, Milano, 1954, 76; G. VI-SENTINI, *Disciplina delle società e legislazione bancaria: autonomia privata e funzione*, Milano, 1971, 156 ss.; F. GALGANO, *Le società per azioni*, in *Tratt. di dir. comm. e dir. pubb. dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 1988, 317 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Milano, 7 luglio 1995, in *Giur. it.*, I, 2, 593 ss.; ID., 30 ottobre 1986, in *Società*, 1987, 185 ss.

<sup>12</sup> Si pensi, quanto alle società quotate, alla previsione dell'art. 152, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 gennaio 1992, n. 56*), che ha attribuito la legittimazione ad attivare il controllo giudiziario al collegio sindacale, al consiglio di sorveglianza o al comitato per il controllo sulla gestione, nonché alla Consob (S. AMBROSINI, *op. ult. cit.*, 816 s.).

<sup>13</sup> In tal senso sembra la posizione di G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla disciplina delle società di capitali*, Padova, 1965, 137 ss., il quale, peraltro, pur rimarcandone i limiti, osserva che «il disegno della riforma appare coerente, perché chiarisce che l'intervento dell'Autorità giudiziaria non è volto a tutelare interessi pubblici, e che lo stesso Pubblico Ministero svolge un'attività, in un certo senso, surrogatoria rispetto a quella dei soci, giacché entra in scena solo quando le partecipazioni azionarie sono tanto frammentate e disperse, da rendere difficile il raggiungimento delle soglie (pur ridotte) richieste dalla legge per avviare la procedura».

<sup>14</sup> Nel senso che la disciplina del controllo giudiziario sia sostanzialmente intesa a tutelare tanto l'interesse patrimoniale della società, quanto l'interesse patrimoniale dei soci, G. TERRANOVA, *op. cit.*, 142 ss.

<sup>15</sup> Nella sua versione originaria l'art. 2409, comma 1, c.c., stabiliva che la denuncia al tribunale potesse essere presentata in presenza del fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci. In tale ottica, le innovazioni introdotte dalla riforma del diritto societario del 2003 si colgono non soltanto nell'introduzione del requisito di potenziale dannosità, che deve connotare le gravi irregolarità di cui si sospetta la commissione da parte degli amministratori, ma anche nella previsione per cui dette irregolarità devono attenersi alla gestione dell'impresa e non, in senso più generale, all'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci. In tale prospettiva, vale segnalare l'indirizzo giurisprudenziale incline appunto a rimarcare che «le irregolarità devono involgere l'intera attività della società, non assumendo rilievo l'illegittimità di singoli atti, autonomamente impugnabili, posto che, in caso contrario, difetterebbe il requisito della residualità del procedimento ex art. 2409 c.c.» (in questi termini, tra le più recenti pronunce, cfr. Trib. Bologna, 19 maggio 2021, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Venezia, 6 febbraio 2019, in *Società*, 2020, 73 ss., con nota di M. GABOARDI e in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), ove è rimarcata anche l'essenzialità del presupposto costituito dalla potenziale dannosità per la società dei fatti oggetto di denuncia. Nello stesso senso v. anche Trib. Roma, 15 settembre 2020, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)). Dunque, ai fini dell'applicazione dell'art. 2409 c.c. non assume rilievo «qualsiasi violazione di doveri gravanti sull'organo amministrativo, ma soltanto la violazione di quei doveri idonei a compromettere il corretto esercizio dell'attività di gestione dell'impresa e a determinare pericolo di danno per la società amministrata



zione del pubblico ministero a proporre la denuncia esclusivamente con riferimento al fondato sospetto di gravi irregolarità relative alla gestione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e non anche con riguardo alle società “chiuse”<sup>16</sup>.

È su questo sfondo, quindi, che deve valutarsi se la declinazione della disciplina del controllo giudiziario nell’impianto normativo regolante le società a partecipazione pubblica confermi conclusioni di tal segno oppure apra la prospettiva di una visione dell’istituto quale strumento preordinato (anche) alla salvaguardia di interessi esorbitanti la dimensione dei fenomeni societari interessati ed “altri” rispetto a questi ultimi.

3. *La legittimazione attiva a proporre la denuncia al tribunale nella disciplina delle società a controllo pubblico (e a partecipazione pubblica)*. – Nell’ottica dell’art. 13 TUSP, l’orbita applicativa della disciplina del controllo giudiziario nelle società a controllo pubblico appare sensibilmente ampliata rispetto al perimetro tracciato dall’art. 2409 c.c.<sup>17</sup>.

Da un primo punto di vista, in effetti, l’art. 13, comma 1, TUSP, prevede che la denuncia al tribunale del fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione della società possa essere presentata da ciascuna amministrazione pubblica socia, a prescindere dall’entità della partecipazione di cui essa è titolare: ciò, in deroga a quanto disposto dall’art. 2409, comma 1, c.c., per cui, come è noto, la legittimazione a presentare la denuncia spetta ai soci che siano titolari di almeno un decimo del capitale sociale, nelle società per azioni “chiuse” e a un ventesimo del capitale, nelle società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>18</sup>.

L’art. 13, comma 2, TUSP, per altro verso, sempre per quel che attiene alle società a controllo pubblico stabilisce che la disciplina dettata nell’art. 2409 c.c. trova applica-

---

o per le società controllate, con esclusione di qualsiasi rilevanza, invece, dei doveri gravanti sugli amministratori per finalità organizzative, amministrative, di corretto esercizio della vita della compagine sociale e di esercizio dei diritti dei soci e dei terzi estranei» (v. recentemente, Trib. Catanzaro, 22 settembre 2021, in [www.quotidianogiuridico.it](http://www.quotidianogiuridico.it). Nel medesimo senso, cfr. Trib. Roma, 21 luglio 2020, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), per cui le gravi irregolarità «devono – oltre che riguardare la sfera societaria e non quella personale degli amministratori – essere attuali ed assumere un carattere dannoso nel senso che deve trattarsi di violazione di norme civili, penali, tributarie o amministrative, capaci di provocare un danno al patrimonio sociale»).

<sup>16</sup> Tale è la linea interpretativa seguita da S. AMBROSINI, *op. ult. cit.*, 817, che, tuttavia, esprime riserve sulla opzione esercitata dal legislatore; A. PRINCIPE, *op. cit.*, 120; G. TERRANOVA, *op. cit.*, 134 ss.; G. GIANNELLI, *Commento all’art. 2409*, in AA.VV., *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, Milano, 2016, 1748 ss. Ed evidenzia come il sistema si orienti nel senso di una privatizzazione dei controlli G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 429. Propensi a ritenere che l’istituto del controllo giudiziario conservi, anche dopo la riforma del 2003, una funzione di tutela dell’interesse generale connesso alla diretta gestione della società, tra gli altri, F. GALGANO-R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2006, 1, 525 ss.; M. LIBERTINI, *Commento all’art. 2409*, in AA.VV., *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d’Alessandro, Padova, 2011, 270, R. RORDORF, *op. cit.*, 1213 s.

<sup>17</sup> In generale, sull’ambito di applicazione dell’art. 2409 c.c. nelle società a controllo pubblico, v. L. D’ANGELO, *Art. 13*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, cit., 325 ss.

<sup>18</sup> La norma codicistica resta quindi applicabile, senza deroga alcuna, con riferimento alla posizione dei soci delle società a controllo pubblico – siano esse costituite in forma di società per azioni ovvero in forma di società a responsabilità limitata – diversi dalle amministrazioni pubbliche, i quali potranno quindi avvalersi dell’istituto in parola solamente allorquando detengano partecipazioni pari almeno a un decimo del capitale sociale nelle società “chiuse” ovvero a un ventesimo nelle società “aperte”.

zione anche con riferimento alle compagini costituite in forma di società a responsabilità limitata; tipo societario, quest'ultimo, in relazione al quale sino all'emanazione del d.lgs. n. 14/2019 la possibilità di applicare la disciplina del controllo giudiziario, non espressamente prevista dal codice civile, veniva in questione – con soluzioni, invero, non univoche – esclusivamente con riferimento alle società che avessero istituito l'organo di controllo interno<sup>19</sup>. Si è già ricordato, tuttavia, che ai sensi dell'art. 2477, comma 7, c.c., introdotto, appunto, dal *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, è ora esplicitamente prevista l'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 2409 c.c. nelle società a responsabilità limitata, anche se prive dell'organo di controllo interno<sup>20</sup>.

In tale ottica, avendo riguardo alle disposizioni in materia di controllo giudiziario, per quanto la distanza tra i due modelli si sia in parte ridotta per effetto dell'espressa reintroduzione dell'istituto nell'ambito delle società a responsabilità limitata, in punto di legittimazione attiva alla proposizione della denuncia al tribunale l'art. 13 TUSP segna ancora un significativo – e non unico, come si vedrà – punto di distacco tra la disciplina delle società a partecipazione pubblica generalmente intese e quella delle società a controllo pubblico, che delle prime costituiscono, come si è accennato, una *species*<sup>21</sup>.

A tale ultimo riguardo, va da sé che, nel limitare la portata della deroga all'art. 2409 c.c. alle sole società a controllo pubblico, l'art. 13 TUSP, tenuto anche conto di quanto disposto dall'art. 1, comma 3, TUSP, conferma implicitamente l'applicabilità della disciplina del controllo giudiziario, nei termini in cui essa è dettata nel codice civile, alle società a partecipazione pubblica diverse dalle prime: ossia alle società cui partecipino direttamente amministrazioni pubbliche o società sottoposte a controllo pubblico, che, tuttavia, non assumano sulle partecipate una posizione di controllo [art. 2, comma 1, lett. n), TUSP]<sup>22</sup>.

Ferma la disposizione in esame, merita forse valutare se la deroga in essa contenuta colori di tinte proprie e specifiche la funzione assolta dal controllo giudiziario nell'ambito delle società a controllo pubblico e se, in altri termini, le finalità che in tale contesto l'istituto è chiamato a perseguire assumano tratti di specificità rispetto alle istanze

<sup>19</sup> Per una ricostruzione puntuale dell'ampio dibattito sul tema – sul quale è intervenuta in due diverse occasioni anche la Corte costituzionale, che ha ritenuto inammissibile o non fondata la questione di legittimità posta con riferimento alla disciplina del controllo giudiziario (e, in particolare, degli artt. 2409, 2476 e 2477 c.c.), nella parte in cui il codice civile non ne prevede l'applicazione alle società a responsabilità limitata munite dell'organo di controllo interno (nel senso della inammissibilità della questione cfr. Corte cost., 7 maggio 2014, n. 114, in *Notariato*, 2014, 394, con nota di R. RANUCCI, sul presupposto della modifica apportata dal d.l. n. 5/2012, convertito con l. n. 35/2012, all'art. 2477, comma 5, c.c., in virtù della quale è stata prevista l'applicazione all'organo di controllo interno, anche monocratico, delle società a responsabilità limitata, della disciplina del collegio sindacale delle società per azioni e dunque delle norme che legittimano tale organo a proporre la denuncia al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c. Nel senso della infondatezza della questione cfr., invece, Corte cost., 29 novembre 2015, n. 481, in *Giur. it.*, 2006, 2077, con nota di E. DESANA). Per una compiuta ricostruzione del dibattito si veda, tra i tanti contributi, lo scritto di S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, cit., 863 ss.

<sup>20</sup> L'art. 14, comma 1, lett. f), l. n. 155/2017, nel quadro delle modifiche al codice civile che il Governo veniva chiamato ad adottare in sede di attuazione della delega per la riforma della disciplina delle crisi e dell'insolvenza, prevedeva, appunto, che fosse estesa alle società a responsabilità limitata, anche se non obbligate alla istituzione dell'organo di controllo interno ex art. 2407 c.c., l'applicabilità delle disposizioni contenute nell'art. 2409 c.c.

<sup>21</sup> Cfr. *supra*, § 1.

<sup>22</sup> L. STANGHELLINI, *Commento all'art. 14*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, cit., 343.

cui l'istituto è votato a dare risposta nell'ambito delle società che non presentino tale connotazione, ivi comprese le società a partecipazione pubblica che non siano (anche) società a controllo pubblico.

Né, invero, il tema sembra perdere di rilievo in considerazione del fatto, indubitabile, che gli assetti proprietari normalmente presenti nelle società a controllo pubblico possono in concreto limitare l'effettiva portata della deroga di cui si discute, tenuto conto che in siffatti modelli societari è consueta l'assunzione, da parte delle amministrazioni pubbliche, di partecipazioni di entità superiore al decimo o al ventesimo del capitale sociale<sup>23</sup>. Deve infatti ricordarsi che in tali società (i) non è in linea di principio esclusa la partecipazione di amministrazioni che non assumano posizioni di controllo ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. b), TUSP; (ii) che, in ogni caso, la posizione di controllo assunta dalle amministrazioni pubbliche può prescindere dall'entità della relativa partecipazione sociale; (iii) che, ancora, il controllo può essere esercitato congiuntamente da più amministrazioni, le cui rispettive partecipazioni sociali non raggiungano, singolarmente considerate, le soglie di cui all'art. 2409 c.c.<sup>24</sup> Tutte ipotesi, quelle appena indicate, in cui le amministrazioni pubbliche socie, per quanto non titolari di partecipazioni pari a un decimo o un ventesimo del capitale (della società a controllo pubblico), saranno legittimate a ricorrere all'istituto del controllo giudiziario.

Su tale sfondo, occorre, quindi, rilevare che la deroga prevista nell'art. 13, comma 1, TUSP, non pare collegarsi *sic et simpliciter* alla natura di amministrazione pubblica del socio al quale la norma consente di proporre la denuncia al tribunale – a prescindere dal numero delle azioni o dal valore della quota di cui è titolare –, atteso che il regime derogatorio non opera, poi, con riguardo alle medesime amministrazioni allorquan-

---

<sup>23</sup> Sull'effettiva portata di tale deroga alla disciplina codicistica del controllo giudiziario si vedano le considerazioni di C. ANGELICI, *Tipicità e specialità delle società pubbliche*, in AA.VV., *Le "nuove" società partecipate e in house providing*, cit., 23 s., il quale segnala come non sia consueto, nelle società a controllo pubblico, che l'entità della partecipazione delle amministrazioni pubbliche non raggiunga i limiti di cui all'art. 2409 c.c.

<sup>24</sup> È controversa, come è noto, la configurabilità del controllo congiunto nell'ipotesi di società partecipata da più amministrazioni pubbliche singolarmente non in grado di esercitare il controllo e non avvinte da vincoli di natura legale, statutaria, parasociale e neanche legate da forme di coordinamento *ex art. 2*, comma 1, lett. d), TUSP. In effetti, in senso affermativo si è orientata la *Struttura di monitoraggio e controllo delle partecipazioni pubbliche* istituita presso il Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'art. 15, comma 1, TUSP; mentre a conclusione opposta giunge la giurisprudenza amministrativa (Cons. Stato, 23 gennaio 2019, n. 578, in [www.onelegale.it](http://www.onelegale.it)). Peraltro, diversità di posizioni si registra anche nell'ambito della giurisprudenza contabile, atteso che, se le Sezioni unite in sede di controllo della Corte dei Conti (del 11/SSRRCCO/QMIG/19, in [www.cortedeiconti.it](http://www.cortedeiconti.it)) inclinano a privilegiare la soluzione affermativa, di diverso segno è l'indirizzo seguito dalle Sezioni riunite in sede giurisdizionale (Corte conti, Sezioni riunite, 22 maggio 2019, n. 16, in [www.cortedeiconti.it](http://www.cortedeiconti.it)). Su tale sfondo, con l'*Atto di indirizzo ex art. 154, comma 2, del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, approvato con decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, sulla precisazione della definizione di "società a controllo pubblico" ai sensi e per gli effetti di cui al testo unico in materia di società a partecipazione pubblica approvato con decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175*, consultabile in <https://dait.interno.gov.it>, è stato sollecitato «un intervento legislativo in grado di rimuovere l'incertezza interpretativa connessa alla nozione di "società a controllo pubblico" come risultante dall'attuale formulazione dell'art. 2, comma 1, lett. b) e m) del decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175, chiarendo se rientrino nella predetta nozione anche le società aventi totale o prevalente capitale pubblico frazionato tra una pluralità di amministrazioni nessuna delle quali in grado di esercitare un controllo individuale, ancorché tra le medesime non sussista un vincolo legale, statutario o parasociale o contrattuale e/o comunque un coordinamento formalizzato nel senso chiarito dall'art. 2, co. 1, lett. b), seconda parte del Testo unico».

do siano partecipi di compagini delle società a partecipazione pubblica che non siano anche società a controllo pubblico. Piuttosto, il dato normativo sembra avvalorare l'interpretazione per cui la deroga di cui si tratta trova spiegazione essenzialmente nella circostanza che la società assuma quest'ultima connotazione.

E invero, si è osservato in dottrina che la deroga prevista dall'art. 13, comma 1, TUSP, si giustifica, appunto, in considerazione della posizione assunta nelle società a controllo pubblico dalle amministrazioni socie, la cui partecipazione sociale, in effetti, di là dalla sua entità, non è ispirata (o, almeno, non lo è esclusivamente) a logiche di investimento e – anche ai sensi dell'art. 4, comma 1, TUSP – sottende un intrinseco interesse, meritevole di tutela nella dialettica interna alla società, all'attività d'impresa, alle modalità con cui viene svolta e ai suoi esiti in termini di conseguimento dell'oggetto sociale<sup>25</sup>.

In altre parole, può condividersi la tesi secondo cui il controllo pubblico qualifica società nelle quali – diversamente da quanto accade nelle società a partecipazione pubblica, ma non a controllo pubblico o *in house* – la posizione delle amministrazioni pubbliche assume rilievo non soltanto, e non necessariamente, in termini di partecipazione al capitale, ma anche, e soprattutto, in termini di coinvolgimento nella gestione dell'impresa e nei processi decisionali che attengono all'organizzazione della stessa. Ciò, in un contesto in cui il soggetto pubblico sconta un'esposizione ai risultati conseguiti dalla nell'esercizio dell'attività imprenditoriale e ai relativi rischi, che non si esaurisce su un piano strettamente economico, ma investe la realizzazione dei suoi fini istituzionali (art. 4, comma 1, TUSP); così da indurre la particolare regolamentazione delle dinamiche interne che caratterizza il modello societario in questione (art. 6 TUSP) anche in ordine, per quanto qui più specificamente interessa, alla possibilità, per il socio pubblico, di avvalersi dello strumento del controllo giudiziario<sup>26</sup>.

In tale logica, vale pure osservare che il principio dettato dall'art. 13, comma 1, TUSP, deve ritenersi applicabile anche alle società *in house* ovvero alle società sottoposte al controllo analogo di amministrazioni pubbliche, in relazione alle quali l'art.

---

<sup>25</sup> Si vedano, sul punto, le convincenti considerazioni di C. ANGELICI, *op. loc. ultt. citt.*, il quale fa rilevare che la *ratio* del riconoscimento, nell'art. 2409, comma 1, c.c., della legittimazione a proporre la denuncia al tribunale a minoranze qualificate dei soci va rinvenuta nell'esigenza di evitare il ricorso all'istituto del controllo giudiziario, per un verso, da parte di azionisti titolari di partecipazioni minime, che, risultando meno esposti alle eventuali conseguenze pregiudizievoli del procedimento, potrebbero farne un uso meramente strumentale; per altro verso, da parte di soci che, attesa l'entità delle loro partecipazioni, non siano portatori di un interesse ad influire sulla gestione della società, ma esprimano, piuttosto, istanza da semplici investitori. Esigenze, l'una e l'altra, che non ricorrono, invece, con riguardo alle amministrazioni pubbliche, sia perché non è dato ipotizzare da parte delle medesime un uso strumentale del rimedio in questione, sia perché l'interesse sotteso alla relativa partecipazione sociale investe evidentemente la sfera della gestione della società e delle sue modalità. D'altra parte, nella fattispecie che qui occupa l'elemento cui deve essere ascritto maggiore, se non decisivo, rilievo ai fini della scelta del legislatore è costituito probabilmente proprio dall'interesse sotteso e immanente alla partecipazione delle amministrazioni pubbliche alle società a controllo pubblico, posto che se fosse stata ritenuta sufficiente, in tale ottica, l'elisione dei rischi di utilizzazione strumentale dell'istituto del controllo giudiziario, la deroga di cui all'art. 13, comma 1, TUSP, avrebbe potuto investire anche le amministrazioni socie di società partecipate, ma non a controllo pubblico.

<sup>26</sup> In questi termini C. PECORARO, *Sul controllo analogo nelle società in house providing*, Milano, 2021, 121, ss., che riscontra il portato di siffatto «regime *aggravato*» nelle disposizioni intese a assicurare un più efficace controllo sulla gestione, tra le quali quelle che attengono proprio al controllo giudiziario, ovvero a consentire il contenimento dei costi per la finanza pubblica correlati all'organizzazione della società attraverso, ad esempio, regole che tendono a semplificarne l'assetto (art. 11, commi 9, 10, 11, 12, 13, TUSP).

16, nei commi 4 e 5, detta poi specifiche disposizioni in tema di controllo giudiziario<sup>27</sup>. Di là, infatti, dalla possibilità o meno di individuare nella società *in house* un modello qualificato, per così dire, di società a controllo pubblico, va da sé che le ragioni sottese al riconoscimento in capo alle amministrazioni pubbliche della legittimazione a proporre la denuncia al tribunale *ex art.* 2409 c.c. nelle società a controllo pubblico, quale che sia l'entità della partecipazione detenuta, non possono non ritenersi sussistenti – forse anche a maggior ragione – allorquando le medesime amministrazioni prendano parte a una società *in house*<sup>28</sup>.

Le considerazioni sin qui svolte, peraltro, non sembrano poter dare spazio a un'interpretazione della deroga prevista dall'art. 13, comma 1, TUSP, secondo cui la norma in questione, di là dalla terminologia utilizzata dal legislatore, che ascrive alle amministrazioni pubbliche la *legittimazione* ad avvalersi dell'istituto del controllo giudiziario, imponga ad esse, in presenza del fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione, un vero e proprio *obbligo* di proporre la denuncia al tribunale, la cui violazione dia, poi, adito all'imputazione alle stesse amministrazioni di un concorso in responsabilità con gli organi sociali, nell'ipotesi che le condotte illecite di questi ultimi risultino foriere di danni al patrimonio sociale, che l'attivazione del rimedio di cui all'art. 2409 c.c. avrebbe consentito di evitare<sup>29</sup>. Mentre, a mente dell'art. 12, comma 2, TUSP, pare re-

<sup>27</sup> Nel senso dell'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alle società *in house* v. Trib. Napoli, 14 ottobre 2020, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1124, con nota di E. CODAZZI, *Società in house in crisi e gravi irregolarità gestionali: alcuni spunti sulla disciplina applicabile*, ove, invero, non viene specificamente in rilievo, in relazione alla fattispecie scrutinata, il tema della legittimazione delle amministrazioni pubbliche socie ad avvalersi del rimedio in questione, ai sensi dell'art. 13, comma 1, TUSP.

<sup>28</sup> Per l'individuazione nelle società *in house* di una *species* della più ampia fattispecie della società a controllo pubblico, v. pure *Le società a partecipazione pubblica*, in *www.camera.it*. Coglie nella «sequenza società a partecipazione pubblica-società a controllo pubblico-società *in house*» una progressione tra «fattispecie connotate da un grado via via crescente di specialità», dovendo ritenersi, quale considerazione di vertice, «che il controllo è una forma qualificata di partecipazione e il controllo analogo una forma qualificata di controllo», di talché, «in assenza di norme derogatorie, le disposizioni dettate per la categoria più generale risultano applicabili anche alle società rientranti nelle altre due sotto-categorie; e le disposizioni dettate per la seconda categoria risultano applicabili anche alle società connotate da un grado di specialità ancora maggiore» C. IBBA, *Introduzione*, in AA.VV., *Le società a partecipazione pubblica*, diretto da C. IBBA-I. DEMURO, Bologna, 2018, 9 ss. Nel senso di ritenere che il controllo analogo configuri una più intensa forma di controllo pubblico sembra orientato F. GUERRERA, *L'amministrazione*, in AA.VV., *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, Milano, 2019, 145. Un parte della dottrina, di converso, sostiene la tesi per cui le società *in house* non costituiscono *ex se* una fattispecie rientrante nel più ampio *genus* delle società a controllo pubblico, pur riconoscendo che siffatta ipotesi è nella concreta esperienza del fenomeno ampiamente diffusa e che diversi punti di contatto possano ravvisarsi tra le due sotto-categorie di società a partecipazione pubblica (in tal senso, valorizzando le diverse ragioni poste a base della disciplina delle due menzionate figure, cfr. C. PECORARO, *op. loc. ultt. citt.*, il quale, peraltro, non esclude che alle società *in house* possano comunque tornare applicabili le disposizioni dettate per le società a controllo pubblico, ma pur sempre sulla base di una valutazione da effettuarsi in relazione al singolo caso).

<sup>29</sup> In quest'ultimo senso, invece, cfr. le considerazioni di L. D'ANGELO, *op. cit.*, 325 ss. 329 s., il quale coglie problemi di coordinamento tra il dettato dell'art. 13 TUSP, che legittima, ma non obbliga, le amministrazioni pubbliche socie a ricorrere allo strumento del controllo giudiziario in presenza del fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione delle società a controllo pubblico, e la disciplina dettata, quantomeno per i comuni con più di quindicimila abitanti, dall'art. 147-*quater* d.lgs. n. 267/2000, che parrebbe imporre un obbligo, per i suindicati enti, di attivare le necessarie misure correttive in presenza di criticità presenti nell'ambito delle partecipate. Obbligo, quest'ultimo, che, in linea più generale, sembrerebbe riconosciuto anche dalla giurisprudenza contabile e dagli indirizzi interpretativi della Corte di cassazione (Cass., Sezioni Unite, 27 ottobre 2016, n. 21692, in *www.rivistacortedeiconti.it*).

star ferma la responsabilità erariale dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, ove, ricorrendone le condizioni, abbiano omesso, con dolo o colpa grave, di attivare l'istituto del controllo giudiziario e da ciò sia derivato un pregiudizio patrimoniale o non patrimoniale per gli enti medesimi.

4. *La tipizzazione di alcune ipotesi di «gravi irregolarità»*. – Oltre alla deroga all'art. 2409 c.c. prevista nell'art. 13, comma 1, si riscontrano nel TUSP disposizioni che, come si è già osservato, danno luogo alla tipizzazione, per dir così, di alcune fattispecie di «gravi irregolarità» suscettibili di dare adito, ove ne sussista il fondato sospetto, alla denuncia al tribunale. Si fa riferimento, in particolare, alle fattispecie indicate negli artt. 14, comma 3, e 16, comma 4, TUSP.

Va da sé, che una qualificazione normativa di tal segno delle situazioni configurate nelle disposizioni appena richiamate – sulle quali ci si soffermerà più puntualmente innanzi – implica, *a priori*, l'individuazione nelle stesse, da un lato, dei tratti delle gravi irregolarità gestorie, dall'altro, della loro potenziale idoneità ad arrecare danno alla società. Si tratta, in effetti, di una scelta normativa cui si connette la stigmatizzazione di condotte che, plausibilmente, sarebbero state comunque riconducibili nell'alveo applicativo dell'art. 2409 c.c.; ma che, tuttavia, in quanto intesa a rimarcarne, se non enfatizzarne, la carica di disvalore rispetto ai canoni della corretta gestione della società, al fine di scoraggiarne l'adozione, sembra in ogni caso dover essere salutata con favore<sup>30</sup>.

4.1. *Crisi aziendale, società a controllo pubblico e gravi irregolarità nella gestione*. – A norma dell'art. 14, comma 3, TUSP, quando nelle società a controllo pubblico emergono – sulla base dei programmi di valutazione del rischio di cui le medesime società sono tenute a dotarsi (art. 6, comma 2, TUSP) – situazioni di crisi aziendale, l'omessa adozione, da parte degli amministratori, di provvedimenti idonei a farvi fronte, integra *ex se*, sulla base di una valutazione normativa di intrinseca potenzialità pregiudizievole, un'ipotesi di «grave irregolarità» della gestione, ricorrendo la quale la norma appena richiamata prevede il ricorso alle misure indicate nell'art. 2409 c.c. Ciò, ferma restando, va da sé, la responsabilità degli amministratori – e, nell'ipotesi della violazione dei doveri di vigilanza e controllo, del collegio sindacale (art. 2407 c.c.) – per i danni che dall'omissione derivino al patrimonio sociale<sup>31</sup>.

In sostanza, le previsioni del TUSP, secondo cui le società a controllo pubblico de-

<sup>30</sup> Secondo la valutazione di C. ANGELICI, *op. cit.*, 21, peraltro, le riferite disposizioni e, in particolare, l'art. 14, comma 3, e l'art. 25, comma 6, TUSP, tendono sostanzialmente a inibire il compimento degli atti ivi censurati e, in questa ottica, esprimono «una visione [...] un po' retro e che pare ritornare a quella sanzionatoria che caratterizzava la prassi prima della riforma del diritto societario». Ma sul punto, cfr. anche *infra*, §§§ 4.1, 4.2, 4.3.

<sup>31</sup> La mancata adozione dei provvedimenti necessari a far fronte alla crisi, in sostanza, è elevata «in modo automatico a “grave irregolarità”» (così, L. STANGHELLINI, *op. loc. ultt. citt.*, il quale, peraltro, coglie nella norma dettata dall'art. 14, comma 3, TUSP, un'applicazione dei principi generali, osservando che il ricorso allo strumento del controllo giudiziario resta comunque esperibile anche nelle società a partecipazione pubblica, ma non a controllo pubblico, a fronte della «inadeguatezza dell'azione degli amministratori di fronte alla crisi»), ferma restando l'inoperatività delle disposizioni derogatorie, rispetto all'art. 2409 c.c., dettate dall'art. 13 TUSP con esclusivo riguardo alle società a controllo pubblico).

vono dotarsi di programmi di valutazione del rischio (art. 6, comma 2) e, quando questi facciano emergere «uno o più indicatori di crisi aziendale», gli amministratori devono, senza indugio, adottare «i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi, di correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, attraverso un idoneo piano di risanamento» (art. 14, comma 2), possono essere lette quale declinazione – nella dimensione, appunto, delle società a controllo pubblico – dell'obbligo imposto agli stessi amministratori dall'art. 2086, comma 2, c.c., di adottare assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa «anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale»; e, in presenza dei sintomi di una crisi, «di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale»<sup>32</sup>.

Peraltro, così come le disposizioni contenute nell'art. 2086 c.c. (e nel d.lgs. n. 14/2019), anche quelle dettate dal d.lgs. n. 175/2016 non offrono specifiche indicazioni circa i criteri sulla cui base determinare l'adeguatezza dei provvedimenti assunti dagli amministratori ai fini della prevenzione e del superamento della crisi, una volta che se ne siano manifestati i sintomi. E invero, ciò potrebbe, in concreto, rendere non sempre agevole, da un lato, l'apprezzamento, quantomeno *ex ante* o, comunque, in costanza del dispiegarsi di tali interventi, del corretto adempimento, da parte degli amministratori medesimi, dell'obbligo di cui all'art. 14, comma 2, TUSP; dall'altro, e conseguentemente, la verifica della sussistenza dei presupposti per l'applicazione dell'art. 2409 c.c.

Al riguardo, si è osservato in dottrina che, plausibilmente, un ausilio determinante a tal fine potrebbe essere offerto proprio dai programmi di valutazione del rischio di crisi di cui all'art. 6, comma 2, TUSP – laddove effettivamente predisposti e adottati –, se gli stessi, almeno per categorie generali e con riguardo alle diverse connotazioni che la crisi può assumere, definissero le tipologie di provvedimenti idonei a fare efficacemente fronte alle situazioni in atto, tenuto conto dei dati emergenti dai diversi indicatori applicati<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Si vedano, sul tema, le considerazioni di G. RACUGNO, *Crisi d'impresa delle società a partecipazione pubblica e doveri degli organi sociali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 206, per cui l'ambito di applicazione dell'art. 2409 c.c. comprende, ora, non soltanto il dovere degli amministratori di intervenire in costanza di una crisi, in funzione del ripristino dell'equilibrio patrimoniale dell'impresa, ma anche quello di monitorare l'equilibrio finanziario della stessa, inteso come solvibilità a breve e medio periodo. Secondo Trib. Venezia, 6 febbraio 2019, cit.: «L'omessa rilevazione della perdita di continuità aziendale, da parte degli organi sociali, in quanto possibile causa del verificarsi di danni che il prosieguo dell'attività aziendale ha consentito, può integrare una violazione grave e produttiva di danno, valorizzabile ai sensi dell'art. 2409 c.c. mediante la denuncia al tribunale da parte del socio. Il concetto di perdita dei requisiti di continuità aziendale esprime la situazione, eventualmente rappresentata contabilmente, di crisi produttiva e finanziaria in cui si venga a trovare la società nel corso della sua attività. Il principio della conservazione della continuità aziendale, sancito dall'art. 2423-bis c.c., impone che amministratori e sindaci svolgano regolari verifiche circa la relativa sussistenza». Nello stesso senso, cfr. Trib. Milano, 21 ottobre 2019, in *Società*, 2020, 988 ss., secondo cui: «Le condotte degli amministratori non in linea con i doveri gestori oggi predicati dall'art. 2086, comma 2, c.c. costituiscono una grave irregolarità nella gestione, alla quale è collegata la reazione della denuncia al tribunale ad iniziativa dei sindaci ex art. 2409 c.c., nonché la conseguente revoca dell'organo amministrativo e la nomina di un amministratore giudiziario, con il compito di provvedere non soltanto all'ordinaria gestione della società, ma anche agli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione, previa autorizzazione del tribunale, ed anche con l'incarico di verificare la ricorrenza della continuità aziendale, adottando al riguardo ogni iniziativa necessaria».

<sup>33</sup> R. TISCINI-P. LISI, *Il programma di valutazione del rischio di crisi quale strumento di analisi e salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario delle società a controllo pubblico*, in AA.VV., *Le società pubbliche*, a cura di F. Fimmano-A. Catricalà, Napoli, 2018, 793.

Ma ne discende, allora, che una patente di «grave irregolarità» deve ascriversi, oltre che alla mancata attivazione di interventi idonei a contrastare la crisi, anche, e forse a maggior ragione, proprio alla mancata adozione, a monte, dei programmi di valutazione del rischio aziendale di cui all'art. 6, comma 2, TUSP, ovvero all'adozione di programmi che, in considerazione delle caratteristiche proprie dell'impresa che se ne avvale, risultino, alla prova dei fatti, non adeguati a consentire un'attendibile valutazione dei rischi aziendali e, quindi, in ultima istanza, si rivelino non idonei ad assolvere alla funzione di prevenzione che ai medesimi è attribuita dalla normativa in esame<sup>34</sup>.

Ciò posto, è forse superfluo rimarcare che nella fattispecie in discorso la partita per un'efficace applicazione dei rimedi offerti dall'art. 2409 c.c. si gioca, innanzitutto, sul piano della tempestività delle valutazioni relative all'idoneità, o meno, delle azioni e delle misure poste in essere dagli amministratori in funzione della prevenzione e del superamento della crisi. E valutazioni di tal segno, ovviamente, non possono che essere operate tenendo conto delle specificità che ciascun caso presenta.

In tale ottica, vale ricordare che l'art. 14, comma 4, TUSP, espressamente esclude – salvo il ricorrere delle ipotesi di cui agli artt. 2447 e 2482-*bis* c.c. e di là dalla modalità con cui esso è in concreto attuato (in concomitanza a un aumento di capitale o ad un trasferimento straordinario di partecipazioni o al rilascio di garanzie o in qualsiasi altra forma giuridica) – che possa costituire provvedimento adeguato ai fini della soluzione della crisi la previsione di un ripianamento delle perdite da parte dei soci pubblici, se non accompagnato da un piano di ristrutturazione aziendale che dimostri la sussistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività svolte dalla società.

Per il resto, nell'applicazione dell'art. 14, comma 3, TUSP, rimane ineludibile la valorizzazione del ruolo della *business judgement rule* in sede di scrutinio e valutazione delle scelte compiute dagli amministratori<sup>35</sup>; scrutinio e valutazione che dovranno essere effettuati entro un orizzonte normativo che include le disposizioni dell'art. 2086 c.c. e che sarà evidentemente destinato ad estendersi con la definitiva entrata in vigore del *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*<sup>36</sup>. In tale logica, il giudizio sul-

<sup>34</sup> In tal senso, V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Milano, 2016, 1167. Si rileva in dottrina, peraltro, che costituisce grave irregolarità, ai fini dell'applicazione dell'art. 2409 c.c., «non tanto la mancata adozione di un “piano di risanamento”, ma la mancata adozione del provvedimento o comportamento che in concreto risulti adeguato alla situazione di crisi (piano di risanamento, liquidazione o fallimento)» L. STANGHELLINI, *Commento all'art. 14*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, cit., 343. Ritiene ragionevolmente ipotizzabile l'estensione analogica della disposizione contenuta nell'art. 14, comma 3, TUSP, a tutti i casi di inottemperanza alle disposizioni dettate nell'art. 6, commi 2, 3, 4, 5, M. LIBERTINI, *I principi fondamentali*, cit., 52.

<sup>35</sup> Nel senso che il controllo giudiziario non possa coinvolgere una valutazione nel merito, e dunque in punto di convenienza e di opportunità, delle scelte degli amministratori, ma debba in linea di principio mantenersi sul piano di una valutazione della regolarità della gestione, v., tra le più recenti pronunce, Trib. Bologna, 27 luglio 2020, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Venezia, 6 febbraio 2019, in [www.dejure.it](http://www.dejure.it). Ciò, fermo restando il superamento della *business judgement rule* in presenza di scelte gestorie non conformi ai canoni della ragionevolezza e della diligenza ovvero adottate in situazioni di conflitto di interessi (Trib. Bologna, 20 giugno 2017, in *Società*, 2018, 656). Sul punto, v. anche E. CODAZZI, *op. cit.*, 1138 s., ove ulteriori riferimenti.

<sup>36</sup> Il d.l. 24 agosto 2021, n. 118, conv. con l. 21 ottobre 2021, n. 147, come è noto, anche in ragione dell'emergenza pandemica determinata dalla diffusione dei virus Covid-19, ha differito l'entrata in vigore del *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* al 16 maggio 2022 e posticipato al 31 dicembre 2023 l'entrata in vigore delle disposizioni in materia di allerta e prevenzione della crisi. Successivamente, come è



l' idoneità degli strumenti adottati dagli amministratori delle società a controllo pubblico per la gestione e la soluzione della crisi non può che concentrarsi sui profili che attingono alla diligenza da questi osservata nell' apprezzamento preventivo dei possibili esiti dell' opzione di volta in volta privilegiata e nell' adozione di quelle cautele, verifiche e informazioni normalmente richieste per quel tipo di soluzione, sperimentata in quelle circostanze e messa in atto con quelle modalità<sup>37</sup>.

In questa prospettiva, la funzione del controllo giudiziario si connette fondamentalmente all' esigenza di preservare la continuità aziendale e, quindi, di evitare il danno che alla società – e ai soci – deriverebbe dall' intrinseca frustrazione dei propri obiettivi e delle proprie finalità, oltre che, ovviamente, dalle ricadute patrimoniali della crisi, che investirebbero, in tutta evidenza, anche i creditori sociali.

4.2. *Il controllo giudiziario e l' attività delle società in house*. – L' art. 16, comma 4, TUSP, con specifico riferimento alle società *in house*<sup>38</sup>, qualifica come «grave irregolarità», ai sensi dell' art. 2409 c.c., la violazione del principio, la cui previsione è imposta negli statuti sociali di tali compagini dal precedente comma 3 della norma, per cui oltre l' ottanta per cento del loro fatturato deve derivare dallo svolgimento dei compiti ad esse affidati dall' ente pubblico o dagli enti pubblici soci<sup>39</sup>.

Vale ricordare, per completezza di informazione, che l' art. 2, comma 1, lett. o), TUSP, definisce società *in house* quelle società sulle quali un' amministrazione esercita il controllo analogo o più amministrazioni esercitano il controllo analogo congiunto, in cui la partecipazione di capitali privati avviene nelle forme di cui all' art. 16, comma 1,

---

noto, il d.l. 30 aprile 2022, n. 36, contenente ulteriori misure urgenti per l' attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), ha rinviato al 15 luglio 2022 l' entrata in vigore del *Codice*. Da ultimo, nella seduta del 15 giugno 2022 il Consiglio dei ministri ha approvato il decreto legislativo di attuazione della direttiva 2019/1023/UE (c.d. *Direttiva Insolvency*), che introduce ulteriori correttivi al testo del d.lgs. n. 14/2019 e, per quanto in questa sede più specificamente può interessare, ne modifica radicalmente il Titolo II, sostituendo la disciplina delle *procedure di allerta e composizione assistita della crisi* con la disciplina della *composizione negoziata della crisi*, già introdotta nell' ordinamento italiano dal menzionato d.l. n. 118/2021 e in vigore dal 15 novembre 2021.

<sup>37</sup> In sostanza, facendo riferimento ai principi espressi in giurisprudenza in relazione agli obblighi di cui all' art. 2086 c.c. (cfr. Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *www.ilsocietario.it*, con riferimento agli obblighi di cui all' art. 2086 c.c.), può rilevarsi che l' art. 14, comma 3, c.c., ha riguardo a un obbligo non predeterminato nel suo contenuto e che, quindi, acquisisce concretezza soltanto se valutato in relazione alla specificità della situazione in cui se ne richiede l' adempimento. Di modo che, se può forse ritenersi che l' omessa adozione delle misure organizzative previste dall' art. 6 TUSP integri di per sé una grave irregolarità gestoria, idonea ad arrecare pregiudizio alla società, da una diversa angolazione l' idoneità delle stesse misure, ove poste in essere dagli amministratori, e degli interventi adottati per prevenire o far fronte a situazioni di crisi restano sindacabili «nei limiti e secondo i criteri della *proporzionalità* e della *ragionevolezza* (e precisamente, in quest' ambito secondo i criteri della *adeguatezza*) e sempre nella prospettiva di verificare, sulla base di un giudizio prognostico, quanto alle prime, se fossero idonee a far rilevare i segnali della crisi aziendale e, quanto ai secondi, se le scelte dall' organo gestorio ricadute sugli stessi siano state ragionevoli e non manifestamente irrazionali.

<sup>38</sup> Su tale modello societario cfr. E. CODAZZI, *La società in house. La configurazione giuridica tra autonomia e strumentalità*, Napoli, 2018, 33 ss.; C. PECORARO, *op. ult. cit.*, 42 ss.

<sup>39</sup> Ai sensi dell' art. 16, comma 3-*bis*, TUF: «La produzione ulteriore rispetto al limite di fatturato di cui al comma 3, che può essere rivolta anche a finalità diverse, è consentita solo a condizione che la stessa permetta di conseguire economie di scala o altri recuperi di efficienza sul complesso dell' attività principale della società».

e che soddisfano il requisito dell'attività prevalente di cui all'art. 16, comma 3. Il controllo analogo, a sua volta, è definito dall'art. 2, comma 1, lett. c), TUSP, come «la situazione in cui l'amministrazione esercita su una società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi, esercitando un'influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni significative della società controllata»: situazione, questa, che ricorre anche quando il controllo è «esercitato da una persona giuridica diversa, a sua volta controllata allo stesso modo dall'amministrazione partecipante». Il controllo analogo, peraltro, a mente dell'art. 2, comma 1, lett. d), TUSP, si definisce «congiunto» allorché «l'amministrazione esercita congiuntamente con altre amministrazioni su una società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi», ricorrendo le condizioni di cui all'art. 5, comma 5, d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50.

Ora, ricorrendo l'ipotesi configurata dall'art. 16, comma 3, TUSP, la grave irregolarità, rilevabile, a mente dell'art. 13, comma 1, TUSP, da ciascuna delle amministrazioni pubbliche socie, a prescindere dall'entità della relativa partecipazione<sup>40</sup>, può essere sanata dalla società mediante la rinuncia, cui dar luogo entro tre mesi dalla data in cui la stessa irregolarità si è manifestata, o a una parte dei rapporti con soggetti terzi o agli affidamenti diretti ottenuti dall'ente o degli enti pubblici soci, sciogliendo, in entrambi i casi, i contratti da cui gli uni e gli altri traggono titolo (art. 16, comma 5, TUSP)<sup>41</sup>. Ove, poi, rinunci agli affidamenti diretti, la società *in house* può continuare la propria attività se e in quanto sussistano i requisiti di cui all'art. 4 TUSP, fermo restando, tuttavia, che a seguito della cessazione degli affidamenti diretti perdono efficacia le clausole statutarie e i patti parasociali finalizzati a realizzare i requisiti del controllo analogo, il quale viene quindi meno (art. 16, comma 6, TUSP).

In sostanza, nella logica dell'art. 16, comma 5, TUSP, il ricorso allo strumento del controllo giudiziario si pone in funzione di contrasto rispetto a dinamiche imprenditoriali che pongono in crisi il requisito della prevalente destinazione dell'attività svolta dalle società *in house* a favore dell'ente o degli enti pubblici che esercitano sulle medesime il controllo analogo (art. 14, comma 3, TUSP)<sup>42</sup>. Requisito che, proprio insieme al controllo analogo, connota, sul piano che più strettamente attiene all'azione di mercato dell'impresa, il modello societario in questione: tant'è che il venir meno di tale canone di prevalenza dell'attività societaria, ove non ripristinato ai sensi dell'art. 14, comma 4, TUSP, determina anche il venir meno dell'efficacia delle clausole e dei patti finalizzati a dar vita al controllo analogo<sup>43</sup>.

<sup>40</sup> Cfr. *supra*, § 3.

<sup>41</sup> In quest'ultimo caso, ai sensi dell'art. 16, comma 5, TUSP, «le attività precedentemente affidate alla società controllata devono essere riaffidate, dall'ente o dagli enti pubblici soci, mediante procedure competitive regolate dalla disciplina in materia di contratti pubblici, entro i sei mesi successivi allo scioglimento del rapporto contrattuale. Nelle more dello svolgimento delle procedure di gara i beni o servizi continueranno ad essere forniti dalla stessa società controllata».

<sup>42</sup> Ma, sulla funzione della norma, v. anche le considerazioni di E. CODAZZI, *Società in house in crisi*, cit., 1150.

<sup>43</sup> S. FANTINI, *Commento all'art. 16*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, 372 ss., il quale osserva che la disciplina in discorso è stata introdotta dal legislatore italiano «seppur in assenza di un fondamento di *imprinting* eurounitario», tanto da suscitare in una parte della dottrina dubbi in ordine alla legittimità comunitaria della stessa disciplina in relazione alla normativa europea in materia di appalti e concessioni (cfr. V. MALTONI, *Le società in house nel T.U. sulle partecipate pubbliche*, in *Urbanistica e appalti*, 2017, 17).

Di qui, pare sostenibile che l'attribuzione alle pubbliche amministrazioni della legittimazione a invocare, nella fattispecie in questione, il controllo giudiziario a prescindere dall'entità della relativa partecipazione (art. 13, comma 1, TUSP), risponda all'esigenza di consentire alle stesse di attivare contromisure rispetto a modalità di gestione dell'impresa che possano pregiudicare la stessa connotazione della società come *in house providing*, e dunque, in tal senso, arrecare danno alla medesima, compromettendo il fisiologico espletamento dei servizi ad essa affidati in via diretta e quindi il conseguimento dell'oggetto sociale (art. 4, comma 4, TUSP); oltre che, di riflesso, frustrare il conseguimento dell'interesse sotteso alla partecipazione sociale dei soggetti pubblici, che coinvolge, evidentemente, anche l'efficiente espletamento di tali servizi.

5. *Alcune considerazioni di sintesi.* – Tirando le fila del discorso in merito alla funzione assolta dal controllo giudiziario nel “sistema” delle società a partecipazione pubblica, sembra potersi ritenere che gli interessi a presidio dei quali, in tale ambito, l'istituto si pone non vadano collocati su piani diversi rispetto agli interessi la cui tutela è ad esso affidata dal diritto generale delle società: e ciò, in coerenza, d'altra parte, con la dimensione fondamentalmente “privatistica” entro cui la legge inquadra, nelle sue diverse articolazioni, il fenomeno delle società a partecipazione pubblica. Dimensione “privatistica” confermata, del resto, dalla soggezione dello stesso – ferme le specifiche deroghe previste dal d.lgs. n. 175/2016 – alle norme del codice civile e alle «norme generali del diritto privato» (art. 1, comma 3, TUSP)<sup>44</sup>, nonché, vale ricordarlo, ove ne ricorrano i presupposti, alla disciplina delle procedure concorsuali di fallimento, concordato preventivo e amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza (art. 14, comma 1, TUSP)<sup>45</sup>.

Si tratta, invero, di un approdo interpretativo difficilmente opinabile ove si abbia riguardo alla normativa inerente alle società a partecipazione pubblica diverse da quelle a controllo pubblico e *in house providing*, atteso che le relative disposizioni non presentano deroghe alla disciplina dell'art. 2409 c.c.; ma probabilmente meno scontato in riferimento a queste ultime fattispecie, proprio in virtù delle disposizioni di cui sopra si è dato conto e, in particolare, del riconoscimento della legittimazione a invocare il controllo giudiziario alle amministrazioni pubbliche socie di società a controllo pubblico, quale che sia l'entità delle azioni o delle quote di capitale detenute (art. 13, comma 1, TUSP).

---

<sup>44</sup> La soggezione delle società a partecipazione pubblica alla disciplina generale delle società di capitali e, in senso più ampio, alle disposizioni del codice civile, era sostanzialmente sancita già prima dell'emanazione del TUSP dall'art. 4, comma 13, d.l. 6 luglio 2012, n. 95, conv. in l. 7 agosto 2013, n. 133, poi abrogato dall'art. 28, comma 1, lett. q), TUSP. Sempre con riferimento alla disciplina antecedente al TUSP, e sulla base della disposizione testé ricordata, poi, nel senso di riconoscere natura privatistica a tali società si era orientata anche la giurisprudenza di legittimità (tra le altre, cfr. Cass., 7 febbraio 2017, n. 3196, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 333, con nota di P. PETTITI, *Soggettività e fallimento della società in house*; Cass., sez. un., 1° dicembre 2016, n. 24591, in *Giur. comm.*, 2017, II, 817 ss., con nota di E. CODAZZI, *Nomina pubblica alle cariche sociali ex art. 2449 c.c. e giurisdizione applicabile: l'orientamento delle Sezioni unite alla luce del testo unico sulle società partecipate*). Sul «carattere presuntivamente privatistico» delle stesse, v. G. MORBIDELLI, *op. cit.*, 333.

<sup>45</sup> Delinea la «traettoria concettuale» che ha condotto all'opzione normativa espressa nell'art. 14, comma 1, TUSP, L. STANGHELLINI, *Commento all'art. 14*, in AA.VV., *Codice delle società a partecipazione pubblica*, cit., 332 ss. e, *ivi*, 333.

E, tuttavia, non pare consentito far conseguire *de plano* da tale previsione normativa – posta anche in relazione alle disposizioni contenute negli artt. 14, comma 3, e 16, comma 4, TUSP – l’idea che al controllo giudiziario nelle società a controllo pubblico sia affidata la tutela di istanze travalicanti gli interessi della società e della compagine sociale, di cui siano chiamate a farsi interpreti le amministrazioni pubbliche in quanto tali, ciò giustificando l’irrelevanza dell’entità della loro partecipazione sociale ai fini della proposizione della denuncia al tribunale<sup>46</sup>.

Rimane infatti fermo, a tacer d’altro, che l’attivazione dello strumento regolato dall’art. 2409 c.c. postula il fondato sospetto di gravi irregolarità gestorie idonee ad arrecare danno alla società. Sicché, l’iniziativa assunta dai soggetti pubblici per invocare in controllo giudiziario deve in ogni caso presupporre il *fumus* di condotte degli amministratori, che – ponendosi in contrasto con i doveri ad essi imposti dalla legge o dallo statuto – si prestino a causare il depauperamento del patrimonio sociale ovvero a inficiare la correttezza della gestione societaria e imprenditoriale della compagine, pregiudicando il conseguimento delle particolari finalità – anche diverse dalla remunerazione del capitale investito – che restano sottese, a mente dell’art. 4 TUSP, alla partecipazione delle amministrazioni pubbliche alle società a controllo pubblico<sup>47</sup>.

In altri termini, le disposizioni dettate per le società a controllo pubblico non sembrano proiettare il controllo giudiziario verso orizzonti “pubblicistici”, pure dischiusi all’istituto da alcuni interventi della legislazione speciale<sup>48</sup>, ma ai quali, invero, non pare ormai più guardare la disciplina codicistica; e può forse ritenersi che, declinandole in funzione delle caratteristiche proprie del particolare fenomeno societario regolato, in ultima istanza tali disposizioni confermino le finalità ascritte all’istituto dal diritto generale delle società.

---

<sup>46</sup> Coglie, invece, nelle disposizioni in esame un possibile «scostamento dalle tipiche finalità del controllo giudiziario, che, se generalmente è concepito quale strumento a tutela della minoranza, nel contesto del testo unico, è invece piegato al perseguimento di ragioni di interesse di carattere pubblico-erariale» E. CODAZZI, *Società in house in crisi*, cit., 1150, che rinviene la conferma di tale interpretazione proprio nella previsione contenuta nell’art. 16, comma 3, TUSP, norma riferita, come si è visto, specificamente alle società *in house*.

<sup>47</sup> Finalità connesse alla particolare natura di tale figura di socio, che, peraltro, non assume riflessi sulla connotazione tipologica della società partecipata «neppure quando si ha una disciplina che presiede alla sua azione, come in particolare avviene (ma non solo) con il socio pubblico» (C. ANGELICI, *op. cit.*, 19).

<sup>48</sup> Si veda G. TERRANOVA, *op. cit.*, 135, che segnala come non possa negarsi «che l’interesse pubblico, cacciato dalla porta, in qualche caso sia rientrato dalla finestra (si pensi alle disposizioni che abilitano la CONSOB, la Banca d’Italia ed il Garante per l’editoria a sporgere denuncia all’autorità giudiziaria per far aprire una procedura ai sensi della norma qui esaminata)», per quanto, poi, «nel complesso, l’orientamento del legislatore in materia appare abbastanza netto e coerente, almeno per quanto concerne le norme del codice». Merita ricordare, al riguardo, anche il dettato dell’art. 29, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, con cui è stato introdotto il *Codice del Terzo Settore*, a norma del quale, con riferimento, appunto, agli enti del Terzo settore costituiti in forma di associazione, riconosciuta o non riconosciuta, e di fondazione, è prevista, in quanto compatibile, l’applicabilità della disciplina del controllo giudiziario di cui all’art. 2409 c.c., attribuendosi la legittimazione a proporre la denuncia al tribunale, in caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione dell’ente, ad almeno un decimo degli associati, all’organo di controllo, al soggetto incaricato della revisione legale dei conti e anche al pubblico ministero.

# I GRUPPI DI SOCIETÀ NELLA NUOVA LEGGE TEDESCA IN MATERIA DI *DUE DILIGENCE* NELLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO (*LIEFERKETTENSORGFALTSPFLICHTENGESETZ*)\*

di Peter Kindler

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi. – 2. Ambito applicativo degli obblighi di diligenza. – 2.1. Contenuti e i criteri di collegamento. – 2.1.1. Beni giuridici tutelati. – 2.1.2. Gli elementi costitutivi riferiti al processo di creazione di valore. – 2.2. La catena di approvvigionamento (*Lieferkette*). – 2.2.1. Prodotti e servizi. – 2.2.2. Le operazioni “*downstream*”. – 2.2.3. Il fornitore diretto. – 2.3. La responsabilità per situazioni radicate al di fuori della catena di approvvigionamento. – 3. La delimitazione della cerchia dei soggetti ai quali si applica la nuova legge. – 3.1. Il rapporto con il territorio tedesco. – 3.1.1. La sede sociale come criterio di collegamento. – 3.1.2. L’applicazione della legge a delle imprese straniere. – 3.1.3. Uno sguardo al futuro: la prospettiva eurounitaria e le pmi ad alto rischio. – 3.2. Le soglie rilevanti. – 3.2.1. Numero dei dipendenti. – 3.2.2. Il calcolo consolidato nel gruppo societario. – 4. I gruppi societari nella catena di approvvigionamento. – 4.1. Il gruppo societario (*Konzern*) come sottotipo del fenomeno delle imprese collegate (*verbundene Unternehmen*). – 4.2. L’esercizio effettivo di un’influenza determinante. – 4.3. L’alquanto ampia nozione di gruppo societario ai sensi della legge in materia di *due diligence* dei fornitori. – 4.4. Il confronto con il concetto dell’unità economica. – 4.5. Esistenza di obblighi molteplici all’interno dello stesso gruppo? – 5. Riassunto e qualche riflessione critica.

1. *Cenni introduttivi*. – Il 1° gennaio 2023 entrerà in vigore in Germania la legge sulla *due diligence* nelle catene di approvvigionamento (*Lieferkettensorgfaltspflichten-gesetz*) del 16 luglio 2021, mirante alla tutela dei diritti umani nella distribuzione<sup>1</sup>. La nuova legge *at a glance*:

- La legge sulla *due diligence* nelle catene di approvvigionamento crea per le imprese con amministrazione centrale, centro d’attività principale, sede statutaria o succursale in Germania l’obbligo di rispettare i diritti umani attraverso una serie di *due diligence standards*.

---

\* Abbreviazioni tedesche usate nel testo: BB = Betriebs-Berater (rivista); BT-Drs. = Bundestagsdrucksache (Gazzetta Ufficiale del Parlamento tedesco); AktG = Aktiengesetz (legge s.p.a. tedesca); CCZ = Corporate Compliance Zeitschrift (rivista); HGB = Handelsgesetzbuch (codice di commercio tedesco); IPRax = Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (rivista); NJW = Neue Juristische Wochenschrift (rivista); NZG = Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (rivista); ZfPW = Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft (rivista); ZUR = Zeitschrift für Umweltrecht (rivista).

<sup>1</sup> Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten zur Vermeidung von Menschenrechtsverletzungen in Lieferketten (*Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG*) vom 16. Juli 2021, in BGBl., I, 2959; per un primo commento vedansi i contributi di NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, in NJW, 2022, I ss.; STÖBNER DE MORA-NOLL, *Grenzenlose Sorgfalt? – Das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, in NZG, 2021, 1237 ss.

- Gli elementi centrali di questi obblighi di diligenza includono la creazione di un sistema di gestione dei rischi (*risk management system; Risikomanagementsystem*) al fine di identificare, prevenire o mitigare i rischi di una violazione di diritti umani o di danni all'ambiente. La legge contiene le necessarie misure a livello preventivo e di rimedi, istituisce delle procedure di reclamo e prevede relazioni in materia a scadenza regolare.
- Gli obblighi di *due diligence* si applicano al settore commerciale proprio di un'impresa, al comportamento di un partner contrattuale nonché al comportamento di altri fornitori (indiretti). Di conseguenza la responsabilità di un'impresa non termina più al cancello degli stabilimenti di produzione, ma si estende lungo l'intera catena di approvvigionamento.
- A partire dal 2023 la legge si applica alle imprese con almeno 3.000 dipendenti in Germania e a partire dal 2024 anche alle imprese con almeno 1.000 dipendenti in Germania.
- La legge sulla *due diligence* nelle catene di approvvigionamento contiene un elenco esaustivo di undici convenzioni dei diritti dell'uomo internazionalmente riconosciute. Gli interessi protetti in queste convenzioni richiedono degli standard comportamentali e dei divieti per l'operato delle imprese.
- Nel caso in cui un'impresa dovesse violare tali obblighi, si applica un'ammenda amministrativa fino a 8 milioni di euro oppure pari al 2% del giro d'affari annuo a livello globale se l'impresa ha un giro d'affari superiore a 400 milioni di euro. Inoltre, se l'ammenda eccede determinati importi, l'impresa può essere esclusa da appalti pubblici.

La legge è volta a prevenire e contrastare, fra l'altro, il lavoro minorile, il lavoro forzato, la discriminazione e gli standard di sicurezza inadeguati lungo la catena di approvvigionamento (*menschenrechtliches Risiko*; § 2 co. 2 della legge). Inoltre la legge è destinata a combattere certi rischi ambientali (*umweltbezogenes Risiko*; § 2 co. 3 della legge). Ogni società con più di 3.000 dipendenti deve nominare un responsabile della gestione dei rischi all'interno della società (§ 4 co. 3 della legge) e condurre un'analisi dei rischi per identificare i rischi legati ai diritti umani e i rischi ambientali (§ 5 co. 1 della legge). Nella propria attività e nel caso di fornitori diretti, la società deve controllare almeno una volta all'anno se ricorre una violazione dei diritti umani o delle esigenze ambientali (§ 5 co. 4 della legge). Non appena vengono identificati dei rischi al riguardo, le società devono adottare misure preventive (§ 7 della legge). Al riguardo sono stati introdotti obblighi di documentazione (§ 10 co. 1 della legge). L'Ufficio federale dell'economia e del controllo delle esportazioni monitora il rispetto della legge e può comminare multe fino a 800.000 euro (§ 24 co. 2 n. 1 della legge).

Per quanto riguarda la genesi della legge, è importante sapere che nel 2019 sono state respinte dal Tribunale di Dortmund le pretese risarcitorie avanzate da alcune lavoratrici pakistane operanti nel settore tessile nei confronti della società KIK per danni dovuti a misure di sicurezza inadeguate adottate dai suoi subfornitori – la fabbrica in Pakistan è bruciata<sup>2</sup>. L'esito considerato insoddisfacente di tale giudizio è stato uno dei fattori scatenanti della nuova legge. Nonostante questo antecedente la tutela delle parti

<sup>2</sup> *Trib. Dortmund*, 10-1-2019, in *IPRax*, 2019, 317; MÄSCH-WITTEBOL, *None of our concern? – Grenzüberschreitende Umweltschadenshaftung im Konzern vor niederländischen Gerichten*, in *IPRax*, 2022, 78 ss.

lese è limitata nel senso che, in base a tale legge, non possono essere chiamate a rispondere in sede civilistica le società e i loro organi. Se tale responsabilità civile fosse stata introdotta, la legge avrebbe certamente avuto una rilevanza molto maggiore e avrebbe potuto servire meglio al suo scopo.

Dal punto di vista del diritto societario, materia cara al nostro *Festeggiato*<sup>3</sup>, sono di particolare interesse sia la cerchia dei soggetti ai quali si applica la nuova legge sia il suo ambito applicativo per materia. Al riguardo la legge fa ricorso a delle soglie quantitative e a una definizione legale della nozione di “catena di approvvigionamento” (*Lieferkette*), criteri che – come sarà da dimostrare – hanno bisogno di precisazioni sotto vari profili. Le incertezze sono radicate, da una parte, nella formulazione delle nuove norme, e, dall'altra parte, nel concetto della catena di creazione di valore (“*Wertschöpfungskette*”) riconoscibile nei testi di riferimento internazionali della legge, quali i Principi guida delle Nazioni Unite relativi alle imprese e ai diritti dell'uomo e i Preccetti della OCSE per imprese multinazionali.

2. *Ambito applicativo degli obblighi di diligenza.* – 2.1. *Contenuti e i criteri di collegamento.* – L'ambito applicativo per materia della legge è determinato dall'esistenza di un rischio attinente alla tutela dei diritti umani o dell'ambiente (cfr. § 2 co. 2 e 3 della legge) e dalla origine di tale rischio in seno alla catena di approvvigionamento e del “settore commerciale proprio” (§ 2 co. 5-8 della legge).

2.1.1. *Beni giuridici tutelati.* – Il catalogo dei beni giuridici tutelati di cui al § 2 co. 2 e 3 della legge, contenenti valori dei diritti dell'uomo e della tutela dell'ambiente, è munito di “divieti di deterioramento” (*Verbote der Beeinträchtigung*) rivolti a qualsiasi atto lesivo o situazioni di rischio a causa di misure di protezione insufficienti. La delimitazione esatta di alcuni di questi bene necessita ulteriori precisazioni, quali ad esempio il diritto dei lavoratori ad una retribuzione adeguata (§ 2 co. 2 n. 8 della legge) oppure il divieto dell'inquinamento atmosferico (§ 2 co. 2 n. 9 della legge); riguardo a quest'ultimo ci si chiede se tale divieto richiede il rispetto di certe soglie massime di emissioni di CO<sub>2</sub> e di relativi obblighi di diligenza<sup>4</sup>. Un'altra questione aperta è se il rispetto degli obblighi di protezione sia allo stesso tempo nell'interesse collettivo e in quello del singolo<sup>5</sup>.

2.1.2. *Gli elementi costitutivi riferiti al processo di creazione di valore.* – L'ambito applicativo per materia degli obblighi legali di diligenza viene delimitato attraverso due elementi costitutivi, e cioè la catena di approvvigionamento (§ 2 co. 5 frase 1 della leg-

---

<sup>3</sup> Ciò vale anche per il diritto dei gruppi d'impresa, v. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in Riv. soc., 2007, 317 ss.

<sup>4</sup> GAILHOFER-VERHEYEN, *Klimaschutzbezogene Sorgfaltspflichten: Perspektiven der gesetzlichen Regelung in einem Lieferkettengesetz*, in ZUR, 2021, 402 ss.

<sup>5</sup> Così invece la motivazione del disegno di legge del governo, in BT-Drs. 19/28649, 43; è restrittivo sul punto NIETSCHE-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 1, 3.

ge) ed il proprio settore commerciale (§ 2 co. 6 frase 1 della legge). A ciò si aggiungono delle regole specifiche per imprese collegate (§ 2 co. 6 frase 3 della legge) e per i c.d. fornitori indiretti (§ 2 co. 8, § 9 della legge).

2.2. *La catena di approvvigionamento (Lieferkette).* – 2.2.1. *Prodotti e servizi.* – La catena di approvvigionamento si riferisce a “tutti i prodotti e servizi di un’impresa” ed include “tutti i passi sul territorio nazionale [tedesco] e all’estero necessari per la produzione dei prodotti e la fornitura dei servizi, a cominciare dall’estrazione di materie prime fino alla fornitura al cliente finale” (§ 2 co. 5 frase 1 e 2 della legge). Sono incluse sia le operazioni dell’impresa nel proprio settore commerciale sia le operazioni di un fornitore diretto o indiretto. Si evince dai lavori preparatori che la produzione di un bene materiale ricomprende tipicamente le fasi dell’approvvigionamento (*Beschaffung*) ad esempio delle materie prime necessarie, della produzione e della commercializzazione, cui si aggiungono anche il riciclaggio e la gestione del combustibile (*Wiederverwertung und Entsorgung*) se inclusi nello “scopo commerciale dell’impresa”<sup>6</sup>. Nello stesso senso la definizione legale del “proprio settore commerciale” (*eigener Geschäftsbereich*) di cui al § 2 co. 6 frase 1 della legge parla di un’“attività dell’impresa diretta al raggiungimento dello scopo dell’impresa”. Il problema ermeneutico principale al riguardo è se tale definizione, oltre alle catene di approvvigionamento “*upstream*”, si estende anche alle catene di commercializzazione “*downstream*” (*infra*, 2.2.2.).

2.2.2. *Le operazioni “downstream”.* – C’è da chiedersi se gli obblighi di diligenza, oltre che alle catene di approvvigionamento, si applicano anche lungo ulteriori processi di produzione e/o di commercializzazione (perfezionamento, distribuzione, ecc.), cioè alle c.d. catene *downstream* di approvvigionamento. I lavori preparatori parlano soltanto della distribuzione commerciale, riferita alle sole attività “che fanno sì che il prodotto giunga al suo luogo di destinazione finale”. Fra queste attività si nominano l’impiego di intermediari (quali l’agente di commercio oppure il concessionario) nonché la gestione di depositi di distribuzione oppure l’impiego di piattaforme *online*<sup>7</sup>. Non viene definita la nozione di cliente finale e neanche quella del prodotto finito (*Fertigprodukt*) menzionata nei lavori preparatori. È evidente che rischi tipici ad esempio collegati alla tutela dell’ambiente spesso si realizzano soltanto nella fase dell’utilizzo del prodotto finito da parte del cliente finale (il quale in ogni caso deve monitorare la sua catena di approvvigionamento *upstream*)<sup>8</sup>.

2.2.3. *Il fornitore diretto.* – La legge distingue fra fornitori diretti ed indiretti e si rivolge, in linea di principio, solo alla prima categoria. Dispone il § 2 co. 6 frase 1 della legge che fornitore diretto è “la parte di un contratto di consegna di merci o di fornitura di servizi, la

<sup>6</sup> Motivazione del disegno di legge del governo, in *BT-Drs.* 19/28649, 40.

<sup>7</sup> Motivazione del disegno di legge del governo, in *BT-Drs.* 19/28649, 40.

<sup>8</sup> [2021] EWCA Civ 326 (Begum/Maran); *amplius* NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 2.



cui prestazione è necessaria per la produzione dei prodotti dell'impresa o per la fornitura e fruizione del servizio in questione". È fornitore indiretto "ogni impresa che non è un fornitore diretto" (con cui, cioè, non ci sia un rapporto contrattuale), ma le cui forniture sono altrettanto necessarie per la produzione del prodotto (§ 2 co. 8 della legge). In questo modo la legge delimita il suo ambito applicativo in base a delle sfere di rischio. L'approccio è diverso nel caso di imprese collegate (§ 2 co. 6 frase 3 della legge; *infra*, 4.).

2.3. *La responsabilità per situazioni radicate al di fuori della catena di approvvigionamento.* – Le imprese in linea di principio hanno solo l'obbligo di includere i fornitori diretti nella propria gestione dei rischi (*Risikomanagement*; § 4 della legge). Ma se ricorrono i presupposti del § 9 co. 3 della legge, cioè quando ci sono indizi concreti (*tatsächliche Anhaltspunkte*) per una violazione di diritti umani o *standard* ambientali (§ 2 co. 2 e 3 della legge; *supra*, 1.), anche i fornitori indiretti devono essere sorvegliati (§ 9 co. 2 della legge). Può sembrare che a questo punto la legge avanzi troppe pretese nei confronti delle imprese, se si considera che il numero di fornitori indiretti può facilmente raggiungere un milione o di più quando si tratta di una grande impresa<sup>9</sup>. È fuori discussione che nessun'impresa può effettivamente sorvegliare il rispetto degli *standard* dei diritti umani e della tutela dell'ambiente da parte di un tale numero di fornitori indiretti, e perciò la legge richiede una relativa gestione dei rischi (§ 4 della legge) solo nel caso in cui l'impresa ha conoscenza precisa della violazione di un obbligo derivante dalla disciplina della tutela dei diritti umani o dalla normativa in materia ambientale.

3. *La delimitazione della cerchia dei soggetti ai quali si applica la nuova legge.* – I soggetti che sono da considerarsi "imprese" e ai quali, di conseguenza, si applica la nuova legge risultano dalla disciplina delle soglie contenuta nel § 1 della legge. Tale disciplina viene integrata dalla definizione del proprio settore commerciale nel caso di imprese collegate contenuta nel § 2 co. 6 frase 3 della legge (*infra*, 4.).

3.1. *Il rapporto con il territorio tedesco.* – 3.1.1. *La sede sociale come criterio di collegamento.* – A prescindere dal numero dei dipendenti (§ 1 co. 1 n. 2 della legge) la sede dell'impresa nella R.F.T. (§ 1 co. 1 n. 1 della legge) è uno dei due criteri di collegamento per l'ambito applicativo soggettivo della legge. Tale sede ha un triplice significato; ai fini dell'applicazione della legge, una società o altra persona giuridica ha la sua sede nel luogo in cui si trova la sua amministrazione centrale (*Hauptverwaltung*), oppure il suo centro d'attività principale (*Hauptniederlassung*) oppure la sua sede statutaria (*satzungsmäßige Sitz*). Il legislatore è dell'idea che soltanto in questi luoghi si prendano decisioni rilevanti per la gestione dei rischi (*Risikomanagement*) della catena di approvvigionamento<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. fra l'altro l'argomentazione di A. GUNKEL, *Bundesvereinigung der Deutschen Industrie eV*, nell'ambito della consultazione pubblica del disegno di legge sulle *due diligence dei fornitori* il 17 maggio 2021, *trascrizione*, 26, disponibile su <https://www.bundestag.de>.

<sup>10</sup> *Motivazione del disegno di legge del governo*, in *BT-Drs.* 19/28649, 33.

3.1.2. *L'applicazione della legge a delle imprese straniere.* – Dispone il § 1 co. 1 frase 2 n. 1 e 2 della legge che l'ambito applicativo soggettivo della disciplina ricomprende delle imprese straniere con un determinato rapporto con il territorio tedesco, consistente nel disporre nella R.F.T. di una succursale ai sensi del § 13d HGB (artt. 28 bis ss. Direttiva (UE) 2017/1132 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario) in cui lavorano almeno 3.000 dipendenti<sup>11</sup>. Sembra ragionevole ritenere che l'inclusione delle succursali prenda di mira, fra l'altro, i commercianti *online* (*Internethändler*) attivi sul territorio tedesco ma con sede amministrativa in un altro stato UE e in un rapporto di concorrenza con commercianti con sede amministrativa nel territorio tedesco<sup>12</sup>.

3.1.3. *Uno sguardo al futuro: la prospettiva eurounitaria e le pmi ad alto rischio.* – Abbiamo visto che le disposizioni di cui al § 1 della legge delimitano la cerchia dei soggetti ai quali si applica la nuova legge unicamente in base a dei criteri formali che indicano un determinato rapporto con il territorio tedesco (*supra*, 3.1.1., 3.1.2.). Non ha rilevanza, a tale riguardo, il potenziale (diretto o indiretto) di rischio che l'impresa comporta per i beni tutelati dal § 2 della legge (*supra*, 1.). Inoltre si trascura il fatto che le catene di approvvigionamento hanno un carattere globale e complesso e che le ripercussioni negative collegate ad esse normalmente non si possono ascrivere a singoli soggetti che ne fanno parte<sup>13</sup>. Tenendo conto di questa realtà, la Proposta di direttiva UE relativa al dovere di diligenza ai fini della sostenibilità segue un'altra filosofia<sup>14</sup>. La futura direttiva si dovrà applicare, tra l'altro, alle imprese ad alto impatto, ad esclusione delle piccole e medie imprese (art. 2 della Proposta)<sup>15</sup>. La portata degli obblighi di diligenza dovrà dipendere dalle dimensioni e dalla posizione dell'impresa nella catena del valore, sempre escludendo il potenziale economico delle piccole e medie imprese<sup>16</sup>. A medio termine le imprese dovranno accettare che l'approccio formale e quanti-

<sup>11</sup> *Proposta di risoluzione e rapporto del Comitato del lavoro e degli affari sociali del 9 giugno 2021, BT-Drs. 19/30505; amplius VALDINI, Die Anwendung des Lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes auf ausländische Unternehmen*, in *BB*, 2021, 2955; per la nozione di succursale sia permesso rinviare a KINDLER, in KINDLER-LIEDER (a cura di), *European Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Baden-Baden, 2021, *sub* Foreword to artt. 28a ss.

<sup>12</sup> Cfr. fra l'altro l'argomentazione di LANGHAMMER, *Istituto di economia globale*, nell'ambito della consultazione pubblica del disegno di legge sulle *due diligence dei fornitori* il 17 maggio 2021, *trascrizione* p. 12, disponibile su <https://www.bundestag.de>.

<sup>13</sup> BECKERS, *Globale Wertschöpfungsketten: Theorie und Dogmatik unternehmensbezogener Pflichten*, in *ZfPW*, 2021, 2020 ss., 225.

<sup>14</sup> Com/2022/71 final.

<sup>15</sup> Di questo anche KREBS, *Menschenrechtliche und umweltbezogene Sorgfaltspflicht: Der Wettlauf zwischen europäischer und deutscher Rechtssetzung*, in *ZUR* 2021, 394 ss., 396 ss.; orientamenti concettuali sul rilevamento di processi proprietari da BECKERS, *Globale Wertschöpfungsketten: Theorie und Dogmatik unternehmensbezogener Pflichten*, in *ZfPW*, 2021, 220 ss., 222 ss.

<sup>16</sup> Diversamente l'approccio della sottostante *Risoluzione del Parlamento europeo*, considerando 18: "La proporzionalità è integrata nel processo di dovuta diligenza, in quanto quest'ultimo è subordinato alla gravità e alla probabilità degli impatti negativi che un'impresa potrebbe causare o a cui potrebbe contribuire o essere direttamente collegata, al suo settore di attività, alle sue dimensioni, alla natura e al contesto delle sue operazioni, anche a livello geografico, al suo modello aziendale, alla sua posizione nella catena del valore e alla natura dei suoi prodotti e servizi. Un'impresa di grandi dimensioni i cui rapporti d'affari diretti sono tutti domiciliati nell'Unione ovvero una piccola o media impresa che, dopo aver effettuato una valutazione del rischio, conclude di non aver individuato alcun impatto negativo potenziale o effettivo nei suoi rapporti

tativo della legge tedesca sarà sostituito da un approccio basato sul rischio a livello UE, il che comporterà un allargamento della cerchia dei soggetti destinatari della nuova legge<sup>17</sup>.

3.2. *Le soglie rilevanti.* – 3.2.1. *Numero dei dipendenti.* – A partire dal 1° gennaio 2023 la legge si applica a tutte le imprese che “regolarmente occupano almeno 3.000 dipendenti sul territorio nazionale”; sono inclusi i dipendenti distaccati all’estero”. Lo dispone il § 1 co. 1 frase 1 n. 2 della legge. Nell’anno successivo la soglia scende a 1.000 dipendenti (§ 1 co. 1 frase 3 della legge). Secondo le stime del Governo la legge si applicherà all’incirca a 4.800 imprese<sup>18</sup>. Questa cifra rimane al di sotto di quella rilevante per l’*UK Modern Slavery Act*<sup>19</sup>, ma va oltre la portata dei rendiconti obbligatori sull’RSI (§§ 289b ss. HGB<sup>20</sup>) e della *Loi de Vigilance* francese<sup>21</sup>.

3.2.2. *Il calcolo consolidato nel gruppo societario.* – All’interno di un insieme di imprese collegate (*verbundene Unternehmen*; § 15 AktG) tutti i dipendenti occupati nel territorio nazionale di tutte le società appartenenti al gruppo contano ai fini del computo del numero di dipendenti della società capogruppo (§ 1 co. 3 frase 1 della legge). La norma fa sì che la legge trovi applicazione a prescindere dall’entità del gruppo con cui esistono i rispettivi rapporti di lavoro. È interessante notare che la proposta di legge usava ancora il differente termine di “società madre del gruppo (*Konzernmutter*)”,<sup>22</sup> mentre nella versione finale della legge si trova il termine “società capogruppo”<sup>23</sup>, ma senza una relativa definizione nella legge stessa. Di conseguenza non è del tutto chiaro se il calcolo consolidato si riferisce a tutte e cinque le forme di imprese collegate ai sensi del § 15 AktG (*infra*, 4.1.) oppure al solo gruppo societario (*Konzern*). Inoltre non si capisce se la società capogruppo sia sempre la società madre o, invece, l’impresa che esercita l’influenza determinante nel gruppo. La disposizione di cui al § 2 co. 6 frase 3 della legge sembra testimoniare a favore del riferimento al

---

d’affari, potrebbe pubblicare una dichiarazione al riguardo, comprensiva della sua valutazione del rischio contenente i dati, le informazioni e la metodologia del caso, che dovrebbe comunque essere riesaminata in caso di modifiche delle operazioni, dei rapporti d’affari o del contesto operativo dell’impresa”.

<sup>17</sup> NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 3.

<sup>18</sup> *Domande e risposte sulla legge di due diligence dei fornitori*, disponibile su <https://www.bmz.de>; le indicazioni che seguono nel testo sono riportate da NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 3.

<sup>19</sup> *Il governo britannico (Home Office)* presuppone degli obblighi di correzione per ca. 17.000 aziende, disponibile su <https://www.gov.uk>.

<sup>20</sup> HÜBNER, *Bausteine eines künftigen Lieferkettengesetzes*, in *NZG* 2020, 1411 ss., 1413.

<sup>21</sup> Cfr. *Terre Solidaire*, che insieme a due altre ONG (*Sherpa and Business & Human Rights Resource Centre*) gestisce un registro non ufficiale di destinatari della legge, assume 263 imprese, disponibile su <https://ccfd-teresolidaire.org>.

<sup>22</sup> PASSARG, *Zum Anwendungsbereich des Lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes auf Konzerngesellschaften*, in *Compliance-Berater (CB)*, 2021, 332; anche *Motivazione del disegno di legge del governo*, in *BT-Drs.* 19/28649, 34.

<sup>23</sup> *Proposta di risoluzione e rapporto del Comitato del lavoro e degli affari sociali* del 9 giugno 2021, in *BT-Drs.* 19/30505, 34.

solo gruppo societario (*infra*, 4.5.) e di una localizzazione della responsabilità presso l'entità che esercita l'influenza determinante. Questa soluzione sarebbe anche in sintonia con il § 1 co. 1 frase 2 n. 2 della legge il quale richiede almeno 3.000 dipendenti "nel territorio nazionale"<sup>24</sup>.

Per quanto riguarda i gruppi societari internazionali, il calcolo consolidato di cui al § 1 co. 3 frase 1 della legge prende di mira solo le entità domiciliate nel territorio nazionale, cioè l'impresa dominante e le imprese da essa dipendenti, tutte con sede (*supra*, 3.1.1.) sul territorio nazionale. Non si contano, invece, i dipendenti di una società madre straniera né quelli di una società figlia straniera di una società capogruppo tedesca.

4. *I gruppi societari nella catena di approvvigionamento.* – Per quanto riguarda i gruppi societari nella catena di approvvigionamento, il § 2 co. 6 frase 3 della legge amplia il concetto di "settore commerciale" (*supra*, 2.) attraverso il criterio dell'influenza determinante ("*bestimmender Einfluss*"):

"Nelle imprese collegate il settore commerciale proprio della società capogruppo si estende ad una società appartenente allo stesso gruppo se la società capogruppo esercita un'influenza determinante sulla società appartenente al gruppo"<sup>25</sup>.

Tale approccio non si trovava ancora nella proposta di legge presentata dal governo, la quale era limitata alle catene di creazione di valore di carattere contrattuale<sup>26</sup>. Nella sua versione varata, la legge contiene degli obblighi di diligenza anche per determinati soggetti estranei alla catena contrattuale.

A questo punto occorre un chiarimento di carattere terminologico riguardante le "società collegate" e le "imprese collegate". In diritto italiano sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole, ed una tale influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati (art. 2359 co. 3 c.c.). L'influenza notevole è meno forte dell'influenza dominante che caratterizza il controllo, elemento costitutivo del gruppo societario<sup>27</sup>. In diritto tedesco il concetto di "imprese collegate" (*verbundene Unternehmen*) è un termine generico per vari tipi di aggregazioni di imprese societarie ed individuali, tra cui il gruppo societario. Infatti, fra le imprese collegate il § 15 AktG elenca, oltre alle imprese facenti parte dello stesso gruppo (§ 18 AktG) anche le imprese che sono da considerarsi impresa figlia e impresa madre (§ 16 AktG), impresa controllata e impresa controllante (§ 17 AktG), imprese reciprocamente partecipate (§ 19 AktG), nonché le imprese facenti parte di un contratto di controllo (§§ 291, 292 AktG).

<sup>24</sup> NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferketten-sorgfaltspflichtengesetz*, cit., 2.

<sup>25</sup> Nella versione originale: „In verbundenen Unternehmen zählt zum eigenen Geschäftsbereich der Obergesellschaft eine konzernangehörige Gesellschaft, wenn die Obergesellschaft auf die konzernangehörige Gesellschaft einen bestimmenden Einfluss ausübt“.

<sup>26</sup> Cfr. ancora NIETSCH-WIEDMANN, *Der Regierungsentwurf eines Gesetzes über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in der Lieferkette*, in CCZ, 2021, 101 ss., 103.

<sup>27</sup> CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, 10<sup>a</sup> ed., Milano, 2020, 282 ss., 288.

4.1. *Il gruppo societario (Konzern) come sottotipo del fenomeno delle imprese collegate (verbundene Unternehmen).* – Non è del tutto univoco l’ambito applicativo del § 2 co. 6 frase 3 della legge, in quanto il gruppo societario (*Konzern*) è solo un sottotipo del fenomeno delle imprese collegate (*verbundene Unternehmen*) e la norma – a differenza del computo “consolidato” dei dipendenti (§ 1 co. 3 frase 1 della legge; *supra*, 3.2.2.) – non fa riferimento al concetto generale di imprese collegate di cui al § 15 AktG (*supra*, 4.). Il riferimento alla società capogruppo e alla società appartenente al gruppo fa pensare, tuttavia, che il settore commerciale unitario ai sensi della legge coincida con il *Konzern* (§ 18 AktG), caratterizzato dalla direzione unitaria (*einheitliche Leitung*) delle controllate, e che non sia sufficiente un mero rapporto di dipendenza fondato sul controllo (§ 17 AktG). Con il criterio delimitativo del *Konzern* la legge si trova in sintonia con il concetto dell’attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497 ss. c.c. che si contraddistingue proprio per l’elemento della direzione unitaria, cioè la *einheitliche Leitung* ai sensi del § 18 AktG<sup>28</sup>. Tale interpretazione trova conferma nell’ulteriore requisito applicativo dell’esercizio di un’influenza “determinante” (*bestimmender Einfluss*) da parte della società capogruppo<sup>29</sup>, anche se il termine ricorda più che altro la terminologia antitrust (§ 37 GWB; art. 3 Regolamento [CE] n. 139/2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese; in Italia art. 7 legge 10 ottobre 1990, n. 287 – Norme per la tutela della concorrenza e del mercato). A ciò si aggiunge che nei lavori preparatori si legge che “una partecipazione ad alta maggioranza nella società figlia” è meramente un indizio per la sussistenza di un’influenza determinante<sup>30</sup>. Infine, anche il riferimento, da parte del § 1 co. 3 della legge, al § 15 AktG (*supra*, 3.2.2.) non mette in questione l’interpretazione qui sostenuta, visto che tale norma fa riferimento al “*Konzern*” e alla “società capogruppo”.

4.2. *L’esercizio effettivo di un’influenza determinante.* – Se il § 2 co. 6 frase 3 della legge fa riferimento all’influenza determinante, ciò può essere visto anche come riferimento al concetto della unità economica noto dal dibattito sulla responsabilità delle imprese per il rispetto dei diritti umani<sup>31</sup>. Il concetto ha tuttavia le sue origini nel diritto antitrust eurounitario (*supra*, 4.1.), ed è indispensabile che esista (*vorliegen*) un’influenza determinante. Ciò significa che la mera possibilità di un esercizio di influenza determinate non è sufficiente<sup>32</sup>. Diversamente, il diritto eurounitario del bilancio consolidato usa il concetto di “influenza dominante” (art. 22 co. 2 della Direttiva

<sup>28</sup> V. l’inquadramento convincente da parte di MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., 320; TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 19, 24.

<sup>29</sup> Idem nell’esito WAGNER-RUTTLOFF, *Das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – Eine erste Einordnung*, in *NJW* 2021, 2145 ss.

<sup>30</sup> Cfr. *Proposta di risoluzione e rapporto del Comitato del lavoro e degli affari sociali* del 9 giugno 2021, *BT-Drs.* 19/30505, 37.

<sup>31</sup> *Amplius* NIETSCH, *Corporate Social Responsibility Compliance*, Monaco di Baviera, 2021, 175; KINDLER, *Internationales Handels- und Gesellschaftsrecht*, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, vol. 13, 8ª ed., Monaco di Baviera, 2021, nota a margine 762 ss. (con riferimento ai noti precedenti “Swift de la Plata” e “Bophal”).

<sup>32</sup> NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 6; diversamente l’approccio in materia di bilancio consolidato: KINDLER, in STAUB (fondato da), *Handelsgesetzbuch. Großkommentar*, 6ª ed., Berlino-Boston, 2021, *sub* § 290, 39 s.

2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese), e ciò vale anche per la relativa normativa di attuazione nel codice di commercio tedesco (§ 290) ed il diritto delle imprese collegate (*Konzernrecht*) tedesco<sup>33</sup>.

4.3. *L'alquanto ampia nozione di gruppo societario ai sensi della legge in materia di due diligence dei fornitori.* – C'è da tenere presente che la legge non richiede, per l'esercizio di un'influenza determinante, la collaborazione a livello operativo delle entità coinvolte, come lo invece lo richiedeva il concetto di *Konzern* ormai superato ai sensi del diritto societario tradizionale (*enger Konzernbegriff*)<sup>34</sup>. Si evince piuttosto dai lavori preparatori, con una formulazione non proprio ispirata all'ideale della certezza del diritto, che “tutti gli aspetti rilevanti sono da considerare in una valutazione complessiva”<sup>35</sup>. Sono da prendere in considerazione “tutti i legami di natura economica, personale, organizzativa e giuridica fra la società madre e la società figlia”. Indizi per l'esercizio di un'influenza determinante possono essere: una partecipazione ad alta maggioranza nella società figlia, l'esistenza di un sistema di *compliance* a livello del gruppo, la responsabilità per la gestione di processi chiave nell'impresa figlia, il cumulo di incarichi (*interlocking directorships*) a livello decisionale, l'influenza determinante sulla gestione della catena di approvvigionamento della società figlia, l'esercizio di influenza attraverso l'assemblea dei soci nonché delle attività commerciali parallele delle società (ad es. con la produzione o l'utilizzo di prodotti identici o la fornitura di servizi uguali)<sup>36</sup>. Tutto sommato, con questi criteri per l'appartenenza al proprio settore commerciale ai sensi del § 2 commi 5 e 6 della legge non si accolgono tutte le imprese incluse nell'ampia nozione di *Konzern* che domina l'attuale diritto societario (*weiter Konzernbegriff*). Ciò perché, da una parte, non è sufficiente che soltanto un unico settore (essenziale) sia sottoposto alla direzione unitaria e, dall'altra parte, i criteri summenzionati sono applicabili alla luce delle specificità della catena di approvvigionamento in questione e nell'ambito di una valutazione complessiva difficilmente controllabile in sede di giudizio<sup>37</sup>.

4.4. *Il confronto con il concetto dell'unità economica.* – I criteri utilizzati dal § 2 co. 6 frase 3 della legge per definire la responsabilità dell'impresa dominante sono più re-

<sup>33</sup> Sull'influenza dominante (*controlling influence*) v. KINDLER, in KINDLER-LIEDER (a cura di), *European Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Baden-Baden, 2021, Introduction, 37 ss.; KINDLER, in STAUB (fondato da), *Handelsgesetzbuch. Großkommentar*, 6ª ed., Berlino-Boston, 2021, *sub* § 290, 37 ss.

<sup>34</sup> Il termine restrittivo del gruppo richiede un concetto di obiettivo orientato all'interesse generale delle imprese connesse per quasi tutti i settori centrali imprenditoriali, allora alla fin fine una organizzazione aziendale basata sulla divisione del lavoro HÜFFER-KOCH, *AktG*, 15ª ed., Monaco di Baviera, 2021, § 18 nota a margine 9.

<sup>35</sup> Cfr. *Proposta di risoluzione e rapporto del Comitato del lavoro e degli affari sociali* del 9 giugno 2021, *BT-Drs.* 19/30505, 37.

<sup>36</sup> *Proposta di risoluzione e rapporto del Comitato del lavoro e degli affari sociali* del 9 giugno 2021, *BT-Drs.* 19/30505, 37.

<sup>37</sup> NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 7.

strittivi dell'effimero concetto di unità economica come lo si vede nel dibattito internazionale, ad esempio nella proposta di giungere ad una responsabilità collettiva del gruppo, cioè di tutte le società che ne fanno parte, abbandonando il principio cardine del diritto dei gruppi societari consistente nell'autonomia della persona giuridica (§ 15 AktG)<sup>38</sup>. Con questo approccio si raggiunge una (anche se relativa) certezza del diritto maggiore rispetto all'idea dell'unità economica. Lo si vede, ad esempio, nella mera società di partecipazione (*Beteiligungsgesellschaft*) la cui società partecipante, in base al concetto dell'unità economica, addirittura nel caso di una partecipazione minoritaria viene sottoposta alla responsabilità di gruppo, e ciò in base al legame diretto al danneggiante (in base al criterio del “*directly linked*”)<sup>39</sup>. Una tale responsabilità non sussiste in base al § 2 co. 6 frase 3 della nostra legge. Inoltre la norma non stabilisce nessun obbligo di dirigere il gruppo in maniera specifica (*Konzernleitungspflicht*), essendo la responsabilità ivi prevista la conseguenza di un'influenza già esercitata<sup>40</sup>.

4.5. *Esistenza di obblighi molteplici all'interno dello stesso gruppo?* – Di regola l'adempimento degli obblighi di diligenza codificati nei §§ 3 ss. della legge spetterà alla società madre se si è in presenza dei requisiti stabiliti dal § 2 co. 6 frase 3 della legge (*supra*, 4., 4.1.). Non è chiaro, tuttavia, se sia configurabile l'esistenza di obblighi molteplici all'interno dello stesso gruppo. La questione si pone nei casi in cui l'entità controllata stessa superi le soglie di cui al § 1 della legge (*supra*, 3.2.). Manca una codificazione di possibili casi di esonero dagli obblighi paragonabile all'art. 27 co. 3 del d.lgs. 127 del 9 aprile 1991 in materia di bilancio consolidato<sup>41</sup>. Inoltre manca una norma che stabilisca espressamente se la controllante sia in ogni caso la destinataria degli obblighi definiti dalla legge in materia di *due diligence* nelle catene di approvvigionamento oppure se essa li possa delegare ad un'altra entità sempre dello stesso gruppo. Se si tiene presente che l'elemento decisivo al riguardo è l'esercizio di influenza determinante, come lo dispone il § 2 co. 6 frase 3 della legge, allora sembra coerente assumere che i relativi obblighi spettino proprio all'entità che esercita tale influenza<sup>42</sup>. Non a caso la norma non tratta del settore commerciale della “società madre” bensì della “società capogruppo”, il che implica la direzione unitaria di cui al § 18 AktG (*supra*, 4.1.) cioè un comportamento permanente che va al di là della mera posizione di socio.

---

<sup>38</sup> Ampiamente SPIEBHOFER, *Unternehmerische Verantwortung*, Baden-Baden, 2017, 467 ss.; ulteriormente anche NIETSCH, *Corporate Social Responsibility Compliance*, Monaco di Baviera, 2021, 174 ss.

<sup>39</sup> SPIEBHOFER, *Unternehmerische Verantwortung*, Baden-Baden, 2017, 192; altresì NIETSCH, *Corporate Social Responsibility Compliance*, Monaco di Baviera, 2021, 175 ss.

<sup>40</sup> Per un confronto con il diritto inglese – UK Supreme Court del 21 febbraio 2021 [2021] UKSC 3 (*Okpabi*) – vedansi NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 7; SPÄTH-WERNER, *Die Okpabi-Entscheidung des Supreme Court of the United Kingdom zur Internationalen Konzernhaftung aus rechtsvergleichender Sicht*, in CCZ, 2021, 241 ss.; una panoramica sull'evoluzione della giurisprudenza è fornita da NIETSCH, *Corporate Social Responsibility Compliance*, Monaco di Baviera, 2021, 176 ss.

<sup>41</sup> Cfr. l'art. 23 della Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese; sul c.d. “*Tannenbaumprinzip*” v. KINDLER, in STAUB (fondato da), *Handelsgesetzbuch. Großkommentar*, 6<sup>a</sup> ed., Berlino-Boston, 2021, sub § 290, 54.

<sup>42</sup> NIETSCH-WIEDMANN, *Adressatenkreis und sachlicher Anwendungsbereich des neuen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, cit., 7.

5. *Riassunto e qualche riflessione critica.* – L'ambito applicativo per materia e quello soggettivo della legge risultano dal combinato disposto del § 1 della legge con la definizione delle soglie rilevanti e del § 2 co. 5-8 della legge con la nozione di catena di approvvigionamento ivi codificata. Non sembra del tutto chiarito, a tale riguardo, la delimitazione fra fattori di produzione rilevanti ai fini della legge e quelli che non lo sono in virtù del loro carattere indiretto. Inoltre, anche la distinzione fra la creazione di valore di carattere contrattuale e quella basata su legami di carattere societario, non sembra essere ben tracciata nella legge. La sua particolare importanza risiede nel fatto che i fornitori indiretti sono inclusi nell'ambito applicativo della legge nel caso dell'esercizio di un'influenza determinante all'interno del gruppo societario, mentre nelle catene contrattuali ciò richiede la specifica conoscenza di un atto lesivo ai sensi del § 9 co. 3 della legge e, inoltre, la responsabilità è prevista solo per i rapporti *upstream*. Una delle (poche) certezze al riguardo sta nel fatto che la legge ed i suoi lavori preparatori contengono dei requisiti ben precisi della nozione di influenza determinante e con ciò disegnano certi limiti della responsabilità della capogruppo.



# I GRUPPI DI SOCIETÀ TRANSNAZIONALI: SCENARI DI CRISI E DI INSOLVENZA

di *Federica Pasquariello*

SOMMARIO: 1. Introduzione al tema, nell'ambito del Reg. UE 848/2015. – 2 Tecniche di *procedural consolidation*: cenni al c.d. “impegno” (art. 36 Reg.). – 3. (*Segue*): *Insolvency Protocols* – 4. (*Segue*): la “Procedura di coordinamento di gruppo”. – 5. Considerazioni critiche sulla efficacia delle soluzioni normative. – 6. Notazioni conclusive.

1. *Introduzione al tema, nell'ambito del Reg. UE 848/2015.* – Le crisi e le insolvenze di rilevanza transfrontaliera, caratterizzate da un'articolazione del patrimonio responsabile che trascende i confini nazionali, ricorrono con crescente frequenza in epoca di capitalismo evoluto e di economie globalizzate ed interconnesse, specie in relazione ai gruppi multinazionali di imprese<sup>1</sup>. In tali scenari, ogni strategia di ristrutturazione del debito – vuoi mediante continuità, vuoi con esito liquidatorio – impone di esplorare modalità di coordinamento tra una possibile pluralità di procedure locali, governate dalla rispettiva *lex fori concursus*.

Ci si vuole ora concentrare sull'orizzonte eurounitario del fenomeno, sulla scorta dei riscontri offerti dal Reg. UE 848/2015 (di seguito: Reg.)<sup>2</sup>. La principale novità introdotta dal *recasting* del 2015 riguarda, appunto, le soluzioni di coordinamento tra procedure di imprese di gruppo, che non risultavano nella versione antecedente del

---

<sup>1</sup> Il contributo va collocato nell'ambito degli obiettivi del progetto di ricerca ToP justice “*Transnational Protocols: A Cooperative Tool for Managing European Cross-Border Insolvencies*”, JUST-AG-2017/JUST-JCOO-AG-2017, finanziato dalla Commissione UE; nonché nel quadro nell'attività di ricerca del Gruppo di ricerca “ARrT Autonomia e Regolazione nei rapporti transnazionali”, nell'ambito del Progetto di Eccellenza del Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università di Verona, “Diritto, Cambiamenti e Tecnologie”.

<sup>2</sup> La disciplina unionistica, che risulta dalla rifusione del precedente Reg. CE 1346/2000 vige dal giugno 2017; vincola tutti e soli gli Stati membri, esclusa la Danimarca ed escluse, ovviamente, le crisi ed insolvenze che coinvolgono ordinamenti terzi rispetto all'Unione. Incerto, nel momento storico contingente, il posizionamento del Regno Unito, per le note ragioni connesse al tema ed alle modalità della *Brexit*: cfr. P. OMAR, *The impact of Brexit on cross-border Restructurings*, in A. LEANDRO-G. MEO-A. NUZZO (a cura di), *Crisi transfrontaliere di impresa: orizzonti internazionali ed europei*, Bari, 2018, 59; A. WALTERS, *The impact of Brexit in judicial cooperation in Cross-border Insolvency and restructuring in the European Union*, in *Riv. Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, n. 2. È appena il caso di ricordare che il Reg. stesso si applica alle procedure concorsuali definite tali dal Reg. stesso e comunque elencate nell'All. A del Reg. (per l'ordinamento italiano, salvi gli adeguamenti lessicali che si renderanno necessari con l'entrata in vigore del CCI, si tratta di Fallimento, Concordato preventivo, Liquidazione coatta amministrativa, Amministrazione straordinaria, Accordi di ristrutturazione, Procedure di sovraindebitamento).

Con riferimento alla revisione del Reg. n. 848/2015, l'art. 90 prevede che entro il 27 giugno 2027 e, successivamente ogni cinque anni, la Commissione debba presentare una relazione sull'applicazione del Reg. corredata se necessario da una proposta di modifica. Per la procedura di coordinamento del gruppo – sulle quali v. *infra* – la relazione sull'applicazione e l'eventuale proposta di modifica è fissata per il 27 giugno 2022.

Reg.<sup>3</sup> e figurano, oggi, anche nei più autorevoli riscontri offerti in ambito di *softlaw*<sup>4</sup>.

In questa prospettiva, essenzialmente due sono i nuovi istituti previsti: procedura di coordinamento di gruppo e *Insolvency Protocols*. Si tratta di strumenti che mirano ad obiettivi di efficienza nell'azione della procedura, allo stesso tempo tenendo rispettata l'autonomia patrimoniale e la distinta soggettività/personalità giuridica delle società del gruppo. Infatti, resta in ambo i casi assolutamente esclusa ogni implicazione in termini di consolidamento sostanziale, poiché rimane ferma la separatezza delle masse attive e passive di ciascuna procedura<sup>5</sup>. Questo esito è implicito e sottinteso in relazione agli *Insolvency Protocols*, stretti tra autonome procedure, mentre è testualmente affermato in relazione alla Procedura di Coordinamento di Gruppo, ai sensi dell'art. 73 Reg. Entrambe le fattispecie, infatti, si fondano sul *multiple enterprises approach* (o *separate entity approach*), che a sua volta preclude soluzioni di universalismo, ancorché temperato; e suggerisce, tutt'al più, di praticare forme di *procedural consolidation* tra procedure parallele, secondo il modello del cd. territorialismo cooperativo<sup>6</sup>.

In effetti, neppure la normativa unionistica, realisticamente, riesce a consegnare il risultato di una regolazione fondata su una logica di universalismo puro, che ammetta per ciascun fenomeno economico di crisi o insolvenza l'avvio di una sola procedura concorsuale, fondata su un'unica *lex concursus* e capace di fare confluire *in pool* le pretese di tutti i creditori. Ostano a questa soluzione, alquanto illusoria, oltre ad una innata riluttanza a dare luogo a spontanee rinunce alla giurisdizione nazionale, pure i disallineamenti misurabili sul piano dei singoli diritti nazionali – segnatamente, in punto di graduazione dei crediti e riconoscimento delle cause legittime di prelazione, *automatic stay*, nonché in relazione alle possibili disarmonie procedurali, che ridondano poi sul piano della gestione, della tempistica e anche degli esiti della singola procedura locale.

<sup>3</sup> Il Reg. intende per gruppo “l'impresa madre e tutte le sue figlie”, tali in forza di rapporto di controllo o dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato, secondo l'art. 2 Reg. In senso analogo sulla perimetrazione del gruppo cfr. *International Insolvency Institute (I.I.I.), Guidelines for coordination of multinational enterprise group insolvencies* (conosciuta anche come “*Multinational corporate group Guidelines*”), 2008.

<sup>4</sup> Oltre al Reg. UE 848/2015, va considerata la legge modello UNCITRAL, che ha elaborato nel 1997 la *Model Law on Cross-Border Insolvency* ([www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/1997-Model-Law-Insol-2013-Guide-Enactment-e-pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/1997-Model-Law-Insol-2013-Guide-Enactment-e-pdf)). Cfr. *part III, Treatment of Enterprise groups in insolvency*, [www.uncitral.com](http://www.uncitral.com)), oggi recepita da 41 Stati, Italia esclusa, e corredata, nel 2005, della c.d. *Guide to Enactment and Interpretation*. Il testo è reperibile all'indirizzo [www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/1997-Model-Law-Insol-2013-Guide-Enactment-e-pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/1997-Model-Law-Insol-2013-Guide-Enactment-e-pdf) e pubblicato in *Dir. Comm. Int.*, 1998, 646 ss. Per un sintetico commento alla Legge Modello v. IMF, *Orderly & effective insolvency procedures. Key issues*, Washington, 1999, 6 ss.; cui adde F. DEANE-R MASON, *The UNCITRAL Model law on Cross-border Insolvency and the Rule of Law*, *International Insolvency Review*, 2016, 138; A. MAZZONI, *Principi e standards internazionali nella soluzione delle crisi d'impresa*, in *Crisi transfrontaliera d'impresa*, cit., 19; C. VELLANI, *L'approccio giurisdizionale all'insolvenza transfrontaliera*, Milano, 2006, 60 ss.

<sup>5</sup> Sul tema della *substantive consolidation*, cfr. I. MEVORACH, *INSOL Europe's Proposals on Groups of Companies (in Cross-Border Insolvency): A Critical Appraisal*, 21 *Int. Insolv. Rev.* 183, 195 (2012); D. VATTERMOLI, *Gruppi insolventi e consolidamento di patrimoni (substantive consolidation)*, in *RDS*, 2010, 602.

<sup>6</sup> Questa, peraltro, la soluzione adottata anche dalle disposizioni sulla gestione della crisi o dell'insolvenza su un orizzonte di gruppo, nell'ambito del Codice della Crisi italiano, artt. 284 ss.; *ex multis v. AA.VV., I gruppi nel codice della crisi*, a cura di NIGRO-VATTERMOLI, Pisa, 2020; G. D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 27; M. FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2017, 620; G. GUERRIERI, *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza*, in *NLCC*, 2019, 809; L. PANZANI, *La disciplina della crisi di gruppo tra proposte di riforma e modelli internazionali*, in *Fallimento*, 2016, 1153; G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCII: fra unità e pluralità*, in *Società*, 2019, 41.

D'altronde, sono evidenti le inefficienze del tradizionale approccio strettamente territorialista, che non rinuncia ad attivare la giurisdizione nazionale in presenza di un minimo criterio di collegamento, con il risultato di fare coesistere, per la medesima crisi o insolvenza economicamente intesa, una pluralità di procedure concorsuali e con la conseguente frammentazione delle masse attive e passive (e risultati criticabili tanto sul piano della equità sostanziale nella realizzazione del credito, quanto sul fronte della economicità e della moltiplicazione dei costi). Di qui muovono le impostazioni di compromesso e di sintesi del c.d. territorialismo cooperativo, da un lato, e dell'universalità definita variamente – ma in modo equivalente – come “limitata” o “modificata” o “temperata” o della “pluralità universale”, dall'altro; queste visioni e le relative applicazioni ricevono crescente accoglimento sia in letteratura sia tra gli operatori, tanto a livello domestico quanto nel panorama internazionale<sup>7</sup>.

Non può essere quindi esclusa, nemmeno in area UE, la coesistenza di più procedure concorsuali<sup>8</sup>, vuoi in relazione al medesimo debitore *cross border* che sia in ipotesi

---

<sup>7</sup> Si richiamano, nell'ambito di una letteratura vastissima: AA.VV., *Crisi transfrontaliere di impresa: orizzonti internazionale ed europei*, cit.; AA.VV., *Profili storici, comunitari, internazionali e di diritto comparato*, in *Tratt. di dir. fall.*, dir. da F. VASSALLI-F.P. LUISO-E. GABRIELLI, Torino, 2014; S. BARIATTI-G. CORNO, *Il Reg. UE 848/2015 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 sulle procedure di insolvenza (rifusione). Una prima lettura*, in *www.ilfallimentarista*, 9 settembre 2015; A. CASTAGNOLA, *Reg. CE 1346/2000 e vis activa concursus: verso un'universalità meno limitata?*, in *Riv. Dir. proc.*, 2010, 4, 921; P. DE CESARI-G. MONTELLA, *Il nuovo diritto europeo della crisi d'impresa*, Torino, 2017, 91 ss.; P. DE CESARI, *Giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle decisioni nel regolamento comunitario relativo alle procedure di insolvenza*, in *Riv. Dir. int. Priv. Proc.*, 2003, 55; C. LUNETTI, *La disciplina dell'insolvenza transfrontaliera come fattore essenziale di una moderna riforma delle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2018, 1225; M. LUPOI, *Commento sub Reg. CE 1346/2000*, in A. MAFFEI ALBERTI, *Comm. breve alla l. fall.*, Padova, 2013, 2092 ss.; M. MALTESE, *Court-to-court protocols in crossborder bankruptcy proceedings: differing approaches between civil law and common law legal systems*, in *Banca d'Italia*, [https://www.iii.org/sites/maltese\\_michele%20submission.pdf](https://www.iii.org/sites/maltese_michele%20submission.pdf); A. MAZZONI, *Concordati di gruppo transfrontalieri e disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza*, in *RDS*, 2010, 552; G. MONTELLA, *L'antitesi tra procedure conservative e procedure di liquidazione alla luce della raccomandazione della Commissione 12 marzo 2014*, in *Fallimento*, 2015, 1039; G. OLIVIERI, *Il Regolamento comunitario sulle procedure di insolvenza (Reg. CE n. 1346/2000)*, *www.judicium.it*, 3; I. QUEIROLO, *Le procedure di insolvenza nella disciplina comunitaria: modelli di riferimento e diritto interno*, Torino, 2007, 13 ss.; M. VANZETTI, *L'insolvenza transnazionale: storia del problema in Germania, in Italia e nei progetti di Convenzione internazionale*, Milano, 2006, 6; D. VATTERMOLI, *Gruppi multinazionali insolventi*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 594.

In ambito internazionale cfr. K. ANDERSEN, *The cross-border insolvency paradigm: a defense of the modified universal approach considering the Japanese experiment*, *University of Pennsylvania Journal of Economic Law*, 2000, vol. 21, 679; L. BARTLED, *Cross-Border Bankruptcy and the Cooperative solution*, 9 *Int'l L. & Mgmt. Rev.* 27 2012-2013, 29; R. BORK-R. MANGANO, *European Cross-border Insolvency Law*, Oxford, 2016, 27 ss.; A.B. DAWSON, *Modularity in Cross-border Insolvency*, 93, *Chi-Kent Law Rev.* 677 (2018); P.A. DE MIGUEL ASENSIO, *Reestructuración e insolvenca transfronteriza: claves del nuevo Reglamento europeo*, *RcP*, n° 27, 2017, 1-23 (versión Smarteca); M. FLORES, *Los concursos conexos*, Thomson Reuters-Aranzadi, 2014; B. HESS, *The Implementation of the New Insolvency Regulation*, Luxembourg, 2017; LYNN M. LOPUCKI, *The Case for Cooperative Territoriality in International Bankruptcy* 98 *Mich. L. Rev.*, 2216 (2000); J.M. PECK, *Lehman Brothers and the Limits of the Universalism*, *Insolvency Lawyers Association Annual Dinner*, 27 November 2014, available at [https://www.ilauk.com/docs/ilaad\\_lecturejpeckdoc.pdf](https://www.ilauk.com/docs/ilaad_lecturejpeckdoc.pdf); B. WESSELS, *A Global Approach to Cross-Border Insolvency Cases in a Globalizing World*, *The Dovenschmidt Quartely* 2013, Issue I; ID., *A Glimpse te the future: Cross-border Judicial Cooperation in Insolvency cases in the European Union*, 2015, *INSOL, International Insolvency Review*, DOI: 10.1002/iir.1234; J.L. WESTBROOK, *Global Insolvency Proceedings for a Global Market: The Universalist System and the choice of a Central Court*, 96 *Tex L. Rev.* 1473 (2018).

<sup>8</sup> Fermo restando il meccanismo dell'automatico, reciproco riconoscimento dei rispettivi provvedimenti giudiziali di apertura: cfr. l'art. 19 Reg.

singolo/monade; vuoi in relazione alle singole società del medesimo gruppo<sup>9</sup>.

Nella prima ipotesi emerge una generale opzione per l'universalità modificata o limitata<sup>10</sup>, che punta all'avvio di una (sola) procedura principale, a vocazione universale, nel luogo del COMI del debitore, andando poi soggetta alla relativa *lex concursus*, secondo l'art. 7 Reg.; senza nondimeno escludere che una (o più) procedure secondaria/e o non-principale/i, in logica territoriale, siano aperte in ogni Stato membro ove il debitore abbia una "dipendenza"<sup>11</sup>. In caso, invece, di gruppo multinazionale insolvente, il Reg. offre una modalità di coordinamento tra procedure tutte di pari livello, in logica di territorialismo cooperativo.

Può essere rintracciata una certa simmetria tra modalità di coordinamento, verticale, della procedura principale con la secondaria di un unico debitore; e tra procedure parallele aperte per le singole società di gruppo, in logica orizzontale, nell'auspicata sinergia tra organi delle procedure. In particolare, ed ai fini di migliore coordinamento tra procedura principale e procedure secondarie (Cons. 41 Reg.), risulta regolata con maggiore dettaglio, rispetto alla versione previgente del Reg., la cooperazione e comunicazione non solo tra amministratori (o *International Practitioner*: d'ora in avanti, IP<sup>12</sup>) delle procedure (art. 41 Reg.), ma pure tra giudici (art. 42 Reg.) e tra IP e giudici (art. 43 Reg.). Lo stesso è innovativamente previsto, nel *recasting* del Reg., per le singole procedure delle imprese di gruppo, sempre nella relazione tra IP (art. 56 Reg.); tra giudici (art. 57 Reg.); tra IP e giudici (art. 58 Reg.)<sup>13</sup>.

Un'ultima, necessaria, premessa. Non è questa la sede per indugiare sulla nozione di COMI del debitore, tanto cruciale ai nostri fini quanto, tuttavia, generale, nella sistemica del Reg. Ma ognuno vede come in ogni incertezza o divergenza interpretativa su questa nozione basilare si giochi la tenuta complessiva e l'efficacia della intera co-

<sup>9</sup> In punto di fatto, vi è che i Registri elettronici delle procedure, e la loro interconnessione attraverso il portale e-justice (artt. 24 ss. Reg.) sono misure essenziali per agevolare, agli IP, anche l'accertamento della pendenza di procedure concorsuali in cui siano coinvolte altre società del gruppo o l'individuazione del suo esatto perimetro.

<sup>10</sup> Opzione che, per vero, risulta non solo dalla coesistenza di procedure principale e secondaria a carico del medesimo debitore, ma anche da altre previsioni, quali ad es. quella degli artt. 8 e 11 Reg, che fa salva comunque la *lex rei sitae* nella tutela dei diritti reali immobiliari o l'art. 18 sulla perpetuazione della *lex fori processus* in caso di giudizio anche arbitrale pendente.

<sup>11</sup> Cfr. l'art. 3, n. 4, Reg. Conforme a tale impianto normativo è l'art. 26 CCI. Si aggiunge, ma in questa sede lo si potrà solo accennare, lo scenario delle strategie di *forum shopping* consentite dalla libertà di stabilimento, tra opportunità ed insidie di un "mercato della insolvenza": sul tema v. M. BENEDETTELLI, *Centro degli interessi principali del debitore e forum shopping nella disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza transfrontaliera*, in *Riv. dir. internaz. priv. e process.*, 2004, 499; M. FABIANI, *Giurisdizione e competenza nella riforma organica della legge fallimentare*, in *Judicium*, 1, 2018, 12; M. MIOLA, *Sintesi dell'intervento su "diritto europeo e procedure di insolvenza"*, *Orizzonti del diritto Commerciale*, Presentazione del tema del VII Convegno annuale della Associazione, Roma, 10 luglio 2015, [www.orizzontideldirittocommerciale.com](http://www.orizzontideldirittocommerciale.com); F. MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, Milano, 2010.

<sup>12</sup> E v. elenco di cui all'All. B Reg. Per l'ordinamento italiano, per IP si intendono le figure del Curatore, Commissario giudiziale, Commissario straordinario, Commissario liquidatore, Liquidatore giudiziale, Professionista nominato dal Tribunale, O.C.C., Liquidatore.

<sup>13</sup> Sul tema specifico si rimanda, anche per gli ulteriori riferimenti, a I. QUEIROLO-S. DOMINELLI, *Gli obblighi di cooperazione e comunicazione fra autorità e parti del procedimento fallimentare nel nuovo regolamento europeo sull'insolvenza transfrontaliera 848/2015: aspettative e possibili realtà applicative*, in *Dir. del comm. Internaz.*, 2018, 719.

struzione normativa offerta dal Reg. stesso, che poggia su un sicuro riconoscimento del COMI, ai fini della individuazione della giurisdizione e della legge applicabile. Quanto agli ambiti specifici di questa indagine, poi, va considerato che, in presenza di gruppi di società, i giudici nazionali tendono ad aprire, nello Stato della sede della capogruppo, procedure principali anche nei confronti delle consociate estere, superando la presunzione posta dall'art. 3 Reg., sull'assunto che il COMI delle società del gruppo – secondo il cosiddetto *anglosaxon approach* – sia unico e si trovi presso lo Stato del Foro della *holding*<sup>14</sup>. Questo orientamento, diffuso nelle giurisprudenze nazionali – ed anche in quella italiana – ha ricevuto una qualche legittimazione da parte del Reg. il quale, pur recependo, ai Considerando n. 28 e 30, i principi interpretativi elaborati nelle sentenze Eurofood, Interedil e Rastelli<sup>15</sup>, al Considerando n. 53 ammette la possibilità del giudice di avviare, in un'unica giurisdizione, la procedura d'insolvenza per varie società appartenenti allo stesso gruppo, qualora individui per tutte un solo COMI.

2. *Tecniche di procedural consolidation. Cenni al cd. "impegno" (art. 36 Reg.).* – La pluralità, se non l'antagonismo o la eventuale disomogeneità tra procedure contemporaneamente avviate in Europa in relazione alla medesima crisi/insolvenza<sup>16</sup> si è rivelata, già nell'applicazione del previgente Reg., uno dei punti di maggiore criticità dell'intero impianto normativo: ed è alla luce di questa considerazione, scaturita tanto dalla riflessione dogmatica quanto dall'osservazione empirica<sup>17</sup>, che – si vedrà subito di seguito – protocolli e procedure di coordinamento di gruppo mostrano la propria utilità. Quanto al debitore singolo, nella rifusione del testo normativo si è affermato espressamente il primato della procedura principale sulle eventuali secondarie, così da assicurarle un "ruolo dominante"<sup>18</sup>. È in questo quadro che si collocano le prerogative dell'IP della procedura principale, funzionali ad imprimere un indirizzo unitario alle procedure o, addirittura, di impedire l'apertura di procedure secondarie.

Secondo l'art. 36 Reg., si consente all'IP della procedura principale di "contrarre un impegno unilaterale, relativamente ai beni situati nello Stato membro in cui potrebbe essere aperta la procedura secondaria di insolvenza, in base al quale, nel ripartire tali beni o il ricavato del loro realizzo, rispetterà i diritti nella ripartizione dei beni e i diritti di prelazione previsti dal diritto nazionale di cui avrebbero goduto i creditori se fosse

---

<sup>14</sup> In Italia cfr. Trib. Isernia, 10 aprile 2009, in *Fallimento*, 2010, 59; Trib. Milano, 26 luglio 2011, in *www.ilcaso.it.*; Cass., Sez. un., ord., 6 febbraio 2015, n. 2243, in CED Cassazione 2015). In Francia: Tribunal de commerce, Parigi, 2 agosto 2006 (*Eurotunnel*; in *LexisNexis-Jurisclasser*); Tribunal de commerce, Roubaix-Turcoing (Francia) 21 aprile 2008 (*Illochroma*); Tribunal de commerce, Meaux (Francia), 1° ottobre 2008; in UK, High Court of Justice (England & Wales), Chancery Division, 14 January 2009 (*Nortel Networks SA*).

<sup>15</sup> Cfr. Corte giust. CE, 2 maggio 2006, C-341/04, *Eurofood*; Corte giust. UE, 20 ottobre 2011, C-396/09, *Interedil*; Corte giust. UE, 15 dicembre 2011, C-191/10, *Rastelli*.

<sup>16</sup> L'una conservativa, l'altra liquidatoria, ad esempio: cfr. per le necessarie riflessioni e riferimenti G. MONTELLA, *L'antitesi tra procedure conservative e procedure di liquidazione alla luce della raccomandazione della Commissione 12 marzo 2014*, in *Fallimento*, 2015, 1039.

<sup>17</sup> Si veda J. LUBBEN-S.P. WOO, *Reconceptualizing Lehman*, 2013, *New York University Law and Economics Working Papers*, Paper 347, <http://lrs.nellco.org/nyu-lewp/347>, 300.

<sup>18</sup> Così il Cons. 48 Reg. Sul tema v. P. DE CESARI, *Procedura principale*, in P. DE CESARI-G. MONTELLA, *Il nuovo diritto europeo della crisi d'impresa*, Torino, 2017, 99.

stata aperta una procedura secondaria di insolvenza in quello Stato membro”. In tal modo, l’IP della procedura principale ha facoltà di conservare un’unitaria gestione dell’insolvenza o della crisi, assorbendo l’eventualità di una pluralità di procedure, per avviare una procedura secondaria “sintetica”, ovvero solo “virtuale”<sup>19</sup>, secondo una soluzione contrattuale elaborata nella prassi in ambiente di *common law*, peraltro, per lo più in casi di insolvenza di gruppi multinazionali.

Non è possibile, in questa sede dilungarsi oltre sul punto<sup>20</sup>. Nondimeno, la fattispecie andava almeno richiamata, perché essa ben può inserirsi nell’ambito di un contesto di procedure di gruppo: non può essere escluso che una *non-main proceeding* si innesti nel più ampio quadro di un coordinamento tra procedure di società appartenenti al medesimo gruppo, ove la *holding* o una società eterodiretta, a propria volta abbiano in un diverso Stato membro una “dipendenza” rilevante secondo la definizione dell’art. 2 Reg.<sup>21</sup>.

3. (*Segue*): *Insolvency Protocols*.. – È noto che lo strumento del protocollo, invalso nella pratica del commercio internazionale specialmente negli anni 90 del secolo scorso<sup>22</sup>, ha trovato la paradigmatica applicazione nel caso del gruppo Lehman Brothers Inc.<sup>23</sup> e ha ricevuto consacrazione nella Legge Modello Uncitral, artt. 25 e 27, d), oltre che, appunto, nel recasting del Reg.<sup>24</sup>.

<sup>19</sup> Questa la locuzione adottata in letteratura tanto italiana quanto internazionale: cfr. *ex multis* L. BOGGIO, *UE e disciplina dell’insolvenza (I parte). Confini ed implicazioni dell’ambito di applicazione delle nuove regole UE*, in *Giur. it.*, 2018, I, 222; Z. CRESPI REGHIZZI, *La disciplina della giurisdizione in materia di insolvenza: il Reg UE848/2015 in Giur. it.*, 2018, I, 222; A. LEANDRO, *Procedure secondarie “sintetiche” e diritto applicabile nella procedura principale*, in *Crisi transfrontaliera d’impresa*, cit., 119; M. SPIOTTA, *UE e disciplina dell’insolvenza (I parte): la continuità aziendale: una nuova “stella polare” per il legislatore*, in *Giur. it.*, 2018, I, 222.

Sulla *Synthetic proceeding*, ovvero *Virtual Proceeding*, adde P. DAMMANN-M. KOHMANN, *Le nouvel atelage entre procédures principale et secondaire(s)*, in *Le nouveau règlement insolvabilité: quelles évolutions?*, diretto da JAULT-SESEKE-ROBINE, Paris, 2015, 106; LAUKERMANN, *“Instruments to avoid or postpone secondary proceedings, Introductory paper for the kick-off conference of the EU project “Implementation of the New Insolvency Regulation”*, Vienna, 17/18 aprile 2015, JUST/2013/JCIV/AG/4679; C.W. MOONEY, *Harmonizing Choice-of-Law Rules for International Insolvency Cases: Virtual Territoriality, Virtual Universalism, and the Problem of Local Interests*, in *Brooklyn Journ. Corp. Fin. & Comm. Law*, 2014, 121 ss.; G. MOSS-I. FLETCHER-S. ISAACS, *The EU Regulation on Insolvency Proceedings*, Oxford, 2016, 59 e 66; J.L. WESTBROOK, *A Global Solution to Multinational Default*, 98, *MICH. L. REV.*, 2300.

<sup>20</sup> Si fa rinvio a F. PASQUARIELLO, *La regolazione europea della insolvenza transnazionale tra autonomia ed eteronomia: il c.d. “impegno” ad evitare la procedura secondaria*, in *Dir. Fall.*, 2019, 1295.

<sup>21</sup> Cfr. R. BORK-R. MANGANO, *op. cit.*, 285.

<sup>22</sup> A far tempo dal cd. caso Maxwell, *In re Maxwell Communication Corp* [93 F 3d 1036 (2d Cir. 1996)], che ha interessato società stabilite in Canada, USA e UK.

<sup>23</sup> Cfr. [www.lehman-docket.com](http://www.lehman-docket.com). In ambito Europeo, va segnalato il caso Nortel, sul quale si è pronunciata (ancora nel vigore del precedente Reg n. 1346/2000) la Corte di giustizia, 11 giugno 2015, C-649/13: altri riferimenti di dettaglio in L. FUMAGALLI, *I protocolli tra le procedure nella disciplina transfrontaliera dell’insolvenza*, in *Crisi transfrontaliera d’impresa*, cit., 181.

<sup>24</sup> Sul tema v. *ex multis*, J. ALTMAN, *A test case in International Bankruptcy Protocols: the Lehman Brothers Insolvency*, in 12 *San Diego Int’l L.J.*, 2011, 463; ID., *A test case in International Bankruptcy Protocols: the Lehman Brothers Insolvency*, in 12 *San Diego Int’l L.J.*, 2011, 463; L. BARTELD, *Cross-Border Bankruptcy and the Cooperative Solution*, in 9 *Int’l L. & Mgmt. Rev.*, 2012, 27 ss.; A. ESPINELLA, *“Los protocolos concursales”*, ADCo, n. 10, 2007, 165-19; R. BORK-R. MANGANO, *op. cit.*, 289; A. ESPINELLA, *Los protocolos concursales*, ADCo, n. 10, 2007, 165-19; E.D. FLASCHEN-R.J. SILVERMAN, *Cross-Border Insolvency Cooperation Protocols*, *Texas International Law Journal*, 1998, vol. 33, 589; A. KAMALNATH,

Il protocollo non è oggetto di apposita definizione nell'ambito del Reg., che usa senz'altro il termine, sovente accostandolo, peraltro, a quello di "accordi", per affermare che le parti sono ammesse a siglare, appunto, "accordi o protocolli"<sup>25</sup>, che (Cons. 49) "possono variare per forma, sia scritta che orale, nonché per ambito di applicazione, da generico a specifico, e possono essere conclusi da parti differenti. Semplici accordi generici possono evidenziare la necessità di una stretta cooperazione tra le parti senza affrontare questioni specifiche, mentre accordi specifici più dettagliati possono definire un quadro di principi per disciplinare le procedure d'insolvenza multiple e possono essere approvati dai giudici coinvolti, laddove il diritto nazionale lo richieda. Essi possono indicare che le parti hanno concordato di adottare o di astenersi dall'adottare determinati provvedimenti o azioni".

Scopo dello strumento è, classicamente, facilitare la cooperazione transfrontaliera, fissando una serie di adempimenti che – invece di essere lasciati alla estemporanea iniziativa del più diligente – le parti si impegnano ad osservare; dove "parti" risultano gli IP delle procedure, ma anche il debitore non spossessato<sup>26</sup>; con un possibile ruolo di supervisione del giudice, se ammissibile secondo il diritto interno<sup>27</sup>. Fermo il limite della compatibilità con le norme domestiche applicabili a ciascuna procedura<sup>28</sup>. E ferma la clausola generale del perseguimento dell'obiettivo di massimizzare la soddisfazione dei creditori (*rectius*: di non arrecare, mediante questi strumenti spontanei, pregiudizio alcuno ai creditori concorsuali)<sup>29</sup>.

L'esperienza mostra l'utilità di regolare, col Protocollo, svariati profili<sup>30</sup>, quali, ad esempio:

---

*Cross-Border Insolvency Protocols: A Success Story?, International Journal of Legal Studies and Research (IJLSR)2013, vol. 2, no. 2; J.M. PECK, "Lehman Brothers and the Limits of the Universalism", Insolvency Lawyers Association Annual Dinner, 27 November 2014, available at <https://www.ilauk.com/docs/ilaadlecturejpeckdoc.pdf>; G. VALLAR, *La crisi dei gruppi bancari internazionali. Metodi di diritto internazionale privato e coordinamento tra sistemi*, Padova, 2017, 101 ss.; D. VATTERMOLI, *Gruppi insolventi e consolidamento dei patrimoni*, cit., 619; ID., *Gli insolvency protocols nelle operazioni di ristrutturazione del gruppo di imprese in crisi*, in *Dir. banca e mercati fin.*, 2019, 11; D. VATTERMOLI-S. MADAUS-F. PASQUARIELLO-A. RECALDE CASTELLS (a cura di), *Transnational Protocols: a cooperative tool for managing cross-border insolvency*, Padova, 2021; B. WESSELS, *A glimpse to the future: Cross-border Judicial cooperation in Insolvency cases in the European Union*, *Int. Insol. Rev.*, (2015) DOI: 10.1002/iir.1234; B. WESSELS-MARKELL-KILBORN, *International Cooperation in Bankruptcy and Insolvency Matters*, New York, 2009.*

<sup>25</sup> Così al Cons. 49; all'art. 41 Reg. ed all'art. 56 per la cooperazione tra IP. Si veda poi il Glossary della Uncitral Guide, ove è sempre impiegato il solo termine "agreement".

<sup>26</sup> Cfr. ultimo comma art. 41 Reg. (e cfr. altresì art. 5, Dir. UE 1023/2019).

<sup>27</sup> Cfr. artt. 42, co. 3, lett. e) e 57, co. 3, lett. e), Reg. Peraltro l'intervento del giudice pare riferito ai soli protocolli e non già agli "accordi".

<sup>28</sup> La soggezione dell'accordo alla legge inderogabile è scontata, ma la condizione di non risultare "incompatibile con le norme applicabili alle rispettive procedure" è ad ogni buon conto ribadita dagli artt. 41-43 e 56-58 Reg. Giova ricordare che in forza della generale previsione dell'art. 7 Reg., si assegna alla *lex fori concursus* la regolazione dei limiti legali, in molte delle materie disponibili nel protocollo.

<sup>29</sup> Sul punto v. *infra* nt. 58.

<sup>30</sup> In relazione al contenuto dei Protocolli si veda la *Checklist by European Communication and Cooperation Guidelines for Cross-border Insolvency – INSOL Europe*. Si aggiunga il modello elaborato nell'ambito del progetto Top Justice di cui sopra nt.1 e consultabile in D. VATTERMOLI-S. MADAUS-F. PASQUARIELLO-A. RECALDE CASTELLS, *op. cit.*, 437.

(i) la fissazione delle modalità e del *timing* dei flussi informativi interni alle procedure, formalmente autorizzando l'IP di una singola procedura ad interloquire in via ufficiale con il giudice di un'altra o con un altro IP, ed, anzi, a ciò compulsandolo. Lo scambio di informazioni tra organi delle procedure è infatti un valore cruciale nella visione del Reg., secondo il Cons. 48; l'interesse alla condivisione di informazioni deve trovare bilanciamento, nondimeno, nella tutela di diritti di riservatezza e posizioni giuridiche soggettive del debitore<sup>31</sup>;

(ii) il raccordo nelle operazioni relative alle liquidazioni in blocco;

(iii) la fissazione di udienze simultanee o coordinate, che si lasciano consigliare specie negli snodi cruciali delle procedure, come l'accertamento del passivo nelle liquidazioni o le omologazioni nei concordati: con ciò, facendo fronte alle numerose e non secondarie formalità tecniche ed operative imposte dalla pratica, e legate – ad esempio – all'impiego di mezzi di videocomunicazione a distanza o al coinvolgimento di traduttori ufficiali<sup>32</sup>;

(iv) l'individuazione delle regole di conflitto sulla legge applicabile, ove non ostino principi inderogabili del diritto internazionale privato, ma appunto, sussistano spazi di autodeterminazione;

(v) la condivisione delle strategie circa l'esperimento di azioni recuperatorie o di responsabilità o anche circa le scelte da esercitare in relazione a contratti pendenti;

(vi) la nomina di un unico IP nel ruolo di supervisore. Questo aspetto è tipico – lo si vedrà di seguito – nella Procedura di coordinamento di gruppo; è possibile ed eventuale nell'ambito di un Protocollo, a seconda delle esigenze e delle opportunità del caso concreto. Giova ricordare che tale nomina deve risultare conforme ai requisiti di legge richiesti da ciascuna legge nazionale applicabile alle procedure interessate; con l'avvertenza che peraltro i requisiti per la nomina potrebbero essere divergenti, nei vari ordinamenti nazionali coinvolti<sup>33</sup>.

Il protocollo gioca, poi, un ruolo cruciale nella messa a punto del piano in continuità aziendale, per tutte o per talune delle imprese in crisi/insolventi, o per loro rami; ovvero, per il coordinamento di piani di riorganizzazione già presentati; oltre che negli scenari di liquidazione, per la gestione dell'esercizio (provvisorio) dell'impresa e, in tali ambiti, per la necessaria misurazione dei margini di convenienza per i creditori, che condiziona la possibilità di proiettarsi in un supplemento di fase produttiva attiva. Se poi, come possibile, ed anzi, auspicabile, le diverse logiche conservative/in continuità si avvalgono di tecniche sofisticate di riorganizzazione societaria, mediante aumenti del capitale con esclusione del diritto di opzione, o conversioni del capitale di credito in capitale di rischio, o altre operazioni straordinarie, allora la ristrutturazione del grup-

<sup>31</sup> L'interesse alla condivisione di informazioni deve trovare bilanciamento, nondimeno, nella tutela di diritti e posizioni giuridiche soggettive del debitore (sul tema cfr. *Guidelines Applicable to Court-to-Court Communications in Cross-border cases*, American Law Institute, 2000).

<sup>32</sup> Si aggiungono gli effetti del recepimento della Dir. UE *Insolvency* 1023/2019: entro il 17 luglio 2021 (art. 34, par. 1, salvo proroghe), gli Stati membri saranno tenuti ad adottare e pubblicare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla direttiva, ad eccezione della normativa in tema di uso di mezzi di comunicazione elettronici, anche nelle situazioni transfrontaliere, di cui all'art. 28, par. 1, lett. a), b) e c), disposizioni che dovranno essere adottate e pubblicate al più tardi entro il 17 luglio 2024.

<sup>33</sup> D. VATTERMOLI, *Gruppi multinazionali insolventi*, cit., 585.



po ben difficilmente potrebbe in concreto realizzarsi in mancanza di un *cross-border insolvency agreement*<sup>34</sup>.

Nonostante l'indubbia utilità, lo strumento resta pressoché sconosciuto anche agli operatori più qualificati, non solo nell'orizzonte italiano, ma pure in quello degli altri ordinamenti continentali<sup>35</sup>. Ma il Reg., direttamente applicabile in ogni ordinamento interno come fonte di rango primario, risulta ben idoneo ad incentivare l'uso di uno strumento, al quale è conferita tipicità. Anzi, trova supporto un impiego del protocollo pure sul piano del diritto interno, a considerare crisi o insolvenze tutte domestiche. In effetti, benché il Reg. abbia nelle insolvenze intra-UE il proprio diretto campo di applicazione, in forza di un'operazione interpretativa che non pare troppo ardita, gli organi delle procedure italiane potrebbero ritenersi legittimati ad addivenire a soluzioni negoziali che, in relazione alle procedure di gruppo, prevedano la realizzazione degli obiettivi di coordinamento indicati dal Codice delle Crisi: vale a dire, segnatamente, un allineamento tra i programmi di liquidazione, rispettivamente redatti per le società del gruppo a mente dell'art. 287 CCI, indicando "le modalità del coordinamento nella liquidazione degli attivi delle diverse imprese"; ed anche un allineamento tra piani concordatari "reciprocamente collegati ed interferenti", come l'art. 284 CCI consente in caso di concordati di imprese di gruppo domestico. Inoltre, l'art. 288 CCI, in relazione a procedure tanto concordate come di liquidazione aperte a carico di società di gruppo<sup>36</sup>, pone un obbligo di comportamento specifico ("gli organi di gestione delle diverse procedure cooperano per facilitare la gestione efficace di tali procedure"), che ben potrebbe integrare il fondamento normativo di un protocollo interno<sup>37</sup>.

Persiste, nondimeno, l'incertezza legata alla natura *binding* (o no) del protocollo<sup>38</sup>, ed alla possibilità di impiegare, in caso di inadempimento totale o parziale, i rimedi di *enforcement* privatistici<sup>39</sup> ovvero, quelli endoprocedurali, quali, in diritto italiano, il reclamo contro gli atti del curatore o del giudice<sup>40</sup>; oltre alle responsabilità professionali dell'IP<sup>41</sup>.

---

<sup>34</sup> Cfr. D. VATTERMOLI, *Gli insolvency protocols nelle operazioni di ristrutturazione del gruppo*, cit., 11.

<sup>35</sup> L'indagine condotta nel 2019 nell'ambito della prima fase del progetto *TOP Justice*, richiamato sopra *sub* nt. 1, ha evidenziato che la quasi totalità degli intervistati (Avvocati, Giudici e Commercialisti) nelle giurisdizioni oggetto d'esame (Italia, Germania e Spagna), non conosce lo strumento dei protocolli. I risultati del questionario somministrato sul territorio italiano mostrano che il 94,38% degli intervistati non si è mai imbattuto in un protocollo nella propria esperienza professionale. Il dato si presenta in linea con quanto espresso dai professionisti intervistati in Germania, il 74% dei quali non ha avuto esperienze pregresse con i protocolli. Nonostante l'assenza di esperienza diretta, il 66,67% dei professionisti italiani intervistati ha dichiarato di ritenere i protocolli un utile strumento operativo in materia di insolvenza e crisi di impresa.

<sup>36</sup> A tale proposito, vale anche la pena segnalare che nel quadro delle proposte di correttivo, condivise nell'ambito del centro *CriSI* Università di Torino ([www.centrocrisi.it](http://www.centrocrisi.it)), sono state avanzate al legislatore proposte di intervento sul CCI pertinenti al nostro discorso (sebbene ad oggi non recepite), in particolare, in relazione agli artt. 288 e 291 CCI.

<sup>37</sup> In tal senso, cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCII, op. loc. cit.*

<sup>38</sup> Cfr. Modello di Insolvency Protocol citato sopra *sub* nt. 30.

<sup>39</sup> Vale a dire, in questo caso, i rimedi risarcitori – a carico della procedura, che è "parte" dell'accordo – ovvero invalidanti, secondo il codice civile; va vagliata anche la possibilità di riscontrare profili di buona fede nella esecuzione del protocollo; l'esercizio di diritti di recesso; l'applicabilità del sistema relativo ai vizi del volere.

<sup>40</sup> Nel CCI, vengono in considerazione, per la liquidazione giudiziale gli artt. 124 e 133; *adde*, forse, gli strumenti utili per portare ad esecuzione il piano di concordato, secondo gli artt. 116 e 118 CCI.

<sup>41</sup> Possono venire in considerazione le responsabilità del curatore (art. 136 CCI) e del commissario (art. 92 CCI), sul presupposto che *ivi* possa rientrare l'inadempimento del protocollo.

Vi è che simili aspetti, lungi dal prestarsi ad un inquadramento univoco, dipendono invece sia dal contenuto concreto del singolo protocollo considerato, sia dalla legge nazionale applicabile nel caso concreto<sup>42</sup>.

A quest'ultimo proposito, e a considerare il diritto italiano, il principale disincentivo all'impiego dello strumento riposa, per certo, nella incognita celata nella sua difficile sussunzione in categorie dogmatiche conosciute. Questa operazione ricostruttiva è talmente impegnativa da non poter essere nemmeno tentata in questa sede; sempre che lo sforzo non risulti inopportuno, per non dire metodologicamente scorretto, giacché l'istituto, che non scaturisce dall'ordinamento domestico, non riesce ad essere giustamente inquadrato in una tassonomia costruita su categorie di diritto interno. All'evidenza, in prima battuta, ed esclusi gli istituti del diritto internazionale (giacché il protocollo non mette in relazione i diversi Stati, ma gli organi delle singole procedure), vengono in considerazione le fattispecie riconducibili al principio di *comity* e del *gentlemen's agreement*; ma questo riferimento risulta inadeguato, dopo che il Reg. ha tipizzato l'istituto, riscattandolo dagli ambiti della *softlaw*. Possono essere invocate, allora, le fattispecie contrattuali in senso stretto (e, così, il contratto quadro, o il regolamento contrattuale, ovvero il contratto plurilaterale con comunione di scopo; o anche le autoregolamentazioni spontanee come i Codici di autodisciplina), rispetto alle quali tuttavia difetta il requisito della patrimonialità del rapporto negoziato e l'attitudine a disporre di posizioni giuridiche soggettive proprie delle parti, se è vero che gli organi delle procedure esercitano, col protocollo, scelte inerenti alla propria funzione. Vengono piuttosto in considerazione, così, gli istituti pianificatori contemplati dal diritto concorsuale<sup>43</sup>, mediante i quali si esplicano poteri e facoltà da questo riconosciuti, quali il programma di liquidazione giudiziale/fallimentare.

4. (Segue): *la "Procedura di coordinamento di gruppo"*. – Si deve ora considerare, nel quadro delle modalità di procedural consolidation approntate dal Reg., la nuova disciplina sulla Procedura di coordinamento di gruppo (artt. 61 ss. Reg.), di natura spontanea e volontaria, che, in un approccio di territorialismo cooperativo, crea un ulteriore spazio procedurale di raccordo tra le diverse procedure concorsuali eventualmente avviate a carico delle singole società del gruppo<sup>44</sup>, nell'obiettivo del conseguimento

<sup>42</sup> In tal senso cfr. anche L. FUMAGALLI, *op. cit.*, 192.

<sup>43</sup> Così L. FUMAGALLI, *op. cit.*, 194; D. VATTERMOLI, *Insolvency protocols*, *op. loc. cit.*

<sup>44</sup> Sul tema si veda S. BARIATTI, *Il Reg UE 2015/848 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza (rifusione) una prima lettura*, [www.ifallimentarista.it](http://www.ifallimentarista.it), 9.9.2015; L. BOGGIO, *Introduzione al nuovo diritto UE in materia di insolvenza e preinsolvenza*, *Giur. it.*, 2018, I, 222; R. BORK-K. VAN ZWIETEN, *Commentary on the European Insolvency regulation*, Oxford, 2016; R. BORK-R MANGANO, *op. loc. cit.*; P. DE CESARI-G MONTELLA, *Il nuovo diritto della crisi d'impresa*, cit.; CERIL ('*Conference of European Restructuring and Insolvency Law*'), [www.ceril.eu](http://www.ceril.eu), June 2014; H. EIDENMÜLLER, *A New Framework for Business Restructuring in Europe: The EU Commission's Proposals for a Reform of the European Insolvency Regulation and Beyond*, *Maastricht Journ. Eur. & Comp. Law*, 2013, 147; A. LEANDRO, *Regulation (EU)n 2015/848 and group of companies: choice between cooperation and coordination*, in *Crisi transfrontaliera di impresa*, cit.; F. MUCCIARELLI, *Private International Law Rules in the Insolvency Regulation Recast: A Reform or a Restatement of the Status Quo?*, *Eur. Com. Fin. Law Rev.*, 2016, 26; S. MADAUS, *Insolvency proceedings for Corporate Groups under the new Insolvency regulation*, *International Insolvency law Review*, 6 (2), 2015, 235-47; G. VALLAR, *La crisi dei gruppi bancari multinazionali*, cit.; R. VAN GALEN, *The European Insolvency regulation and Groups Company* (2008),

mento di più efficienti effetti di consolidamento procedurale<sup>45</sup>.

Secondo il Reg., mediante la Procedura di Coordinamento di gruppo, che si aggiunge alle procedure parallelamente aperte per le singole società, si viene ad affidare la funzione di coordinamento ad un IP appositamente designato, in relazione ad una sola legge nazionale di riferimento. Resta ferma, sul piano del diritto applicabile, la piena vigenza delle singole leggi locali in relazione alle singole procedure<sup>46</sup>; ed è escluso ogni effetto di consolidamento sostanziale<sup>47</sup>. Inoltre, l'approccio *entity by entity* comporta pure che non vi sia modo di valutare nuovamente i requisiti soggettivo ed oggettivo e, in particolare, la condizione di insolvenza o di crisi in chiave consolidata sull'orizzonte del gruppo, quale unica entità.

Una procedura di coordinamento di gruppo può essere avviata da ogni IP, già nominato in una procedura nazionale, ovvero dal debitore non spossessato, con ricorso al giudice competente per la procedura a carico di una società del gruppo, secondo la *lex concursus* applicabile; ogni altro IP nominato può fare opposizione<sup>48</sup>. La domanda va corredata da una proposta in relazione al soggetto da designare come super-coordinatore di gruppo, mentre non è testualmente richiesta una descrizione circa la mappatura del gruppo – benché una simile indicazione risulti ben opportuna<sup>49</sup>. L'art. 62 Reg. fissa poi una *priority rule* a favore del giudice adito per primo: qualora l'apertura di procedure di coordinamento di gruppo sia chiesta dinanzi a giudici di vari Stati membri, i giudici diversi dal giudice adito per primo dichiarano la propria incompetenza a favore di quello<sup>50</sup>.

La procedura non è avviata – e l'eventuale decisione di apertura è impugnabile secondo la legge nazionale applicabile – se non sono soddisfatte le condizioni fissate dal-

---

<http://iii.global.org/component/downloads/finish/37/399>;

A. VAN HOEK-C. VAN DER PLAS-A. SALOMONS-R. DE WEJS, *Dutch report on cross border Insolvency proceedings*, in *European and national Perspectives on the application of the European Insolvency Regulation*, Roma, 2017; D. VATTERMOLI, *Gruppi multinazionali insolventi*, cit., 585.

<sup>45</sup> Giova ripetere che, a livello di *softlaw*, anche la *Uncitral Model Law on Enterprise Group Insolvency* (cfr. *part III, Treatment of Enterprise groups in insolvency*) affronta il tema dell'insolvenza di gruppo, e pone il presupposto di un piano di gruppo, c.d. *planning proceeding*, con compiti di coordinamento ed organizzazione, anche se può portare all'emanazione di provvedimenti ricognitivi ed interdittivi (detti *relief*) nello Stato in cui è chiesto il riconoscimento.

<sup>46</sup> Cfr. P. DE CESARI-G. MONTELLA, *op. cit.*, 177 ss.; G. GRACI, *UE e disciplina dell'insolvenza (II parte)*. *Le procedure di insolvenza di società facenti parte di un gruppo di società*, in *Giur. it.*, 2018, 480.

<sup>47</sup> Cfr. art. 72, § 3, Reg.

<sup>48</sup> Il Reg. Comm. UE 12 giugno 2017, (EU) 2017/1105, All. III, fornisce il formato standard per la formalizzazione delle opposizioni contro la Procedura di Coordinamento di Gruppo.

<sup>49</sup> In tal senso, testualmente, l'art. 289 CCI italiano.

<sup>50</sup> Vale la pena mettere in luce che, oltre alla facoltà di dare avvio ad una procedura di coordinamento di gruppo, ciascun IP designato per la procedura relativa alla singola società del gruppo detiene due ulteriori prerogative, secondo l'art. 60 Reg.: (a) essere sentito nelle procedure aperte nei confronti di un'altra società dello stesso gruppo; (b) chiedere la sospensione di qualsiasi provvedimento relativo al realizzo dell'attivo nella procedura aperta nei confronti di un'altra società dello stesso gruppo. Questa facoltà, a sua volta, è condizionata a che: i) sia stato proposto, ai sensi dell'art. 56, par. 2, lett. c), un piano di ristrutturazione per tutte o alcune delle società del gruppo per le quali è stata aperta una procedura d'insolvenza, che presenti ragionevoli possibilità di successo; ii) tale sospensione sia necessaria al fine di garantire l'adeguata attuazione del piano di ristrutturazione; iii) il piano di ristrutturazione sia a vantaggio dei creditori nell'ambito della procedura per la quale è stata richiesta la sospensione; e iv) né la procedura d'insolvenza in cui l'IP delle procedure di insolvenza di cui al paragrafo 1 del presente articolo sia stato nominato né la procedura per la quale è stata richiesta la sospensione siano soggette al coordinamento (art. 60 Reg.).

l'art. 63 Reg., ossia: a) essa serva a facilitare la gestione efficace della procedura d'insolvenza relativa alle diverse società del gruppo; b) nessun creditore di una società del gruppo di cui si prevede la partecipazione alla procedura possa essere svantaggiato finanziariamente dall'inclusione di tale società nella procedura in questione; c) il coordinatore proposto soddisfi specifici requisiti di legge.

Gli Uffici giudiziari presso il giudice adito curano la notifica della domanda di avvio della procedura di coordinamento di gruppo a tutti gli altri IP designati nelle procedure a carico di altre società del gruppo; nei successivi trenta giorni ciascun IP può proporre opposizione, in relazione tanto alla inclusione nella procedura di coordinamento di gruppo della società per la quale è stato nominato, quanto alla persona proposta nel ruolo di coordinatore. L'accoglimento dell'opposizione, evidentemente, investe la sola procedura per la quale la contestazione sia stata promossa. Una volta poi che la procedura sia stata avviata, incombe sui singoli IP o – eventualmente – sul debitore non spessato un dovere di cooperazione, secondo l'art. 75 Reg.

Peraltro, mediante espresso accordo scritto tra almeno i due terzi degli IP nominati nelle procedure delle società del gruppo, è possibile eleggere il Foro competente in via esclusiva per l'apertura della procedura di coordinamento, nella misura in cui gli IP lo ritengano "il più appropriato" (art. 66 Reg.).

Pure la perimetrazione stessa del gruppo è spontaneamente delineata, giacché, da un lato, l'IP di una società originariamente non menzionata potrebbe sempre richiedere l'inclusione nella procedura di coordinamento (art. 69 Reg.); d'altronde, mediante l'opposizione – lo si accennava sopra – ogni singolo IP nominato può esercitare un'opzione di *opt-out* in relazione alla inclusione della propria società nell'ambito della procedura di coordinamento (oltre a poter contestare la nomina del coordinatore di gruppo: art. 64 Reg.). La formazione della volontà circa la determinazione su queste operazioni di *opt-out* o di *opt-in* è rimessa alla regolazione nazionale applicabile alla singola procedura, con eventuale coinvolgimento del giudice nazionale e/o dell'organo rappresentativo dei creditori<sup>51</sup>.

Nell'ambito di una disciplina talmente dettagliata da sconsigliare, in questa sede, un'analisi approfondita<sup>52</sup>, merita specifica considerazione la figura del coordinatore: egli deve svolgere la propria funzione agendo con imparzialità ed in assenza di conflitti di interesse, secondo gli usuali parametri di diligenza professionale<sup>53</sup>; si suppone, poi, che egli condivida dati ed informazioni con i singoli IP. Inoltre, a mente dell'art. 72 Reg., al coordinatore spettano specifiche prerogative, nella logica di delineare i contorni di raccomandazioni di raccordo nell'azione di coordinamento delle procedure. In particolare, il coordinatore può: a) essere sentito e partecipare alle procedure aperte nei

<sup>51</sup> Talune legislazioni nazionali, in effetti, fissano, a livello domestico, le modalità di questo procedimento decisionale, del quale il Reg. si occupa: cfr. CERIL, cit.

<sup>52</sup> Cfr. artt. 61-77 Reg. Su questi temi cfr. S. BARIATTI-G. CORNO, *op. loc. cit.*; P. FAZZINI-M. WINKLER, *La proposta di modifica del regolamento sulle procedure di insolvenza*, in *Dir del comm. Internaz.*, 2013, 163; G. MOSS-T. SMITH, *Commentary on Regulation 1346/2000 and recast regulation 2015/848 on Insolvency proceedings*, in G. MOSS-I. FLETCHER-A. ISAACS, *The EU Regulation on Insolvency Proceedings*, Oxford, 2016, 515; C. THOLE-M. DUENAS, *Some observations on the New Group Coordination Procedure of the reformed European Insolvency Regulation*, *International Insolvency Review*, 2015, 220.

<sup>53</sup> L'art 75 Reg. afferma poi anche che il giudice – d'impulso d'ufficio o su richiesta di un IP – può procedere alla revoca della nomina del coordinatore ove si avveda che lo stesso agisce in danno dei creditori o di società partecipanti al gruppo.

confronti di una società del gruppo, in particolare presenziando alle assemblee dei creditori; b) mediare nelle controversie tra due o più IP delle procedure di insolvenza di società del gruppo; c) presentare e illustrare il suo piano di coordinamento di gruppo alle persone o agli organismi a cui è tenuto a riferire ai sensi della legislazione nazionale; d) chiedere agli IP delle procedure di insolvenza informazioni su qualsiasi società del gruppo laddove tali informazioni possano servire a individuare e formulare strategie e misure per il coordinamento delle procedure; e) chiedere una sospensione delle procedure aperte nei confronti di qualunque società del gruppo per un periodo non superiore a sei mesi.

Ma l'aspetto di maggiore interesse nella fattispecie risulta, forse, la redazione del piano di coordinamento di gruppo, proposto dal coordinatore, al fine di individuare, illustrare e raccomandare una serie completa di misure rispondenti ad un approccio integrato alla risoluzione delle situazioni di insolvenza delle società del gruppo. In particolare, il piano può contenere proposte concernenti: "i) le misure da adottare per ripristinare la redditività e la solidità finanziaria del gruppo o di una parte del medesimo; ii) la composizione delle controversie infragruppo per quanto riguarda le operazioni infragruppo e le azioni revocatorie; iii) gli accordi tra gli IP delle procedure di insolvenza delle società insolventi del gruppo"<sup>54</sup>.

Evidente che la maggiore difficoltà nella redazione di questo piano si incontrerà, probabilmente, al momento di conciliare logiche liquidatorie e logiche conservative in relazione alle diverse imprese del gruppo<sup>55</sup>.

Inoltre, l'importanza della introduzione dello strumento del piano di coordinamento, che pure segna un significativo progresso nella elaborazione di tecniche di coordinamento endogruppo, esce ridimensionata dal suo carattere non vincolante, giacché, secondo l'art. 70 Reg. gli IP non sono vincolati ad adeguarvisi, ma possono scegliere se conformarsi o no alle raccomandazioni del coordinatore, per come espresse nel piano. Se l'IP non segue tali raccomandazioni deve motivare la propria scelta, secondo un meccanismo di *comply or explain rule*, rendendo conto al soggetto o all'organo al quale risponde del proprio operato secondo la normativa di diritto interno. L'IP può esercitare questa scelta non solo per ragioni di merito, per convenienza ed opportunità, ma anche e soprattutto per questioni di legalità: è scontato ripetere che ciascun IP resta soggetto alla propria legge nazionale ed è quindi tenuto – non solo facoltizzato – ad ignorare ogni eventuale raccomandazione o indicazione del coordinatore che possa comportare una violazione della *lex concursus* applicabile alla procedura.

5. *Considerazioni critiche sulla efficacia delle soluzioni normative.* – Nella logica di consolidamento procedurale che si è più volte richiamata, mette conto confrontare il grado di efficacia mostrato dalle soluzioni normative offerte dal Reg. In questo approccio, in prima battuta, si può osservare che il contenuto tanto del piano della procedura di coordinamento di gruppo quanto del protocollo risultano parimenti liberi e flessibili, così che in entrambi i casi può essere raggiunto un variabile livello di integrazione tra procedure.

---

<sup>54</sup> Cfr. art. 72 Reg.

<sup>55</sup> Lo stesso vale per il piano di ristrutturazione di gruppo menzionato dall'art. 60 Reg.

In secondo luogo, Protocolli e Procedura di Coordinamento di Gruppo scaturiscono entrambi da una manifestazione di volontà e di autonomia, essendo rimessa alla scelta concertata degli organi delle procedure non solo l'*an* ma anche il *quomodo* della soluzione, alle condizioni consentite dal Reg. L'approdo è piuttosto scontato, se si considera il Protocollo come uno strumento in senso lato negoziale; non altrettanto, se si considera la Procedura di coordinamento di gruppo, che di per sé e in linea di principio poteva essere prevista come vincolante. La opzione *soft* di assicurarne il carattere volontario e spontaneo si giustifica per varie ragioni: a parte le difficoltà, a livello internazionale, di acconsentire ingerenze nelle procedure domestiche, va considerata la variegata realtà della dimensione di gruppo, che suggerisce soluzioni quanto più flessibili. In effetti, pure la recente riforma del diritto concorsuale italiano opera la medesima scelta normativa, nel prevedere un allineamento tra i programmi di liquidazione giudiziale, rispettivamente redatti per le società del gruppo; ed anche un allineamento tra piani concordatari "reciprocamente collegati ed interferenti"<sup>56</sup>.

Inoltre, entrambi gli strumenti in esame sono condizionati ai medesimi limiti, a pena di invalidità: ovviamente, il limite della compatibilità "con le norme applicabili a ciascuna procedura"<sup>57</sup>, ma anche quello del rispetto dell'interesse dei creditori delle singole società coinvolte: la clausola generale può essere espressa nel criterio *no creditors worse off*<sup>58</sup>, cioè, nell'obiettivo di non arrecare, mediante questi strumenti spontanei, pregiudizio alcuno ai creditori concorsuali. Si consideri, quanto alla procedura di coordinamento di gruppo, l'art. 63 Reg. ("nessun creditore di una società del gruppo di cui si prevede la partecipazione alla procedura possa essere svantaggiato finanziariamente dall'inclusione di tale società nella procedura in questione"); e, quanto ai protocolli, gli artt. 56-57-58 art. Reg., che insistono sul requisito di garantire una "gestione efficace delle procedure". Il tema è per certo complesso, per la intrinseca difficoltà, tanto a selezionare il creditore/i creditori che possano risultare svantaggiati economicamente, quanto ad individuare la soglia di rilevanza di questo nocumento, nell'economia complessiva dell'operazione<sup>59</sup>.

Tuttavia, va quanto meno preso atto che è sull'obiettivo di tutela del credito che resta incentrata tipicamente la regolazione concorsuale, come testualmente affermato sia a livello unionistico, al Considerando 52 Reg. ("La cooperazione tra gli IP delle procedure di insolvenza non dovrebbe mai andare contro gli interessi dei creditori di ciascuna procedura e dovrebbe essere tesa a trovare una soluzione che sfrutti le sinergie in seno al gruppo") sia dai legislatori nazionali, come quello italiano<sup>60</sup>.

<sup>56</sup> Nell'ambito del CCI italiano cfr. 284 e 287.

<sup>57</sup> Cfr. art. 7 Reg. In relazione ai Protocolli si vedano pure gli artt. 41- 43 e 56-58 Reg.

<sup>58</sup> Il parametro "no creditors worse off" fu per la prima volta enunciato livello di normativa UE forse per la prima volta dall'art. 34, co 1, lett. g), Dir. UE 59/2014 sui quadri di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, ("no creditor shall incur greater losses than would have been incurred if the [resolution] entity ... had been wound up under normal insolvency proceedings"); e cfr. art. 22, co. 1, lett. c), d.lgs. n. 180/2015 ("c) nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal TUB o altra analoga procedura concorsuale applicabile").

<sup>59</sup> Cfr. D. LATELLA, *La crisi dei gruppi di società nella riforma dell'insolvenza transfrontaliera: profili generali*, in *Giur. it.*, 2018, 480.

<sup>60</sup> Cfr., su tutti, l'art. 84 CCI, comma 1, CCI (ove la finalità del concordato preventivo è indicata nel "soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione"); e l'art.

Quindi, mentre le Procedure di Coordinamento di Gruppo, al pari del protocollo, vengono in considerazione come strumenti di efficiente gestione delle procedure e di facilitazione sul piano amministrativo, è scontato che tali strumenti debbano portare risultati positivi per i creditori e giammai possano tradursi in un aggravio non solo di tempi, ma anche di costi, come testualmente affermato sia in relazione alla Procedura di Coordinamento di Gruppo<sup>61</sup> sia per il Protocollo<sup>62</sup>. Infatti, specie la procedura di coordinamento di gruppo potrebbe ben comportare una lievitazione delle spese<sup>63</sup>, tanto che l'art. 72, comma 6, Reg. pone un argine di controllo sul rischio del mancato rispetto dei costi; il Reg. peraltro stabilisce che la valutazione dei costi vada effettuata in ben tre occasioni – prima dell'apertura della procedura; durante la stessa; alla chiusura.

Ulteriori dubbi sulla incisività della Procedura di coordinamento di gruppo e sull'effettivo impiego dello strumento hanno a che fare con la numerosità delle condizioni richieste e con un elevato grado di complessità dell'*iter*; ad indebolire l'efficacia della soluzione c'è poi il potere di *opt-out* riconosciuto a ciascuna società del gruppo e, soprattutto, il carattere non vincolante del piano di coordinamento, seppure spontaneamente accettato dai singoli IP.

Per altro verso, è vero che la Procedura di coordinamento di gruppo ha carattere più marcatamente giudiziale, rispetto allo strumento, in senso ampio, contrattuale del protocollo; sicché la prima potrebbe meglio inserirsi nella esperienza continentale<sup>64</sup>. In effetti, la principale remora all'impiego degli *Insolvency Protocols* sta nel fatto che si tratta ad oggi di strumenti ancora poco praticati, carichi di incognite; con l'ulteriore difficoltà, per l'operatore di *civil law*, a familiarizzare con un ruolo del giudice che, nelle relazioni negoziali delle parti, riveste un possibile ruolo di "coordinamento dell'approvazione dei protocolli, se necessario" (art. 57, u.c., lett. e, Reg.), senza essere chiamato a dirimere un conflitto né ad apporre una verifica omologatoria all'accordo stesso.

6. *Notazioni conclusive.* – Emerge dalla ricognizione svolta fin qui come la regolazione unionistica dell'insolvenza *cross-border*, mentre detta una disciplina cogente tesa a tracciare la cornice delle inter-relazioni procedurali, allo stesso tempo consente importanti aperture alle autodeterminazioni delle parti. Lo fa allorché prevede l'impegno di evitare l'apertura di procedure secondarie, lasciando avviata la sola principale e universale; allorché demanda a protocolli pattizi i profili di coordinamento tra procedure e

---

84, comma 2, CCI, che, in relazione al piano di concordato in continuità, sancisce che esso "tutela l'interesse dei creditori e preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro"; adde gli artt. 284 e 285 CCI sul requisito di maggior convenienza del concordato di gruppo e sulla ammissibilità di forme di sostegno finanziario infragruppo (come modificati ed integrati, proprio *in parte qua* in sede di decreto 147/2020) e l'art. 211 CCI sulle condizioni per l'esercizio dell'impresa nella liquidazione.

<sup>61</sup> Cfr. Cons. 57 Reg.

<sup>62</sup> Art. 44 Reg.

<sup>63</sup> Cfr. L. STANGHELLINI-R. MOKAL-C.G. PAULUS-I. TIRADO (edited by), *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Milano, 2018, 85. Adde C. LAUGHTON, *The European Insolvency Regulation: Amendment proposals from the European Commission and the European Parliament – What next?*, Eurofenix Spring 2014, 20, 23; G. MCCORMACK, *Reforming the Europe-an Insolvency Regulation: A Legal and Policy Perspective*, 10 JPIL 41, 58 (2014).

<sup>64</sup> Cfr. C. PAULUS, *Judicial cooperation in Cross border Insolvencies. An outline of some relevant issues and literature*, disponibile *on line*.

collaborazione tra organi, tanto nella relazione, verticale, tra procedure primarie e secondarie, quanto nella relazione, orizzontale, tra procedure che riguardano società del medesimo gruppo; ed allorché ammette l'avvio su base spontanea di una procedura di coordinamento di gruppo.

Una simile opzione normativa deve essere ben apprezzata, in tanto in quanto si presta ad accogliere soluzioni flessibili e, così, maggiormente aderenti alla situazione di fatto del caso concreto, sulla scorta della varia natura delle relazioni infragruppo, relazioni che possono mostrare più o meno elevati gradi di coesione e integrazione, a seconda dell'intensità della attività di direzione e coordinamento svolta dalla *holding*. Peraltro, la crescente centralità del tema della continuità aziendale in ambito concorsuale – misurabile a livello di legislazione tanto domestica<sup>65</sup> quanto unionistica<sup>66</sup> – sollecita ulteriormente visioni unitarie ed azioni coordinate nella gestione delle crisi, alla ricerca di percorsi di efficace realizzazione dell'obiettivo conservativo (in chiave oggettiva ovvero soggettiva), secondo una strategia fortemente complicata dalla dimensione transnazionale delle imprese interessate. E tali obiettivi di efficiente sinergia tra procedure locali difficilmente possono essere perseguiti mediante statuizioni di normative cogenti: di qui la cruciale opportunità, nelle ristrutturazioni e riorganizzazioni di imprese transfrontaliere, di riconoscere spazio ai più flessibili strumenti della autonomia delle parti in senso lato, alla ricerca di soluzioni operative condivise.

D'altro lato, in senso critico sull'intervento normativo nel suo complesso, si potrebbe obiettare che, per le medesime ragioni, il Reg. riveli un approccio alquanto timido in relazione al problema della crisi e insolvenza delle società del gruppo e, così, si dimostri scarsamente efficace ed incisivo<sup>67</sup>. Tanto più a considerare la nozione limitata di gruppo fornita dall'art. 2, punti 13 e 14 Reg., che restringono l'ambito di applicazione delle nuove regole alle organizzazioni, formate da sole imprese societarie, ed aventi natura verticale e gerarchica, e non già orizzontale e paritetica<sup>68</sup>. Peraltro la casistica giurisprudenziale europea mostra precedenti in cui il gruppo preso in considerazione ai fini di domande di apertura di procedimenti in un Paese membro è una parte soltanto, quella europea, di una realtà di maggiori dimensioni; in queste ipotesi la *holding* del gruppo non è la reale capogruppo, ma la *subholding* europea. In proposito, è discutibile se sia nell'interesse al buon successo della procedura limitare artificialmente il perimetro del gruppo per il rischio che si riduca, almeno nel caso di procedure transfrontaliere, la possibilità di successo della proposta di composizione della crisi<sup>69</sup>. È prevedibile, comunque, che in fatto sarà in relazione ai maggiori gruppi transfrontalieri europei – verosimilmente, case automobilistiche o compagnie aeree – che i nuovi strumenti potranno trovare le migliori realizzazioni.

Ma realisticamente e tenuta ferma la piena applicazione, a livello di legge sostanziale, della singola normativa interna nazionale riferita ad una procedura, il Reg. mostra il

---

<sup>65</sup> E non solo in ambito concorsuale, nel quadro del riformato CCI; ma anche a livello di principi generali sull'impresa, secondo il novellato art. 2086 c.c.

<sup>66</sup> Da ultimo, tale prospettiva ha trovato conferma nella Dir. UE 2019/1023, 20 giugno 2019, art 4 (e v. altresì art. 3, par. 1).

<sup>67</sup> Cfr. A. LEANDRO, *op. loc. ult. cit.*

<sup>68</sup> Cfr. S. MADAUS, *op. cit.*, 74 ss. V. anche sopra *sub* nt. 3.

<sup>69</sup> Cfr. G. DI MEO-L. PANZANI, *Procedure unitarie di gruppo nel Codice della Crisi*, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 20 dicembre 2019.



migliore risultato che poteva essere ottenuto: si evita di imporre la scelta tra la chiusura assoluta di un puro territorialismo, da un lato, e l'eccessiva apertura universalista, con necessarie rinunce alla sovranità e possibile incertezza *ex ante* sulle situazioni giuridiche soggettive, dall'altro.

Certo, la riuscita e l'effettività della soluzione di coordinamento prescelta restano largamente affidate alla buona volontà e all'iniziativa, oltre che alle attitudini negoziali ed organizzative, delle singole parti coinvolte.

E d'altronde non ci si può nascondere la complessità di simili processi di cooperazione e coordinamento, che dovrebbero riuscire ad assorbire e contenere quel fisiologico antagonismo tra singole procedure, che può venire in considerazione allorché si tenti una composizione dei rispettivi interessi (*rectius*: una composizione degli interessi dei rispettivi creditori concorsuali) e si vogliano ricondurre ad un quadro pattizio condiviso posizioni intrinsecamente antitetiche<sup>70</sup>: il riferimento è, ovviamente, alle questioni sottese alle responsabilità da *mala gestio* o agli *intercompany claims* o alle revocatorie infragruppo o ai finanziamenti ed alle garanzie pure infragruppo.

Infine, e a considerare i disallineamenti sul piano dei singoli diritti nazionali, va anche detto che un'importante opera di armonizzazione è attesa per effetto del recepimento della Direttiva *Insolvency*<sup>71</sup>, tesa proprio all'avvicinamento reciproco delle legislazioni nazionali e, così, all'ampliamento dello spazio giuridico comune degli Stati membri<sup>72</sup>, in un orizzonte giuridico-culturale di riferimento rinnovato ed allargato, fino a interessare ambiti – come quello concorsuale – sui quali, da sempre, è più insistita la rivendicazione di autonomia normativa.

---

<sup>70</sup> In effetti, gli artt. 56-57-58 Reg. esplicitano che occorre che cooperazione e coordinamento tra gli organi delle procedure del gruppo “non comporti conflitto di interessi”. Su questi temi non può essere omesso il riferimento a P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 321; ID., *Conflitto d'interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 673; G. SCONAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholder (in ricordo di Pier Giusto Jaeger)*, Milano, 2010.

<sup>71</sup> Cfr. Comm. EU Dir. 2019/1023, 20 giugno 2019.

<sup>72</sup> In tal senso, v. già A. MAZZONI, *Concordati di gruppi transfrontalieri e disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza*, in *RDS*, 2010, 552.











DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

**GOVERNANCE E MERCATI**  
**STUDI IN ONORE DI**  
**PAOLO MONTALENTI**

*Tomo III*

*a cura di*

**Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana**



**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

# DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO  
PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G. MARASÀ

---

*Sezione Raccolte di Studi – 20/III*





*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI



*GOVERNANCE E MERCATI*  
STUDI IN ONORE DI  
PAOLO MONTALENTI

*Tomo III*

*a cura di*

Mia Callegari, Stefano A. Cerrato, Eva R. Desana



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2022 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO 21 - TEL.: 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-2380-9 (*Tre Tomi indivisibili*)

ISBN/EAN 978-88-921-7333-0 (ebook - pdf)

*Composizione:* Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

PARTE VI  
IMPRESA, SCOPO DI LUCRO E TERZO  
SETTORE: UN DIALOGO ANCORA  
DIFFICOLTOSO



# LE IMPRESE SOCIALI COSTITUITE IN FORMA DI SOCIETÀ DI CAPITALI. PROFILI ORGANIZZATIVI E PUBBLICITARI

di *Carlo Ibba*

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

1. *Cenni introduttivi.* – Volendo individuare la disciplina applicabile alla *governance* delle imprese sociali costituite secondo uno dei tipi societari capitalistici dobbiamo partire dalla gerarchia delle fonti delineata nell’art. 1, co. 5, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, ove si legge che “*Alle imprese sociali si applicano, in quanto compatibili con le disposizioni del presente decreto, le norme del codice del Terzo settore [...] e, in mancanza e per gli aspetti non disciplinati, le norme del codice civile e le relative disposizioni di attuazione concernenti la forma giuridica in cui l’impresa sociale è costituita*”.

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

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

2. *I profili organizzativi.* – Ora, se proviamo a fare questo scopriamo due cose. La prima è che il legislatore delle imprese sociali, pur focalizzando l’attenzione sull’oggetto e sullo scopo che le devono connotare<sup>1</sup>, non si è disinteressato della loro organizzazione interna ed ha tratteggiato – o cercato di tratteggiare – una disciplina verosimilmente ritenuta coerente con le peculiarità finalistiche delle imprese sociali.

---

<sup>1</sup> Più precisamente – sulla scorta delle riflessioni di G. MARASÀ, *L’imprenditore*, nel *Comm. Schlesinger-Busnelli-Ponzanelli*, Milano 2021, 39 ss. e, per le conclusioni, 55 s.; approfondite da ultimo in ID., *Responsabilità sociale d’impresa e requisiti dell’impresa sociale*, in questi *Scritti*, 1647 ss. –, considerato che le finalità di utilità sociale “*non sembrano tradursi in alcuna specifica prescrizione di ordine positivo*”, imponendo solo di rispettare le regole in materia di scopo di lucro; che per le imprese sociali in forma di società ordinaria e di cooperativa il lucro soggettivo è limitato ma non escluso (art. 5, co. 3, d.lgs. n. 112/2017); e che dalle regole comportamentali connesse alla così detta responsabilità sociale d’impresa sono esentate le cooperative a mutualità prevalente e gli enti religiosi, le quali rappresentano la quasi totalità delle imprese sociali (art. 11, ult. co., d.lgs. n. 112/2017), può dirsi che l’unico requisito qualificante della nozione di impresa sociale che trovi piena rispondenza nel diritto positivo è rappresentato dall’oggetto sociale, dovendo questo consistere nell’esercizio “*in via stabile e principale [di] un’attività d’impresa di interesse generale*” (art. 1, co. 1, d.lgs. n. 112/2017).



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

Innanzitutto, la disciplina speciale delle imprese sociali spesso si limita a integrare quella propria della forma organizzativa adottata, come quando prescrive che dall’atto costitutivo, “*oltre a quanto specificamente previsto per ciascun tipo di organizzazione secondo la normativa applicabile a ciascuna di esse*”, risulti esplicitamente il carattere di impresa sociale (art. 5), o come quando aggiunge ai compiti propri dei sindaci quello di “*monitoraggio dell’osservanza delle finalità sociali*” (art. 10, co. 3). In questi casi, dunque, la formulazione della norma speciale conferma espressamente l’applicazione delle norme societarie di diritto comune proprie del tipo adottato; ma lo stesso direi senz’altro che valga in relazione alla norma secondo cui “*la denominazione o ragione sociale, in qualunque modo formate, devono contenere l’indicazione di ‘impresa sociale’*” (art. 6), che mi pare implicitamente richiamare – e, appunto, integrare – le regole di formazione della denominazione e della ragione sociale proprie, per quanto qui interessa, dei singoli tipi societari.

Non mancano poi casi in cui la disciplina del d.lgs. n. 112 afferma espressamente l’applicazione della disciplina societaria di un determinato istituto (come fanno l’art. 4 in materia di attività di direzione e coordinamento e l’art. 10, co. 1, in ordine ai requisiti dei sindaci) ovvero è formulata, per così dire, a immagine e somiglianza della disciplina propria delle società di capitali (penso ancora alle norme in materia di nomina e compiti dell’organo di controllo interno, o a quelle su redazione e pubblicità del bilancio di esercizio: art. 10, co. 1, 2 e 4; art. 9, co. 1 e 2). Per di più talvolta si fa salva l’applicazione di “*disposizioni più restrittive relative alla forma giuridica in cui l’impresa sociale è costituita*” (è questo l’incipit dell’art. 10, in materia di organo di controllo); così dicendo si rovescia, in un certo senso, la gerarchia delle fonti sopra ricordata dandosi la prevalenza alla disciplina delle singole forme organizzative adottate, ove eventualmente più rigorosa di quella del d.lgs. n. 112 (ciò vale per la disciplina embrionale dell’organo di controllo contenuta nell’art. 10, che è destinata a cedere il passo, nelle imprese sociali in forma di s.p.a., a quella contenuta negli artt. 2397 ss. c.c., mentre per quelle in forma di s.r.l. ha il significato di sancire l’obbligatorietà dell’organo di controllo anche là dove essa non sussisterebbe secondo la disciplina del codice civile).

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

Insomma: con riferimento alle imprese sociali in forma di società di capitali, la disciplina del d.lgs. n. 112 non presenta un contenuto derogatorio significativo rispetto al diritto societario comune. E lo stesso vale per la disciplina contenuta nel codice del ter-

zo settore, che come abbiamo visto entra in gioco negli aspetti non regolati dal d.lgs. n. 112, perché nel codice del terzo settore com'è noto si registra una vera e propria – sia pure imperfetta e talvolta improvvida – *societarizzazione* della disciplina<sup>2</sup>. Sicché, a dispetto di quanto la gerarchia delle fonti che ho ricordato prima potrebbe inizialmente indurre a pensare, il diritto societario comune la fa da padrone, e costituisce in larghissima misura – per rinvio diretto o indiretto – la normativa applicabile alle società di capitali-imprese sociali. Il che in termini brutali significa che sul tema specifico che sto trattando non vi è molto di interessante da dire: perché si tratterebbe di ripetere cose che già ben conosciamo, essendo proprie della disciplina codicistica delle società di capitali, *di una qualunque società di capitali*.

Fra le poche peculiarità possono segnalarsi la presunzione – parrebbe – assoluta di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento in capo a chi abbia la facoltà di nominare la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo (art. 4, co. 1)<sup>3</sup>; la preclusione all'esercizio della direzione e del coordinamento per le pubbliche amministrazioni e per le società con unico socio persona fisica (art. 4, co. 3), volta a impedire che sia elusa la preclusione all'assunzione della qualifica di impresa sociale da parte di quegli stessi soggetti (art. 1, co. 2), i cui rappresentanti – per analoghe ragioni – non possono assumere la presidenza dell'impresa sociale (art. 7, co. 3); l'obbligo di pubblicizzare il bilancio sociale (art. 9, co. 2); il coinvolgimento di lavoratori, utenti e altri *stakeholder* e in particolare, nelle imprese sociali che abbiano superato due dei limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata ridotti della metà, la previsione statutaria della nomina, da parte dei lavoratori, di almeno un componente dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo (art. 11, co. 4, lett. b); la possibilità che l'atto costitutivo o lo statuto riservino a terzi la nomina di componenti dell'organo amministrativo, fermo restando che la maggioranza sia nominata dall'organo assembleare (art. 7, co. 1); per le imprese sociali in forma di s.r.l., l'obbligatorietà dell'organo di controllo cui ho già fatto riferimento (art. 10, co. 1; e v. anche l'art. 10, co. 4); e infine, sul versante del diritto dell'impresa, la soggezione alla liquidazione coatta amministrativa, invece che al fallimento, in caso di insolvenza (art. 14)<sup>4</sup>.

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

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

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

<sup>3</sup>Diversamente, in relazione al previgente art. 4, co. 1, d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155, il cui enunciato peraltro riferiva la presunzione al “controllo” invece che al “coordinamento”, L. SCHIUMA, *Struttura proprietaria e disciplina dei gruppi*, in *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, a cura di M.V. De GIORGI, Padova, 2007, 155 s.

<sup>4</sup>Sul punto già A. CETRA, *Procedure concorsuali*, in *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, cit., 310 ss.

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

Faccio una sintetica premessa di ordine generale, che è questa. Finché la pubblicità assolve solo finalità informative, l'eventuale pluralità di mezzi d'informazione non presenta particolari controindicazioni e può anzi agevolare i terzi, che possono reperire i dati di loro interesse non solo – che so – attraverso il registro delle imprese ma anche attraverso altri registri, siti internet, quotidiani, la *Gazzetta ufficiale*, ecc. In questa prospettiva, dunque, l'eventuale pluralità di fonti d'informazione è in linea di principio da valutare positivamente, sempre che sia assicurata l'identità delle informazioni diffuse mediante i vari mezzi di comunicazione utilizzati.

Diverso discorso va fatto invece in relazione alle ipotesi in cui l'adempimento pubblicitario non serve solo a diffondere informazioni ma anche a produrre effetti ulteriori. In questi casi, infatti, deve essere rispettato il principio della *unicità dello strumento di pubblicità legale*, nel senso che alla pubblicità eventualmente attuata con altri mezzi non può essere riconosciuta una funzione che vada al di là di quella meramente informativa. Perché, se così non fosse, delle due l'una: o i terzi, al fine di non subire gli effetti di un atto non conosciuto, sarebbero costretti a consultare tutti gli strumenti pubblicitari utilizzati o utilizzabili, oppure la legge dovrebbe prevedere che i soggetti tenuti alla pubblicità la effettuino su tutti quegli strumenti prima che si produca l'effetto desiderato. Il che vuol dire, in definitiva, che o i destinatari o i fornitori dell'informazione sarebbero gravati di un onere tutto sommato inutile e sproporzionato. Fissato questo punto<sup>5</sup>, torniamo alle nostre imprese sociali.

3.1. L'art. 5, co. 2, d.lgs. n. 112 (come già faceva l'art. 5, co. 2, d.lgs. n. 155/2006) stabilisce che “*Gli atti costitutivi, le loro modificazioni e gli altri atti relativi all'impresa devono essere depositati entro trenta giorni [...] presso l'ufficio del registro delle imprese [...], per l'iscrizione in apposita sezione*”.

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

In astratto, dunque, la previsione che ho poc'anzi citato potrebbe configurare il deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese quale oggetto di un obbligo derivante dal perfezionamento della fattispecie “impresa sociale”, perfezionamento che prescinderebbe dall'adempimento formale dell'iscrizione nell'apposita sezione del registro. È tuttavia ragionevole credere che non sia stata questa la volontà del legislatore e ritenere che l'iscrizione nella sezione speciale<sup>6</sup> sia costitutiva al fine dell'acquisto della qualifi-

<sup>5</sup> Sul quale mi sono soffermato da ultimo in C. IBBA, *Il registro delle imprese*, Milano, 2021, 341 ss.

<sup>6</sup> La legge, come si è accennato, discorre di sezione “*apposita*”; ma confido di aver dimostrato (in C.

ca – se vogliamo, dello *status* – di impresa sociale, con tutto quel che ne deriva, così come l'iscrizione nel registro unico lo è al fine dell'acquisto della qualifica di ente del terzo settore<sup>7</sup>.

Chiarito questo, resta da capire se le imprese di cui ci occupiamo debbano iscriversi *solamente* nella sezione del registro delle imprese ad esse riservata o invece, come ogni altra società di capitali, anche nella sezione ordinaria del registro. La tesi prevalente è senz'altro quest'ultima<sup>8</sup>, che parrebbe coordinarsi meglio con la possibilità di un acquisto della qualifica di impresa sociale successivo alla costituzione dell'ente, come pure con la possibilità di una perdita sopravvenuta di tale qualifica, le quali si risolverebbero la prima nell'iscrizione e la seconda nella cancellazione dalla sezione speciale, *ferma restando l'iscrizione nella sezione ordinaria* (esattamente come accade alle *start-up* innovative e agli incubatori certificati che, avendo perso i requisiti qualificanti, sono cancellati dalla sezione speciale del registro delle imprese [...], “*permanendo l'iscrizione alla sezione ordinaria*”: art. 25, co. 16, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179; e v. l'art. 15, co. 8, d.lgs. n. 112/2017).

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

Coerente con quella tesi, aggiungo, era anche la norma della disciplina previgente che attribuiva all'iscrizione nella sezione speciale, in presenza di determinati presupposti, un'efficacia costitutiva della limitazione di responsabilità, facendo “*salvo quanto già disposto in tema di responsabilità limitata per le diverse forme giuridiche previste dal libro V del codice civile*” (art. 6 d.lgs. n. 155/2006) e alludendo così – sembrerebbe – agli effetti costitutivi dell'iscrizione nella sezione ordinaria<sup>10</sup>.

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

Non manca comunque chi valorizza l'esigenza di evitare duplicazioni di oneri per le

---

IBBA, *Il registro delle imprese*, cit., 33 ss.) che si tratta solo di una variazione lessicale priva di rilevanza giuridica.

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

<sup>8</sup> Cfr. E. CUSA, *Le cooperative sociali come doverose imprese sociali*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 972 s.; A. CETRA, *Enti del terzo settore e attività d'impresa*, in *RDS*, 2019, 682; e già, nel vigore della precedente disciplina, A. FUSARO, *Costituzione*, in *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, cit., 169; altri riferimenti in C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 639, nt. 61.

<sup>9</sup> V. infatti G. MARASÀ, *L'imprenditore*, cit., 353 ss. e spec. 356 s.; e C. IBBA, *Il registro delle imprese*, cit., 39 s., 291, 298 ss.

<sup>10</sup> E v. A. CETRA, *Responsabilità patrimoniale*, in *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, cit., 176.

imprese, rimarcata nella legge istitutiva del registro delle imprese e tuttora rilevante sul piano interpretativo<sup>11</sup>, e da essa argomenta che l'iscrizione nella sezione speciale deve considerarsi *sostitutiva* di quella nella sezione ordinaria. Preciso che in tal caso, naturalmente, alla pubblicità attuata per il tramite della sezione speciale dovrebbero connettersi – per le imprese sociali in forma di società di capitali – anche l'effetto costitutivo della personalità giuridica<sup>12</sup> e l'efficacia dichiarativa, posto che in caso contrario verrebbe a configurarsi per esse un trattamento irragionevolmente penalizzante e tale da alterare inammissibilmente il regime apprestato dal diritto societario comune.

Sempre nella prospettiva dell'unicità dell'adempimento pubblicitario, qualora la società non nasca come impresa sociale ma lo diventi in un secondo tempo, all'iscrizione nella sezione speciale dovrebbe fare riscontro la cancellazione dalla sezione ordinaria; mentre alla perdita della qualifica di impresa sociale dovrebbe accompagnarsi l'iscrizione nella sezione ordinaria<sup>13</sup>, e ciò – riterrei – anche qualora la società già impresa sociale venga messa in liquidazione e non prosegua l'attività.

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

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

La formula, dunque, equipara l'iscrizione richiesta dall'art. 5 d.lgs. n. 112 a quella dovuta ex art. 11 d.lgs. n. 117, rendendo la prima equivalente alla seconda ai fini dell'acquisto della qualifica di ente del terzo settore; il che significa che il primo adempimento pubblicitario produce anche gli effetti propri del secondo<sup>14</sup>.

In questa prospettiva, a mio avviso avrebbe potuto (o dovuto) evitarsi di inserire nel registro unico una sezione riservata alle imprese sociali, come invece si è fatto (art. 46, lett. d, d.lgs. n. 117). In ogni caso, in coerenza con l'obiettivo della semplificazione additato dalla legge-delega, questa sezione secondo me dovrebbe avere semplicemente la funzione di far sapere ai terzi *quali siano* le imprese sociali esistenti, mediante annotazione dei loro estremi identificativi, ma non dovrebbe fungere da ulteriore contenitore – e dunque da ulteriore strumento di pubblicità – di tutti i dati già pubblicizzati nel registro delle imprese<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> G. MARASÀ, *L'imprenditore*, cit., 66 s., testo e nt. 147, 357 s.

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

<sup>13</sup> Cfr. G. MARASÀ, *L'imprenditore*, cit., 67, nt. 147.

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

<sup>15</sup> Né sembra che questa conclusione sia smentita da altri enunciati presenti nel codice del terzo settore, e in particolare dal cenno alla “comunicazione dei dati tra il registro delle imprese e il registro unico [...] con riferimento alle imprese sociali e agli altri enti del terzo settore iscritti nel registro delle imprese”, contenuto nell'art. 53, 1° co., ult. parte, posto che i dati da comunicare potrebbero appunto consistere ed esaurirsi, per ciò che riguarda le singole imprese sociali, nei loro elementi identificativi.

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

Ma, se è così, ne risulta una duplicazione dei sistemi pubblicitari dotati di efficacia dichiarativa, perché questa è l'efficacia prevista per le iscrizioni che avvengono nel registro unico del terzo settore: la stessa che è prevista in via generale dall'art. 2193 c.c. per la pubblicità attuata tramite il registro delle imprese. E poiché l'art. 52 d.lgs. n. 117, ricalcando la previsione dell'art. 2193 c.c., subordina l'opponibilità degli atti non iscritti nel registro unico alla prova dell'effettiva conoscenza da parte dei terzi, ciò comporta che, per evitare di dover dare questa prova, è necessario che l'atto risulti iscritto non solo nel registro delle imprese (sezione speciale o anche sezione ordinaria a seconda della tesi accolta) ma anche nel registro unico<sup>16</sup>. Sotto questo profilo, dunque, la società di capitali-impresa sociale viene a trovarsi in una posizione più gravosa rispetto a quella delle altre società di capitali, perché la così detta conoscenza legale derivante dall'iscrizione nel registro delle imprese non è più incondizionata ma è subordinata all'avvenuta iscrizione anche nel registro unico del terzo settore<sup>17</sup>.

La situazione si complica ulteriormente per le società di capitali-imprese sociali che – com'è ben possibile (art. 6 d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36) – intendano acquisire la qualifica di ente sportivo dilettantistico. Per raggiungere questo risultato, infatti, esse dovranno ottenere l'iscrizione nel registro nazionale delle attività sportive dilettantistiche (artt. 4 e 5 d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 39); e anche a questa iscrizione – seguendo quella che è ormai diventata una vera e propria moda legislativa degli ultimi anni – è stata ricollegata l'efficacia dichiarativa, prevedendosi, per gli atti sottoposti a pubblicità nel registro delle attività sportive, che in mancanza di questa essi siano opponibili solo previa dimostrazione della loro conoscenza da parte dei terzi (art. 10, co. 1, d.lgs. n. 39/2021). Dal combinato disposto di questa norma, dell'art. 52 d.lgs. 117 e dell'art. 2193 c.c. discende dunque, per le società sportive-imprese sociali, che il raggiungimento della così detta conoscenza legale postula anche l'avvenuta iscrizione nel registro nazionale delle attività sportive dilettantistiche, oltre che nel registro delle imprese e – per quanto detto – nel registro unico del terzo settore.

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

Ma non solo. La moltiplicazione degli strumenti pubblicitari incide negativamente anche sull'affidabilità dei dati iscritti, perché crea il rischio che i vari registri diffonda-

---

<sup>16</sup> C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 639 ss.; ID., *Il registro delle imprese*, cit., 358 ss.

<sup>17</sup> Così C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 2019-IV, 629 s.; ID., *Il registro delle imprese*, cit., 350 s.; G. MARASÀ, *L'imprenditore*, cit., 313; dubbiosi sul punto S. LUONI-M. CAVANNA, *Il Registro unico nazionale del terzo settore: aggiornamento, revisione, cancellazione ed effetti della pubblicità*, in *Terzo sett., non profit e coop.*, 4/2020, 58.

no informazioni fra loro discordanti; possibilità che può verificarsi a causa di errori o inadempienze di chi chiede l'iscrizione o di chi vi provvede, ma anche – più banalmente – a causa della diversa velocità nell'aggiornamento dei vari registri.

Nel sistema del registro delle imprese le iscrizioni – incluse ovviamente quelle relative alle imprese sociali-società di capitali – devono avvenire entro cinque giorni dalla presentazione della domanda (art. 11, co. 8, d.p.r. n. 581/1995) e in qualche caso dovrebbero addirittura avvenire “*immediatamente*” (art. 20, co. 7-*bis*, d.l. 24 giugno 2014, n. 91); il travaso dei dati nel registro unico del terzo settore, essendo prevista come abbiamo visto una comunicazione diretta dei dati già iscritti nella sezione speciale, dovrebbe avvenire nei cinque giorni successivi (art. 7, all. A, d.m. 15 settembre 2020), con un disallineamento temporale, dunque, abbastanza contenuto, se il sistema funzionerà regolarmente. Il disallineamento con i dati inseriti nel registro degli enti sportivi, invece, rischia di essere assai maggiore, perché qui il termine per l'iscrizione è di quarantacinque giorni, ma la domanda non può essere presentata direttamente dall'ente sportivo interessato bensì tramite l'intermediazione dell'organismo affiliante (art. 6, co. 1 e 4, d.lgs. n. 39/2021), per cui i tempi certamente si allungheranno ulteriormente e non di poco.

Già questa diversa tempistica porta dunque a una inevitabile discrepanza fra i dati pubblicizzati in un registro e quelli risultanti in un altro, con intuibili problemi di tutela dell'affidamento dei terzi; problemi per la cui soluzione non si è dettata alcuna regola e che potrebbero essere risolti, secondo me<sup>18</sup>, estendendo al caso nostro la regola dettata nel sistema del registro delle imprese per il caso di contrasto fra il testo di un atto in lingua italiana e quello in lingua straniera (art. 2250, co. 5 e 6, c.c.). In sintesi, ciò consentirebbe alla società di capitali-impresa sociale di opporre il dato che compare in un determinato registro, fatta salva però la possibilità per i terzi di invocare il dato, eventualmente a loro più favorevole, presente in un altro registro<sup>19</sup>. Anche qui, dunque, la moltiplicazione degli strumenti pubblicitari non è neutra e, per così dire, indolore per la società di capitali-impresa sociale.

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

In particolare possiamo pensare alle trasformazioni, fusioni e scissioni, del cui regime anche pubblicitario si occupa l'art. 42-*bis* c.c. Pure qui è da ritenere che le varie iscrizioni richieste debbano aver luogo in tutti i registri nei quali la società di capitali-impresa sociale è iscritta, se non altro perché in caso contrario non solo sarebbero disattese esigenze di tutela dei creditori correlate all'esercizio del diritto di opposizione (come accadrebbe se il termine per l'opposizione ad una fusione potesse maturare pur

---

<sup>18</sup> Come già prospettato in IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 639 ss.; e in ID., *Il registro delle imprese*, cit., 353 s.

<sup>19</sup> Nel qual caso l'art. 2250, co. 6, parte finale, consente alla società di sottrarsi all'opponibilità del testo straniero dimostrando che i terzi erano a conoscenza del testo italiano (ma v. C. IBBA, *Il registro delle imprese*, cit., 354).

quando la delibera di fusione risulti iscritta nel registro delle imprese e non anche nel registro unico), ma l'ente risulterebbe trasformato o fuso o scisso in un registro e non nell'altro. Né d'altra parte parrebbe possibile iscrivere l'atto finale del procedimento senza aver adempiuto a tutti gli obblighi pubblicitari precedenti; e non iscrivendosi in uno dei due registri l'atto finale, perfezionativo dell'operazione straordinaria, non sarebbe possibile procedere ad alcuna altra successiva iscrizione relativa all'ente trasformato, fuso o scisso *ma che tale non risulta in quel registro*<sup>20</sup>.

Sul piano degli effetti, sembrerebbe applicabile anche nel nostro caso il principio ricavabile da svariate disposizioni societarie in tema di trasformazione, fusione e scissione (che il citato art. 42-*bis*, fra l'altro, richiama "*in quanto compatibili*"), in virtù del quale, là dove sia richiesta una pluralità di adempimenti pubblicitari, gli effetti costitutivi o sananti ad essi ricollegati si producono nel momento in cui viene eseguito l'ultimo degli adempimenti richiesti (cfr. gli artt. 2504-*bis*, co. 2; 2506-*quater*, co. 1; l'art. 2504-*quater*, co. 1, richiamato per la scissione dall'art. 2506-*ter*, ult. co.; e, sia pure implicitamente, l'art. 2500-*bis*, co. 1)<sup>21</sup>.

3.4. Per quanto riguarda le modifiche statutarie, invece, nel codice del terzo settore non si riscontra alcuna disposizione corrispondente all'art. 2436, co. 5, c.c.<sup>22</sup>, sicché la loro efficacia sembrerebbe subordinata alla sola iscrizione nel registro delle imprese, ferma restando la rilevanza dell'iscrizione nel registro unico ai fini della loro opponibilità<sup>23</sup>.

Le cose cambiano, però, se la società di capitali, oltre a essere impresa sociale, è anche ente sportivo dilettantistico, perché l'art. 14, co. 3, d.lgs. n. 39/2021 ha stabilito che le modifiche statutarie di questi enti "*diventano efficaci con l'iscrizione*" nel registro delle attività sportive dilettantistiche. In tal modo si è attribuita un'efficacia costitutiva concorrente a un'iscrizione i cui tempi fra l'altro, come abbiamo visto, sono tutt'altro che brevi. La norma citata dunque, combinandosi con la disposizione contenuta nell'art. 2436, co. 5, c.c., rende l'iscrizione nel registro delle imprese (sempre necessaria ma) non più sufficiente al fine della produzione degli effetti modificativi. Ciò comporta, ad esempio, che il registro delle imprese pubblicizzi una data modifica con settimane e forse mesi di anticipo rispetto al registro delle attività sportive dilettantistiche, con conseguente ritardo nella produzione degli effetti modificativi e generando *medio tempore*, nei terzi che consultino il primo registro, l'erroneo convincimento dell'avvenuto perfezionamento della modifica (anche) sul piano degli effetti.

3.5. Ai problemi sin qui tratteggiati se ne aggiunge forse uno specifico concernente le imprese sociali costituite in forma di s.r.l., riguardo alle quali il conflitto fra più acquirenti della stessa quota parrebbe a prima vista pressoché inestricabile nell'eventualità in cui il primo iscrivente in un registro risultasse secondo iscrivente nell'altro.

<sup>20</sup> C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 636 s.; e ID., *Il registro delle imprese*, cit., 355 ss.

<sup>21</sup> IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 637 s.; e in ID., *Il registro delle imprese*, cit., 357 s.

<sup>22</sup> La si riscontra invece nell'art. 26, co. 2, d.m. 15 settembre 2020, n. 106, peraltro verosimilmente viato da eccesso di delega (v. infatti l'art. 53 d.gs. n. 117/2017).

<sup>23</sup> IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 641; e in ID., *Il registro delle imprese*, cit., 359 s.



Dico “forse” perché in realtà non è ben chiaro se le cessioni di quote di s.r.l. siano assoggettate a iscrizione nel registro unico e nel registro delle attività sportive (non essendo ciò espressamente disposto) e comunque non vi sono norme espresse che riconducano all’iscrizione in quei registri gli effetti di cui all’art. 2470, co. 3, c.c.; sicché probabilmente la soluzione del conflitto in questione resta in ogni caso affidata solamente alla priorità dell’iscrizione nel registro delle imprese (accompagnata dalla buona fede)<sup>24</sup>.

4. *Due conclusioni.* – In sintesi, sotto il profilo organizzativo la specialità della disciplina delle imprese sociali in forma di società di capitali appare dunque tutto sommato abbastanza circoscritta, rimanendo pressoché intatta la disciplina di base propria del diritto societario comune.

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

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

---

<sup>24</sup> IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, cit., 640 s.; e in ID., *Il registro delle imprese*, cit., 359.

# RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA E REQUISITI DELLE IMPRESE SOCIALI

di *Giorgio Marasà*

SOMMARIO: 1. Attività, finalità e responsabilità sociale d'impresa nelle imprese sociali: l'evoluzione della normativa. – 2. La responsabilità sociale d'impresa nella normativa attuale delle società ordinarie. – 3. (*Segue*): attività, finalità e responsabilità sociale d'impresa nelle società benefit e nelle imprese sociali. – 4. (*Segue*): criticità della normativa delle imprese sociali su finalità e responsabilità sociale d'impresa. – 5. Conclusioni.

1. *Attività, finalità e responsabilità sociale d'impresa nelle imprese sociali: l'evoluzione della normativa.* – Nella disciplina originaria delle imprese sociali (d.lgs. n. 155/2006), la fattispecie richiedeva due caratteristiche qualificanti, concernenti, rispettivamente: a) l'attività – allora definita come produzione o scambio, con modalità imprenditoriali, di beni o servizi di utilità sociale, oggi, nel d.lgs. n. 112/2017, come attività d'impresa di interesse generale (ma senza che la diversa terminologia implichi mutamenti sostanziali) – e b) gli scopi perseguiti, allora, nel d.lgs. n. 155/2006, finalità di interesse generale, ora, nel d.lgs. n. 112/2017, finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale. Entrambe queste caratteristiche erano presidiate dalla destinazione degli utili e degli avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o all'incremento del patrimonio e dal correlato divieto di distribuzione ai partecipanti, diretto ad assicurare l'assenza del fine di lucro, cosiddetto soggettivo; su quest'ultimo aspetto, come si vedrà tra poco, la disciplina riformata presenta rilevanti novità (cfr. artt. 3, d.lgs. n. 155 e 3, d.lgs. n. 112).

Nel corso del dibattito, apertosi sul disegno di legge delega Renzi-Poletti – che, con qualche modifica, si è tradotto nella legge delega di riforma del terzo settore (n. 106/2016), poi attuata, per quanto riguarda le imprese sociali, con il d.lgs. n. 112/2017 (e, per gli altri ETS, con il Codice del Terzo settore, d.lgs. n. 117/2017) – avevo formulato alcuni rilievi critici sulle soluzioni che venivano proposte; in particolare, considerando la forte attenuazione del requisito dell'assenza del fine di lucro soggettivo che emergeva nel disegno di legge, mi ero chiesto se non fosse soluzione preferibile fondare la qualifica di impresa sociale, con il conseguente trattamento normativo agevolato che ne deriva rispetto alle altre imprese, sul solo requisito dello svolgimento in via principale di attività di interesse generale, escludendo la rilevanza delle finalità perseguite dai partecipanti. Tale soluzione mi pareva potesse sia giustificare meglio il trattamento di favore riservato alle imprese sociali, rendendolo più compatibile con un mercato concorrenziale, sia rendere più efficaci i controlli, concentrandoli sul solo dato oggettivo – cioè la riconducibilità dell'attività concretamente svolta ad una di quelle considerate dalla normativa come attività di interesse generale (cfr. art. 2, d.lgs. n. 155 e art. 2 d.lgs. n. 112) – e svincolandoli da quello, assai più sfuggente, delle finalità dei partecipanti.

Il legislatore, però, si è orientato diversamente come risulta dalla nuova definizione dell'art. 1 dove si prevede la possibilità di acquisire la qualifica di impresa sociale per tutti gli enti privati, costituiti sia nelle forme del Libro I sia nelle forme del Libro V del codice civile, qualora esercitino «*in via stabile e principale un'attività d'impresa, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività*». In tal modo, non solo si ribadisce l'essenzialità del requisito finalistico – individuandolo sia in termini positivi (finalità civiche, solidaristiche, di utilità sociale) sia in termini negativi (assenza del fine di lucro) – ma si aggiunge che l'impresa sociale deve attenersi, in termini più stringenti di quanto precedentemente previsto dal d.lgs. n. 155/2006, ai canoni della responsabilità sociale d'impresa, in particolare tramite il coinvolgimento, nel governo dell'impresa, dei lavoratori e degli *stake-holders* esterni con le modalità poi specificate nell'art. 11. Nelle intenzioni dei redattori, forse, il maggior coinvolgimento di questi *stake-holders* sul piano decisionale avrebbe dovuto, in qualche misura, controbilanciare la disposizione (art. 3, comma 3, d.lgs. n. 112) che permette alle imprese sociali, organizzate in forma di società ordinaria o di cooperativa – e che rappresentano la maggior parte delle imprese sociali, essendo assai meno quelle costituite come associazioni o fondazioni – di distribuire in favore dei propri soci sino al 50% degli utili realizzati.

Sul punto si può osservare, in generale, che tocca al legislatore fornire indicazioni su quali siano i valori sottesi dalla formula “responsabilità sociale d'impresa” (R.S.I.) e scegliere con quali strumenti se ne debba favorire la realizzazione; tuttavia, deve riconoscersi che la formula in sé sembra comunque evocare l'idea che la gestione dell'impresa, cioè di un'impresa “socialmente responsabile”, non possa essere orientata solo al conseguimento del massimo profitto. In altre parole, un'impresa potrà dirsi socialmente responsabile se accetta di comprimere, in una o altra misura, l'obiettivo del conseguimento del massimo lucro oggettivo per farsi carico anche di altre finalità, che spetta poi al legislatore specificare all'interno dei singoli contesti normativi. In questa direzione sembrano andare, all'interno della disciplina del d.lgs. n. 112/2017, non soltanto tutte le disposizioni dell'art. 11 – e in particolare quella che impone la presenza nell'organo di gestione e nell'organo di controllo delle imprese sociali di maggiori dimensioni, di almeno un componente non nominato dai soci ma dai lavoratori ed eventualmente dagli utenti (art. 11, comma 4, lett. *b*) – ma anche quelle sulla remunerazione del capitale dei soci, se lette in una prospettiva diversa e capovolta, cioè non come breccia al divieto assoluto di distribuzione stabilito dalla disciplina del precedente d.lgs. n. 155/2006 ma come regole che, impedendo l'integrale destinazione ai soci di tutto l'utile conseguito, dovrebbero, sia pure indirettamente, garantire che la gestione dell'impresa non punti esclusivamente al massimo conseguimento di utili ma tenga conto della realizzazione di altri interessi.

*2. La responsabilità sociale d'impresa nella normativa attuale delle società ordinarie.* – Ciò premesso, va osservato che le attuali discipline sulla R.S.I. si concentrano essenzialmente su due aspetti: l'individuazione dei comportamenti da considerare socialmente responsabili e l'informazione da fornire in proposito, anche in ordine ai risul-

tati che ne sono scaturiti. La normativa in materia coinvolge non solo le imprese sociali di cui si discorre ma anche le imprese ordinarie, per tali intendendo quelle che, se organizzate in forma societaria, non sono soggette – diversamente dalle imprese sociali e dalle altre di cui si dirà più avanti – ad alcuna limitazione legale né sul piano della produzione dell’utile né sul piano della sua distribuzione ai soci.

Per le imprese ordinarie il legislatore italiano, in attuazione della direttiva comunitaria n. 2014/1995, ha dettato, con il d.lgs. n. 254/2016, regole imperative esclusivamente per quelle di maggiori dimensioni – in termini sia di numero di dipendenti (superiore a 500) sia di stato patrimoniale (superiore a 20 milioni di euro) oppure di ricavi (superiori a 40 milioni di euro) (art. 2 d.lgs. n. 254) – ma imponendo loro solo obblighi di tipo informativo, cioè la cosiddetta informazione non finanziaria, da assolvere o nell’ambito del bilancio o con un documento distinto (art. 5 d.lgs. n. 254); senza escludere, peraltro, che tale informazione possa essere spontaneamente fornita anche da imprese che non raggiungono le soglie che la rendono dovuta (art. 7).

I comportamenti sui quali l’informazione è dovuta sono delineati in termini generali dall’art. 3, comma 1, con riferimento ai «*temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva*», temi sui quali le informazioni da fornire sono specificate, poi, dall’art. 3, comma 2.

La normativa comunitaria si è ispirata, almeno fino ad ora, al disegno di non imporre i comportamenti socialmente responsabili ma di spingere le imprese a praticarli tramite gli obblighi informativi, cosicché le imprese possono anche non adeguarsi, cioè non praticare politiche socialmente responsabili in uno o più tra i campi previsti dal legislatore ma in tal caso dovranno spiegarne le ragioni nel documento non finanziario. Questa logica è incisivamente riassunta nella frase *comply or explain*. I vantaggi per chi si adegua e gli svantaggi per chi non lo fa sono essenzialmente di ordine reputazionale e ciò spiega la già ricordata disposizione (art. 7) che facoltizza le imprese non obbligate all’informazione non finanziaria a fornirla ugualmente; ciò che, presumibilmente, avverrà tutte le volte che i gestori reputino i costi immediati da sopportare compensati dal miglioramento dell’immagine dell’impresa sul mercato e, conseguentemente, forieri di benefici sul piano concorrenziale e, perciò, di maggiori profitti nel presente o nel futuro.

3. (Segue): *attività, finalità e responsabilità sociale d’impresa nelle società benefit e nelle imprese sociali*. – Comportamenti socialmente responsabili sono invece pretesi, e non semplicemente promossi, all’interno di normative di natura agevolativa concernenti imprese in forma societaria nelle quali, al contrario di quanto accade nelle imprese ordinarie, sono contenute regole che limitano la produzione dell’utile e/o la sua distribuzione tra i soci.

Ci si riferisce non solo alle imprese sociali ex d.lgs. n. 112/2017 ma anche alle società *benefit*. Si tratta di società che possono essere costituite secondo i modelli organizzativi delle società ordinarie del Titolo V e delle cooperative del Titolo VI del Libro V, c.c., nelle quali i soci o in sede di costituzione o tramite modifica statutaria, decidono di perseguire, oltre allo scopo di lucro, anche uno scopo “di beneficio comune”. Questo secondo scopo viene descritto dal legislatore in termini assai ampi e generici che, comunque, evocano la responsabilità sociale dell’impresa; infatti, l’obiettivo deve

essere quello di perseguire effetti positivi o ridurre effetti negativi su «*persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti ed associazioni e altri portatori di interesse*», questi ultimi da intendere come il soggetto o i gruppi di soggetti coinvolti direttamente o indirettamente dall'attività della società, «*quali lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, pubblica amministrazione e società civile*» (cfr. art. 1, commi 378, lett. a, 376 e 378, lett. b, l. n. 208/2015). L'ambito degli obiettivi e delle categorie di *stake-holders* a cui la società può proporsi di recare beneficio è molto esteso, essendo rimesso poi alle previsioni statutarie delle singole società precisare quale sia lo scopo di beneficio comune che i soci intendono realizzare.

Dato che il legislatore non specifica se nelle società *benefit* lo scopo di beneficio comune debba anteporsi a quello di lucro o viceversa, il tipo legale che ne risulta è funzionalmente molto elastico, prestandosi a ricomprendere una vasta gamma di fattispecie concrete. Ne consegue che l'autonomia statutaria può attribuire allo scopo di beneficio comune un ruolo funzionalmente preponderante oppure minimo, cosicché, specularmente, lo scopo di lucro, inteso in senso oggettivo cioè come scopo di produzione del massimo profitto, ne risulterà più o meno sacrificato. Sotto tale profilo emerge la differenza con le imprese sociali nelle quali il perseguimento di finalità civiche solidaristiche e di utilità sociale deve costituire lo scopo, almeno principale, dei partecipanti, con la conseguenza che, qualora sia ammessa una parziale distribuzione dei risultati in favore degli stessi partecipanti, come accade nelle imprese sociali in forma di società o di cooperativa, questa non deve superare le soglie massime fissate dal legislatore e, quindi, lo scopo di lucro soggettivo dei soci non deve o, meglio, – considerando l'elevatezza di tali soglie, di cui si dirà tra poco – non dovrebbe diventare la finalità prevalente.

Quanto alla responsabilità sociale d'impresa, ciò che accomuna imprese sociali e società *benefit* è che per entrambe l'assunzione e il mantenimento delle rispettive qualifiche è subordinato al rispetto di regole sia gestorie sia di trasparenza proprie dell'agire socialmente responsabile. Così anche le società *benefit*, da un lato, devono «*operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti, associazioni...*» nonché di tutti gli altri portatori di interesse (lavoratori, clienti, fornitori, etc.), poc'anzi elencati (cfr. art. 1, commi 376 e 378, lett. b), d'altro lato, al fine di rendere possibile la verifica sia dei risultati conseguiti in ordine al raggiungimento degli scopi di beneficio comune sia delle modalità gestorie con cui sono stati perseguiti, sono soggette all'obbligo di redazione annuale di una relazione concernente il perseguimento del beneficio comune, da allegare al bilancio e da pubblicare sul sito internet (comma 382).

Dunque, se emergono aspetti di convergenza tra imprese sociali e società *benefit* in relazione alla responsabilità sociale d'impresa, per altri rilevanti profili funzionali le differenze restano significative: nelle società *benefit*, diversamente che nelle imprese sociali, l'oggetto sociale non è circoscritto alle sole attività di interesse generale e – qualora la forma prescelta sia quella di società ordinaria del Titolo V e non quella di cooperativa – non vi è alcuna limitazione alla divisione degli utili tra i soci; in sostanza, nelle società *benefit* la realizzazione dello scopo di beneficio comune – che è affidata all'organo amministrativo – può certamente, condizionando la gestione, comprimere il conseguimento dell'utile ma non la sua successiva destinazione ai soci, come, invece, è stabilito nella disciplina delle imprese sociali in forma societaria. D'altra parte,

l'assunzione della qualifica di impresa sociale genera consistenti vantaggi specialmente sul piano fiscale (art. 18, d.lgs. n. 112) mentre i benefici che derivano dalla qualifica di società *benefit* sono principalmente di ordine reputazionale e derivano dalla possibilità di potersi fregiare di tale qualifica (art. 1, comma 379, ultima parte, l. n. 208/2015), inserendola nella propria denominazione sociale e migliorando così la propria "immagine" sul mercato.

4. (Segue): *criticità della normativa delle imprese sociali su finalità e responsabilità sociale d'impresa*. – Tornando, ora, ai tre connotati che, secondo le scelte del d.lgs. n. 112/2017 dovrebbero costituire i tratti distintivi delle imprese sociali rispetto a quelle ordinarie, cioè l'oggetto sociale, le finalità dei partecipanti e la gestione socialmente responsabile "in senso forte", sono principalmente gli ultimi due a rivelarsi poco significativi. Infatti, da una verifica sulla normativa concreta emergono, come ora si constaterà, gravi criticità proprio sugli aspetti in relazione ai quali la diversità rispetto alle imprese ordinarie viene maggiormente messa in risalto nella definizione legislativa dell'art. 1, d.lgs. n. 112.

Riguardo alle finalità dei partecipanti nell'aspetto *negativo*, cioè l'assenza del fine di lucro soggettivo, la nuova disciplina del d.lgs. n. 112 ripropone il tradizionale divieto di qualsiasi forma di distribuzione soltanto per le imprese sociali costituite secondo le forme del Libro I, c.c., mentre l'uso delle forme del Libro V (società ordinarie o società cooperative) permette, come si è visto, queste distribuzioni, fissando al riguardo limiti massimi identici a quelli previsti nel codice civile (art. 2514) per la remunerazione del capitale dei soci delle cooperative a mutualità prevalente; limiti che la dottrina ha giustamente giudicato assai elevati e non tali, quindi, da marcare adeguatamente la distinzione rispetto alle società ordinarie. Se, poi, l'impresa sociale assume la forma della cooperativa, cioè, in pratica, nella stragrande maggioranza dei casi, la deroga al divieto di distribuzione si estende anche alla ripartizione sotto forma di ristorni che, essendo proporzionali agli scambi mutualistici, consentono ai soli fruitori che siano soci della cooperativa di recuperare sotto tale veste una parte del corrispettivo pagato per acquisire il bene o il servizio prodotto dall'impresa. Quest'ultima previsione – introdotta nel d.lgs. n. 112 (art. 3, comma 2-*bis*) con il cosiddetto decreto correttivo (d.lgs. n. 95/2018) – oltre a porsi in contraddizione con la regola generale della parità di trattamento tra partecipanti e terzi nella fruizione dei beni o servizi prodotti dall'impresa (art. 3, comma 2, lett. *e*), trasforma la cooperativa nella forma giuridica di impresa sociale in cui i soci possono maggiormente soddisfare finalità di ordine economico.

Per quanto concerne, poi, le finalità dei partecipanti nell'aspetto *positivo*, contrariamente a quanto accade per l'assenza del fine di lucro, non si rinvengono nell'articolo normativo disposizioni che traducano in precetti specifici e concreti le finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, finalità delle quali, poi, in sede di controlli non si saprebbe su quali basi accertare la presenza o l'assenza.

Apparentemente molto più caratterizzante si presenta il profilo della gestione socialmente responsabile. Questa si concretizza non soltanto nella previsione di obblighi informativi, da assolvere tramite il cosiddetto bilancio sociale (art. 9, d.lgs. n. 112) ma, diversamente da quanto si è constatato per le imprese ordinarie, anche attraverso l'imposizione di regole attinenti al governo dell'impresa.

La coesistenzialità all'impresa sociale della responsabilità sociale d'impresa "in senso forte" è sottolineata nella relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 112, dove si legge che l'impresa sociale costituirebbe «*la sede naturale per l'adozione di comportamenti socialmente responsabili nei confronti dei lavoratori dell'impresa stessa, dei destinatari dei beni e dei fruitori dei servizi e della società in generale*». In effetti, le successive disposizioni dell'art. 11, come si è già rimarcato, dettano regole sul coinvolgimento dei lavoratori e degli altri *stake-holders* assai più puntuali di quelle del vecchio art. 14, comma 3, d.lgs. n. 155/2006. Quest'ultimo si limitava a prevedere, con una disposizione piuttosto generica e di sapore più programmatico che prescrittivo, che «*i lavoratori dell'impresa sociale, a qualunque titolo prestino la loro opera, hanno i diritti d'informazione, consultazione e partecipazione nei termini e con le modalità specificate nei regolamenti aziendali o concordati dagli organi di amministrazione dell'impresa sociale con i loro rappresentanti*». Ora, invece, il legislatore dapprima chiarisce che «*per coinvolgimento deve intendersi un meccanismo di consultazione o di partecipazione mediante il quale lavoratori, utenti e altri soggetti direttamente interessati alle attività siano posti in grado di esercitare un'influenza sulle decisioni dell'impresa sociale, con particolare riferimento alle questioni che incidono direttamente sulle condizioni di lavoro e sulle qualità dei beni e dei servizi*» (comma 2), poi circoscrive l'ambito dell'autonomia statutaria nel fissare le suddette forme di coinvolgimento, prescrivendo che «*gli statuti delle imprese sociali devono in ogni caso disciplinare i casi e le modalità della partecipazione dei lavoratori e degli utenti, anche tramite loro rappresentanti, all'assemblea degli associati o dei soci*» (comma 4, lett. a) e, qualora l'impresa superi determinate dimensioni – cioè almeno due dei parametri costituiti da attivo dello stato patrimoniale superiore a 2.200.000 euro, ricavi delle vendite e delle prestazioni superiori a 4.400.000 euro, numero dei dipendenti occupati in media durante l'esercizio superiore a 25 –, «*la nomina, da parte dei lavoratori ed eventualmente degli utenti di almeno un componente sia dell'organo amministrativo che dell'organo di controllo*» (comma 4, lett. b).

L'impegno a rispettare tutte queste previsioni deve, quindi, considerarsi implicito se un'impresa si costituisce come impresa sociale e si registra come tale. Il rispetto dovrebbe anzitutto emergere nell'informazione fornita tramite il bilancio sociale (*ex art. 9, comma 2*) e, poi, essere oggetto di verifica in sede di controllo ispettivo. Il controllo, infatti, deve riguardare il rispetto di tutte le disposizioni del decreto (*art. 15, comma 6*) comprese quelle sull'adozione di modalità di gestione responsabili e trasparenti (*ex artt. 1, 9 e 11*) la cui violazione, pertanto, dovrebbe condurre a provvedimenti sanzionatori; questi, nei casi più gravi, vale a dire nei casi di irregolarità non sanabili o non sanate, comportano la perdita della qualifica di impresa sociale (*art. 15, comma 8*). In sintesi, il rispetto delle regole di cui si tratta è richiesto sia per acquisire la qualifica sia per mantenerla. Inoltre, la necessaria presenza di un rappresentante dei lavoratori nell'organo di gestione è di particolare rilevanza perché traduce in una regola concreta la previsione costituzionale dell'art. 46, sia pure con riferimento alle sole imprese sociali di maggiori dimensioni, individuate con i criteri di cui sopra.

Tutte queste innovazioni hanno, però, un impatto assai modesto sul piano applicativo, dal momento che, per scelta dello stesso legislatore, esse riguardano soltanto le imprese sociali costituite in forma di società di capitali o di enti del Libro I; ma si tratta di una percentuale esigua delle imprese sociali, la stragrande maggioranza delle quali è

costituita in forma di cooperativa. Ciò si deve essenzialmente al maggior favore di cui gode la forma organizzativa della cooperativa rispetto alle altre sia sul piano del trattamento tributario sia su quello della soddisfazione di interessi economici dei partecipanti, dato che, come si è visto, solo le cooperative possono, oltre che remunerare il capitale nei limiti massimi consentiti, effettuare distribuzioni sotto forma di ristorni (art. 3, comma 2-*bis*). A questi vantaggi si aggiunge ora anche quello di essere sottratte all'applicazione di tutte le disposizioni sul coinvolgimento dei lavoratori e degli altri *stakeholders*, contenute nell'art. 11 e dianzi riassunte, perché così stabilisce l'ultimo comma dello stesso articolo che esenta esplicitamente gli enti religiosi e le cooperative a mutualità prevalente, cioè oltre il 95% di tutte le cooperative. Il risultato è che per la maggior parte delle imprese sociali la responsabilità sociale d'impresa riguarda il solo profilo dell'informazione e, quindi, la situazione non è così diversa da quelle delle imprese ordinarie, con buona pace di quanto conclamato nella relazione illustrativa del d.lgs. n. 112 e di quanto sottolineato nella definizione dell'art. 1.

5. *Conclusioni.* – Mi pare, perciò, che nel quadro normativo risultante dalla riforma del 2017 il requisito che più chiaramente distingue le imprese sociali da quelle ordinarie rimanga quello dell'oggetto sociale. Infatti, la caratterizzazione sotto tale profilo, pur con qualche limite, appare netta e la mancata corrispondenza dell'attività concretamente svolta da un'impresa che si autoqualifichi come sociale ad una delle attività ritenute dal legislatore di interesse generale, secondo l'elencazione dell'art. 2 d.lgs. n. 112, è sicuramente verificabile in sede di controllo sia nella fase costitutiva sia nella fase operativa. Solo eccezionalmente è previsto che un'attività d'impresa possa considerarsi di interesse generale indipendentemente dal suo oggetto (art. 2, comma 2, d.lgs. n. 112). È vero, poi, che lo svolgimento di una (o più) attività di interesse generale non deve necessariamente escluderne ogni altra ma è vero anche che il legislatore ancora l'accertamento del carattere, quantomeno principale, delle attività qualificanti la fattispecie ad un criterio matematico il cui rispetto è più agevolmente verificabile in caso di controllo. Infatti, per l'art. 2, comma 3, d.lgs. n. 112 (che riprende il precedente art. 2, comma 2, d.lgs. n. 155/2006) è considerata «svolta in via principale l'attività per la quale i relativi ricavi siano superiori al settanta per cento dei ricavi complessivi dell'impresa sociale...omissis».

In conclusione, l'idea di identificare le imprese sociali sulla base della sola attività svolta non era, poi, così peregrina. Essa, pur essendo stata testualmente scartata dal legislatore della riforma nel definire la fattispecie, riemerge decisamente nella realtà delle concrete soluzioni normative, dal momento che – come si è cercato di dimostrare – le scelte del d.lgs. n. 112 hanno, per così dire, sensibilmente “neutralizzato” sia il requisito finalistico sia quello della responsabilità d'impresa “in senso forte”.



# L'OGGETTO DELLA SOCIETÀ *BENEFIT*

di Giuseppe Alberto Rescio

SOMMARIO: 1. Finalità e oggetto nella società *benefit*. – 2. Il rapporto tra le finalità e l'attività. – 3. L'oggetto sociale come espressione dell'autonomia statutaria dei soci. – 4. L'oggetto sociale quale tecnica di richiamo della disciplina.

1. *Finalità e oggetto nella società benefit*. – Per oggetto sociale si intende abitualmente l'*attività*, delineata in statuto dai soci di una società<sup>1</sup>, il cui esercizio, affidato agli amministratori, permette di realizzare lo scopo perseguito, scopo che l'art. 2247 c.c. individua nel conseguimento di utili e nella distribuzione degli stessi tra i soci. Come è ampiamente noto, lo scopo lucrativo non è l'unico perseguibile attraverso l'organizzazione societaria. Ma, anche quando si persegue uno scopo differente, ad es. mutualistico o consortile, l'oggetto-attività rimane concettualmente e giuridicamente distinto dallo scopo-causa: tant'è vero che la modifica di quest'ultimo determina l'applicazione di regole – quali quelle in tema di trasformazione eterogenea derivante dal mero cambio di scopo (da lucrativo a consortile o mutualistico e viceversa: art. 2500-*septies* e ss. c.c.) – differenti, almeno in parte, rispetto alle regole che attengono alla modifica dell'oggetto sociale.

Questa distinzione sembra venir meno nelle società *benefit*, definite nell'art. 1, comma 376, della legge n. 208/2015, come società che, nell'esercizio di un'attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interessi. Se la definizione che si è letteralmente riportata mantiene la separazione concettuale tra l'attività e gli scopi perseguiti, caratterizzati dall'aggiunta, allo scopo lucrativo, di "finalità di beneficio comune", nel successivo comma 377 si legge che *le finalità sono da indicare specificatamente nell'oggetto sociale* (e sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto); ed ancora nel comma 379 si ribadisce che la società *benefit* deve indicare *nell'ambito del proprio oggetto sociale le finalità specifiche di beneficio comune* che intende perseguire, al punto che le società, che durante la propria vita volessero perseguire anche

---

<sup>1</sup> Con la riforma societaria del 2003 l'equiparazione tra oggetto sociale e attività programmata nell'atto costitutivo, già pacificamente acquisita, è testuale (artt. 2328, comma 2, n. 3, e 2463, comma 2, n. 3, c.c.): cfr., per tutti, G. MUCCIARELLI, *Profili dell'oggetto sociale nelle società di capitali*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2006, 307 ss., e, da ultimo, R. VIGGIANI, *L'atto costitutivo*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2020, 253 ss.

finalità di beneficio comune e fregiarsi della qualifica di società *benefit*, devono *modificare l'atto costitutivo/statuto*.

Sembra, dunque, che l'elemento essenziale dell'oggetto sociale qui sia più ricco di quanto normalmente è o sinora è stato, poiché comprende sia le attività economiche da esercitare (scopo-mezzo) sia le finalità da perseguire con l'attività (scopo-fine)<sup>2</sup>.

Viene da chiedersi perché si sia voluto esplicitamente ricondurre la contemplazione delle aggiuntive finalità di beneficio comune all'oggetto della società *benefit*, senza accontentarsi della semplice prescrizione che tali finalità risultino dallo statuto della società<sup>3</sup>. L'inclusione delle finalità nell'oggetto potrebbe avere una sua rilevanza applicativa o potrebbe trattarsi di una opinabile e trascurabile "qualificazione" azzardata dal legislatore storico, anche in ossequio ad una certa tradizione incline a propendere per una nozione ampia di oggetto sociale comprensiva tanto dell'attività quanto dei fini perseguiti e degli interessi che la ispirano<sup>4</sup>.

Questo breve contributo intende cercare le possibili risposte alla domanda precedentemente posta e ponderarne la portata anche in ordine alla soluzione di ulteriori questioni sollevate dalla normativa richiamata: avvertendo sin d'ora che le risposte da valutare sembrano molteplici e non inconciliabili tra loro.

*2. Il rapporto tra le finalità e l'attività.* – Una prima risposta potrebbe trovarsi nella necessità che *le finalità di beneficio comune connotino l'attività incidendo sull'esercizio della stessa*, cioè sulle modalità con cui l'attività viene svolta<sup>5</sup>.

Con ciò non si intende dire che le finalità in discorso permettano agli amministratori di esercitare attività diverse da quelle indicate nell'oggetto sociale, se a loro giudizio ed anche oggettivamente fossero più idonee al raggiungimento dei migliori risultati<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Per una prima sottolineatura critica dell'ambiguità del riferimento al beneficio comune come scopo o come attività tesa a realizzarlo, v. S. CORSO, *Le società benefit nell'ordinamento italiano: una nuova "qualifica" tra profit e non profit*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1008 s. Sul tema in esame v. ora anche M. SPERANZIN, *Benefit corporations in Italy: an overview*, in A.R. PALMITER-M. BIANCHINI (a cura di), *Sustainable Corporations*, Padova, 2022 (in corso di pubblicazione).

<sup>3</sup> Sull'inserimento di elementi "ideali" nello statuto di società lucrative e sulla loro portata v. M. STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato della società per azioni*, 1\*, Torino, 2004, 242 ss.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 477 ss.

<sup>4</sup> V. infatti l'art. 2615-ter c.c., per il quale le società previste nei capi III e seguenti del titolo V possono assumere come *oggetto sociale* gli scopi indicati nell'art. 2602 c.c., consistenti nella disciplina o nello svolgimento di determinate fasi delle imprese consorziate, e l'art. 2521, comma 2, n. 3, c.c., per il quale l'atto costitutivo delle società cooperative deve contenere l'indicazione specifica dell'*oggetto sociale* con riferimento (ai requisiti e) agli *interessi* dei soci.

<sup>5</sup> Invero ogni attività è sempre strettamente condizionata dallo scopo cui tende, e ciò ha inevitabili ricadute sulla questione dell'interesse sociale: v. C. ANGELICI, *Società benefit*, in *ODC*, 2/2017, 3.

<sup>6</sup> Questo potrebbe essere, se non ho male inteso, l'esito dell'interpretazione proposta da A. LUPOI, *L'attività delle "Società Benefit" (l. 28 dicembre 2015, n. 208)*, in *Riv. not.*, 2016, 823 ss., secondo il quale le individuate finalità di beneficio comune autorizzerebbero il compimento, da parte degli amministratori, di attività non economiche estranee rispetto a quelle identificate nell'oggetto sociale: tuttavia mi sembra che gli esempi ivi addotti concernano singoli atti e operazioni, ma non vere e proprie *attività* distinte ed ulteriori rispetto a quelle elencate nell'oggetto. Per un esplicito richiamo al limite rappresentato dall'attività economica descritta nell'oggetto sociale v., invece, M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa*, cit., 481.

Sebbene all'interno dello stesso contenitore (l'oggetto sociale), attività e finalità continuano a svolgere un ruolo diverso e, nel loro integrarsi, entrambe possiedono una capacità selettiva autonoma: pertanto, attività diverse da quelle indicate non possono essere esercitate e finalità diverse dalla lucrativa e da quelle di beneficio comune come definite in statuto non possono essere perseguite<sup>7</sup>.

Quel che si intende dire è che il beneficio comune potrebbe dover essere perseguito in via diretta con l'esercizio dell'attività, e non in via successiva mediante la destinazione di parte del risultato economico conseguito. In questo senso la finalità non lucrativa nella società *benefit* sarebbe parte dell'attività, e quindi dell'oggetto, obbligando ad indirizzare le scelte gestionali secondo programmi di esercizio dell'impresa che permettano di soddisfare gli interessi sottesi attraverso il compimento stesso dell'attività, indipendentemente da chi dovesse percepire l'utile prodotto.

A conforto di questa idea sembrano deporre i doveri posti in capo agli amministratori. Il dovere di agire in modo responsabile, sostenibile e trasparente sembra attenersi, appunto, alle modalità con cui l'attività viene esercitata sotto la direzione e il controllo dei gestori. Sempre agli amministratori – e non già ai soci, a cui in generale compete la destinazione del risultato – si rivolge l'obbligo di bilanciare, nell'esercizio dell'attività, gli interessi della “proprietà” con quelli che fanno capo agli *stakeholders*. Ancora, gli amministratori devono affidare ad uno o più soggetti il compito di responsabile delle funzioni inerenti al perseguimento delle finalità di beneficio comune, e ciò farebbe pensare che queste finalità richiedano un arricchimento della struttura organizzativa deputata all'esercizio dell'attività ed incidano sul contenuto della stessa. Infine, sempre sugli amministratori risiede il dovere di rendiconto tramite una relazione annuale a contenuto articolato che descriva, tra l'altro, modalità ed azioni attuate dagli amministratori per il perseguimento delle finalità di beneficio comune<sup>8</sup>.

Tutto ciò è indiscutibile, ma alcune osservazioni possono essere utili per evitare di condurre il discorso a conclusioni inappropriate.

In primo luogo va negato che la penetrazione delle finalità di beneficio comune nell'oggetto sociale comporti la possibilità di discriminare, nell'ambito delle attività

---

<sup>7</sup> Il che, peraltro, in assenza della previsione nell'oggetto di finalità di beneficio comune, non dovrebbe comportare il divieto per gli amministratori non solo, come è ovvio, di compiere singoli atti motivati dal beneficio comune se coerenti con (e strumentali al) l'attività stabilita, ma anche di programmare l'esercizio dell'attività con modalità idonee a conciliare (non già a contraddire) la finalità lucrativa con il soddisfacimento di interessi diversi e protetti dall'ordinamento che ben possono sottostare alla identificazione di altrettante finalità di beneficio comune (che l'intervento normativo in esame mira ad incentivare): in tali casi, semplicemente, il difetto di previsione statutaria impedirebbe il conseguimento del “premio”, con i connessi oneri, rappresentato dall'assunzione della qualifica di *benefit*. Nello stesso senso è l'opinione prevalente: cfr. S. CORSO, *Le società benefit*, cit., 1012 s.; G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in ID., *Imprese sociali, altre imprese del terzo settore, società benefit*, Torino, 2019, 18 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Società benefit e società non benefit*, in *ODC*, 2/2017, 5 s.; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 318; D. CATERINO, *Denominazione e labeling della società benefit, tra marketing “reputazionale” e alterazione delle dinamiche concorrenziali*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 797 ss.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa*, cit., 483 ss. Per la discussione sugli eventuali limiti derivanti dalla normativa in esame nei confronti delle società non *benefit*, cfr. ulteriormente C. ANGELICI, *Società benefit*, cit., 5 ss.; F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in *ODC*, 2/2017, 10; G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *AGE*, 1/2018, 83 s.

<sup>8</sup> Sulla quale v. P. BUTTURINI, *La relazione annuale della società benefit nel sistema del bilancio d'esercizio*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 572 ss.

consentite dalla legge, quelle suscettibili di essere esercitate dalle società *benefit* in quanto eticamente nobili e quelle insuscettibili di essere esercitate in quanto eticamente censurabili (indipendentemente dal metro di giudizio adoperato e dal numero di soggetti che lo condividono)<sup>9</sup>. Infatti, un'attività socialmente utilissima potrebbe essere svolta con modalità idonee a perseguire finalità esclusivamente lucrative, di tal che chi la eserciti non potrebbe qualificarsi società *benefit*: si pensi, ad esempio, alla gestione di un asilo con rette tali da riservarne l'accesso alle fasce più alte di reddito, senza particolare attenzione ai problemi dell'infanzia e dei genitori, ecc. Per converso, attività sulle quali taluno potrebbe sollevare dubbi di meritevolezza con riguardo al tema in oggetto – come la produzione di armi o di articoli per fumatori – potrebbero essere svolte con modalità tali da perseguire senza dubbio anche benefici per vari portatori di interessi: ad esempio, attraverso la riduzione dell'impatto ambientale della produzione o l'aiuto allo sviluppo di aree economiche depresse con adeguata tutela dei lavoratori o la ricerca e la realizzazione di tecniche e prodotti che riducono i danni derivanti dall'uso di questi ultimi, ecc. Se si tratta di attività lecite, non si comprende perché non sia consentito premiare chi le eserciti con modalità tali da ridurre le esternalità negative ed accrescere quelle positive.

In secondo luogo, l'assenza di una definizione normativa delle caratteristiche essenziali dell'attività e delle relative tecniche di esercizio con cui perseguire le finalità di beneficio comune<sup>10</sup> apre le porte al quesito se davvero l'obiettivo predetto non possa anche ottenersi attraverso la diretta devoluzione di una parte dei risultati positivi dell'attività in favore della categoria beneficiaria. All'argomento formale che fa leva sulla lettera delle disposizioni richiamate per supportare una risposta negativa<sup>11</sup> si può replicare mettendo in evidenza le conseguenze paradossali a cui conduce tale tesi. Una società che produce pasticceria potrebbe fregiarsi della qualifica di *benefit* se i suoi amministratori programmassero la distribuzione gratuita dell'invenduto alle mense per poveri, mentre invece non avrebbe diritto a farlo se programmasse l'erogazione, alle stesse mense, di una somma di danaro ottenuta con i proventi dell'attività atta a fornire un'alimentazione qualitativamente più diversificata e quantitativamente superiore: se la

---

<sup>9</sup> Secondo C. SAVOLDI, *Impresa, lucro e finalità sociali: la società benefit*, tesi di dottorato di ricerca in Impresa, Lavoro e Istituzioni presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ciclo XXXII (anno accademico 2018/2019), 111 s., la qualifica di *benefit* potrebbe spettare soltanto a "società che svolgano già principalmente un'attività per sua natura suscettibile di produrre un beneficio comune", come la produzione di veicoli elettrici o l'assistenza medica o para-medica, mentre chi svolga un'attività contraria al beneficio comune (si esemplifica con la produzione di armi) non potrebbe aspirarvi neanche se vi aggiungesse un'attività ulteriore in sé idonea: ciò si porrebbe in contrasto con la *ratio* complessiva della disciplina e con l'obbligo di condurre tutta l'attività sociale in modo responsabile, sostenibile e trasparente, concepito come finalità di beneficio comune generale di ogni società *benefit*.

<sup>10</sup> Per un tentativo di schematizzazione dei possibili rapporti tra attività e scopi all'interno dell'oggetto sociale cfr. A. GALLARATI, *Incentivi e controllo del mercato nella società benefit. Un'analisi economica e comparata*, in *Contr. e impr.*, 2018, 812 ss. e 819 s.

<sup>11</sup> E v. in questo senso G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto*, cit., 89; P. GUIDA, *La "società benefit" quale nuovo modello societario*, in *Riv. not.*, 2018, 512; C. SAVOLDI, *Impresa, lucro e finalità sociali*, cit., 110 s.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa*, cit., 481 s. e 488 ss. (con posizione particolarmente rigida). Cfr. invece, per un'impostazione più flessibile (oltre alla dottrina riportata in nt. 15), L. RIOLFO, *Le società "benefit" in Italia: prime riflessioni su una recente innovazione legislativa* (prima parte), in *Studium juris*, 2016, 725, nt. 34; A. LUPOI, *L'attività delle "Società Benefit"*, cit., 823 ss.; A. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interesse dei terzi: il ruolo degli amministratori e i profili di responsabilità in Italia e negli Stati Uniti*, in *Banca, borsa*, 2021, 1, 51 ss.

qualifica di *benefit* si risolve in un incentivo al bene comune a fronte di un (eventuale) premio ottenibile in un mercato concorrenziale, perché mai si dovrebbe concedere quella qualifica soltanto a chi segua i suggerimenti tradizionalmente attribuiti a Maria Antonietta d'Asburgo-Lorena<sup>12</sup>?

Chi non volesse rassegnarsi ad una conclusione del genere potrebbe provare, con probabile successo, a dare una meno rigida lettura delle disposizioni pertinenti.

Il dovere degli amministratori di operare in modo responsabile, sostenibile<sup>13</sup> e trasparente – che, a dire il vero, sembra più una conseguenza (un elemento della disciplina) che un presupposto (un elemento della fattispecie) della società *benefit* – può trovare un suo spazio applicativo anche quando gli interessi altrui sono realizzati con sistemi diversi dalle programmate modalità di svolgimento dell'attività: la *corporate social responsibility*, del resto, non è un'esclusiva della società *benefit*<sup>14</sup>. Il dovere di bilanciamento dell'interesse lucrativo con gli altri interessi sussiste anche quando *la misura della destinazione del risultato in favore della categoria beneficiata*, nel rispetto dei limiti posti dai soci, sia concretamente *demandata agli amministratori* in un contemporaneo degli interessi in gioco che deve anche tenere conto delle necessità derivanti dalla prosecuzione e dal finanziamento dell'attività<sup>15</sup>: e in queste valutazioni può ben svolgere il suo ruolo di supporto il responsabile delle funzioni inerenti al perseguimento delle finalità di beneficio comune. Per quanto, poi, alla relazione annuale, il suo contenuto non pare per nulla incompatibile con un approccio del tipo indicato: resta fermo, infatti, che gli amministratori – nella descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni attuate, nonché degli eventuali ostacoli incontrati – possono e devono dare informazioni sulla quantità di danaro devoluto, sui soggetti che ne hanno benefi-

<sup>12</sup> “*S'ils non plus de pain, qu'ils mangent de la brioche!*”.

<sup>13</sup> Sugli equivoci insiti nel termine “sostenibilità” applicato alla gestione dell'impresa v. peraltro M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 29 ss.

<sup>14</sup> Sebbene abbia nel nostro ordinamento uno spazio piuttosto limitato, e fuori da alcuni ambiti, sostanzialmente rimesso all'autoregolamentazione: in argomento cfr. G. MARASÀ, *Una sintesi su modelli organizzativi e Corporate social responsibility (CSR) nelle recenti riforme italiane: Enti del Terzo Settore (ETS) e società benefit*, in ID., *Imprese sociali, altre imprese del terzo settore, società benefit*, cit., 109; S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder della società benefit*, in *ODC*, 2/2017, 4 ss. In argomento v., da ultimo, S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *ODC*, 1/2021, 99 ss.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa*, cit., 478 ss.; M.V. ZAMMITTI, *L'impresa socialmente irresponsabile: un primo itinerario di giurisprudenza, anche in prospettiva comparata*, in *Società*, 2021, 1018 ss.

<sup>15</sup> Mettono in risalto “il riferimento al bilanciamento quale ‘modo’ di gestione della società *benefit*”, da “intendersi quale indicazione strumentale, cioè riferita al come la società *benefit* possa, nell'esercizio della sua attività (economica) perseguire sia lo scopo di lucro ... sia le finalità di beneficio comune”, F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 11. Osserva G. MARASÀ, *Scopo di lucro*, cit., 22 s., che “le modalità di realizzazione del beneficio comune possono talvolta comportare l'integrazione delle attività costituenti l'oggetto sociale, talaltra consistere nell'adozione di determinate scelte nello svolgimento dell'attività economica..., talaltra ancora *risolversi nell'effettuazione di erogazioni a favore di qualcuna delle ‘entità’ considerate dalla legge*” (corsivo aggiunto): precisandosi che “in quest'ultima eventualità...non sarebbe sufficiente...uno statuto che, nulla prevedendo per la fase della gestione, si limitasse ad imporre all'assemblea, in fase di distribuzione degli utili, di destinarne una parte alla realizzazione di uno degli scopi di beneficio comune”, salvo che ciò sia previsto come modalità aggiuntiva di perseguimento del beneficio comune. Invece ritiene che una clausola statutaria che preveda l'erogazione annua di una somma di danaro a favore di una società operaia sia “un fenomeno che direttamente rientra nel perimetro della società *benefit*”, A. ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche e profili critici*, in *ODC*, 2/2017, 4. Su posizione non dissimile A. BARTOLACELLI, *Le società benefit: responsabilità sociale in chiaroscuro*, in *non profit*, 2/2017, 261 s.

ciato, su come siano state utilizzate le somme erogate dagli enti a cui sono state devolute nell'interesse delle categorie beneficiarie, su come siano stati temperati gli interessi variamente perseguiti al momento della determinazione della somma da erogare e sulle eventuali ragioni che possano aver determinato impedimenti o rallentamenti nella massima proficuità dell'impiego del danaro erogato.

3. *L'oggetto sociale come espressione dell'autonomia statutaria dei soci.* – La ragione della inclusione delle finalità nell'oggetto sociale potrebbe risiedere nella esaltazione dell'autonomia dei soci<sup>16</sup>. L'oggetto sociale è, infatti, un elemento essenziale dell'atto costitutivo totalmente rimesso alla libera scelta dei soci persino nei tipi sociali compatibili con il fenomeno della standardizzazione delle regole organizzative, come nel caso della s.r.l. semplificata e della *start-up* innovativa costituita optando per il modulo predefinito dalla apposita normativa.

In altre parole, con l'inclusione delle finalità non lucrative nell'oggetto sociale si potrebbe voler porre l'accento sulla libertà assai ampia concessa ai soci nella loro determinazione e nella loro graduazione sia nei confronti dello scopo societario tipico, generalmente lucrativo<sup>17</sup>, sia tra loro stesse quando se ne dovesse prevedere una pluralità, nonché, se lo si vuole, nella fissazione delle modalità con cui perseguirle<sup>18</sup>. In tal modo cambia l'impostazione che ha sinora caratterizzato il nostro ordinamento, secondo la quale, mentre l'oggetto-attività è sempre frutto di autodeterminazione, le finalità perseguibili dagli enti sono più spesso stabilite o circoscritte e comunque tipizzate e/o graduate dalla legge (società lucrative, società mutualistiche, società consortili, imprese sociali, enti non *profit*) e tradizionalmente non sono modificabili, se non attraverso operazioni di trasformazione eterogenea introdotte in tempi più recenti<sup>19</sup>. I soci possono quindi individuare le finalità di beneficio comune che intendono perseguire accanto a quella tipica, definirne il rapporto di equiparazione o di prevalenza dell'una rispetto alle altre o attribuire agli amministratori ogni scelta al riguardo, se del caso nel rispetto di criteri di massima stabiliti dai soci stessi<sup>20</sup>. E, successivamente, possono modificare

<sup>16</sup> Nel senso che la società *benefit* sia uno "strumento di valorizzazione dell'autonomia dei soci-investitori", F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 2.

<sup>17</sup> Invero è testuale l'ammissibilità della società cooperativa *benefit*, in cui le finalità altruistiche si affiancano allo scopo mutualistico, né vi è motivo di escludere che tale possa essere anche una società consortile in cui allo scopo, per l'appunto, consortile i soci aggiungano una o più finalità di beneficio comune (e v. A. BARTOLACELLI, *Le società benefit*, cit., 258; *contra*, ma apoditticamente, M. TAGLIABUE, *Il modello della "Società benefit" nel contesto della pandemia*, in *Cooperative e Enti non profit*, 3/2021, 29).

<sup>18</sup> E, per il riconoscimento della più ampia libertà al riguardo, v. G. MARASÀ, *Scopo di lucro*, cit., 15 s. e 21 ss.; F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 6.

<sup>19</sup> Benché ormai sempre più spesso si consentano forme di ibridazione delle finalità sociali anche fuori dai casi espressamente consentiti, è ancora ampiamente discusso in quale misura e con quali limiti lo si possa fare: discussione ulteriormente alimentata proprio dall'introduzione della società in esame (v. *retro*, nt. 7). Per la discussione sugli interessi perseguibili con la moderna società per azioni si rinvia, anche per riferimenti, ad alcuni dei contributi più recenti: F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *ODC*, 1/2021, 29 ss.; U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa*, cit., 479 ss.

<sup>20</sup> V. ancora G. MARASÀ, *Scopo di lucro*, cit., 22. Non manca, però, chi ritiene che il beneficio comune assurga ad un "ruolo *quasi* altrettanto significativo del lucro (anche se di solito sarà più nettamente seconda-

tutto quanto precede, rimanendo nell'ambito degli spazi consentiti, senza dar luogo a fenomeni di trasformazione del tipo sociale o dell'ente<sup>21</sup>.

Possono allora essere utilmente richiamati, per affermarne la ricorrenza – almeno in linea di principio – con riguardo alle finalità di beneficio comune delineate in statuto, alcune considerazioni ricorrenti a proposito delle attività incluse nell'oggetto sociale.

Così, è dato ormai acquisito che l'oggetto sociale possa includere – e spesso in concreto include – una pluralità di attività, tra loro anche eterogenee<sup>22</sup>, senza che i soci stabiliscano se vi sia e quale sia l'attività principale: con l'implicita idea di rimettere agli amministratori ogni scelta al riguardo, mediante valutazioni discrezionali di convenienza alla luce degli interessi rilevanti. In tali casi agli amministratori spetta sia la definizione della misura in cui sviluppare l'una o l'altra delle attività consentite, sia il giudizio dell'opportunità di dare inizio a tutte le attività previste o soltanto ad alcune. Infatti, la menzione di una data attività, quando in statuto ne sono programmate diverse, può anche essere motivata dalla sola eventualità che in futuro risulti conveniente esercitarla: anticiparne la previsione ne faciliterà l'avvio tempestivo in presenza di condizioni favorevoli di mercato, senza che il punto debba previamente essere oggetto di discussione e decisione in apposita assemblea di modifica statutaria.

Viene da chiedersi se quanto precede possa ripetersi anche per le finalità di beneficio comune. La risposta dovrebbe essere affermativa, ma con la precisazione che segue.

Se nell'oggetto sociale compare *una sola finalità di beneficio comune*, non sembra che gli amministratori possano non tenerne conto sin da subito e in ogni esercizio sociale<sup>23</sup>. Invero la società non potrebbe legittimamente qualificarsi come *benefit* senza il

---

rio), se non addirittura paritario” (G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto*, cit., 86), con l'implicita esclusione – se non ho male inteso – della prevalenza del primo sul secondo (nello stesso senso v. anche A. GALLARATI, *Incentivi e controllo*, cit., 823).

Troppo rigida, e tale da vanificare la *ratio* dell'intervento normativo, pare la tesi della riconduzione delle finalità di beneficio comune allo scopo-mezzo della società, in modo da affermarne la necessaria strumentalità rispetto allo scopo lucrativo, come si sostiene da parte di: S. CORSO, *Le società benefit nell'ordinamento italiano*, cit., 1009 ss.; M. PALMIERI, *L'interesse sociale: dallo shareholder value alla società benefit*, in *Banca, impresa e società*, 2017, 211 ss.; S. PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 952 s. [su posizione analogamente incline a ravvisare una necessaria subordinazione del beneficio comune al lucro cfr. anche D. STANZIONE, *Profili ricostruttivi della gestione di società benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 506 ss., e E. CODAZZI, *Società benefit (di capitali) e bilanciamento di interessi: alcune considerazioni sull'organizzazione interna*, in *ODC*, 2/2020, 595 s. (pur dopo aver riconosciuto a p. 594 che il dato normativo non stabilisce un chiaro rapporto di prevalenza dell'una sull'altra finalità)]; non sembra che sia questa la ragione per la quale le specifiche finalità di beneficio comune sono da indicarsi nell'oggetto sociale. Queste posizioni, a mio avviso, fraintendono il significato dell'inclusione delle finalità di beneficio comune nell'oggetto sociale: che non è in sé espressiva dell'intento di contenere il beneficio comune in posizione necessariamente subordinata rispetto al lucro, vero ed unico scopo-fine; lo dimostra l'esempio del già ricordato (sopra, nt. 4) art. 2615-ter c.c., disposizione secondo la quale nell'oggetto sociale della società consortile deve includersi lo scopo-fine di cui all'art. 2602 c.c. Né si è costretti a desumere la subalternità del beneficio comune rispetto al lucro dal mancato riconoscimento di pretese azionabili in capo agli *stakeholders* o dalla conduzione dell'attività con metodo economico: tutte affermazioni compatibili con le più diverse graduazioni delle finalità, lucrativa e non, perseguibili dalla società *benefit* nell'assenza di limiti normativi diversi dalla loro necessaria compresenza.

<sup>21</sup> V. *infra*, par. 4.

<sup>22</sup> Cfr., per tutti, G. MUCCIARELLI, *Profili dell'oggetto sociale nelle società di capitali*, cit., 310 ss.; C. CACCAVALE, *Determinatezza dell'oggetto sociale ed eterogeneità delle attività economiche*, in *Contr. e impr.*, 2008, 848 ss.

<sup>23</sup> Proprio nella obbligatorietà del perseguimento della finalità di beneficio comune da parte degli amministratori F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 9 s., e M. STELLA RICHTER JR, *Società be-*

concreto perseguimento di almeno una finalità di beneficio comune: la semplice previsione statutaria per il momento inattuata non sarebbe all'uopo sufficiente, poiché indurrebbe falsi affidamenti nei rapporti con i terzi, che l'art. 1, comma 384, l. n. 208/2015 mostra di voler tutelare attraverso il richiamo delle disposizioni sulla pubblicità ingannevole e sulle pratiche commerciali scorrette<sup>24</sup>.

Il che non significa che non sia lecita una inequivoca scelta diversa da parte dei soci, espressa in statuto, con la quale i soci affidino agli amministratori l'attivazione del perseguimento della finalità e accettino di rimanere o di essere soci di una società "non *benefit*" sino a quando ciò non avvenga: ma resta fermo che una simile clausola va coordinata con la denominazione sociale – che non potrà includere il termine *benefit* per non essere fonte di inganno finché la finalità non inizi ad essere effettivamente perseguita – e con le altre clausole statutarie connesse ad una qualifica al momento insussistente<sup>25</sup>. Lo stesso è a dirsi per il caso che il concreto perseguimento della finalità di beneficio comune da parte degli amministratori venga condizionato all'integrazione di presupposti delineati in statuto e legati ad eventi di futura realizzazione: ad esempio, solo dopo che sia ripagato l'investimento iniziale dei soci in una certa misura o che siano restituiti determinati finanziamenti ricevuti.

Invece, se nell'oggetto sociale vengono indicate *più finalità di beneficio comune* senza ulteriori indicazioni, gli amministratori – così come accade in ipotesi di plurime attività – non necessariamente devono perseguirle tutte in contemporanea e destinarvi pari risorse e sforzi: essi potranno effettuare ogni selezione ritenuta opportuna e daranno conto delle ragioni delle loro scelte, delle azioni profuse e dei relativi risultati nell'apposita relazione annuale<sup>26</sup>. I soci, a loro volta, hanno vari mezzi per sottrarre spazi di discrezionalità agli amministratori in proposito<sup>27</sup>: vuoi – come già si è detto – agendo sulla conformazione preventiva delle clausole statutarie, vuoi con apposite decisioni a monte o a valle dell'azione degli amministratori<sup>28</sup>. A tale ultimo riguardo, basti ricordare che nella s.r.l. la competenza decisionale dei soci in materia gestoria certamente consente loro di impartire indicazioni agli amministratori sulle finalità da attivare o da privilegiare e sulle modalità con cui farlo. Nella s.p.a., se una tale competenza non sussiste,

---

*benefit e società non benefit*, cit., 5, individuano l'elemento distintivo di maggior momento tra le società *benefit* e le non *benefit* che svolgano attività orientate alla realizzazione di un beneficio comune.

<sup>24</sup> Sulle responsabilità degli amministratori al riguardo e sui relativi limiti v. A. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interesse dei terzi*, cit., 55 ss.; A. BARTOLACELLI, "Predicare bene e razzolare male": la concorrenza sleale delle società dichiaratamente *benefit* ma che non perseguono una finalità di beneficio comune, in L.M. MIRANDA SERRANOVA-J. PAGADOR LOPEZ (diretto da), *Desafíos del regulador mercantil en materia de contratación y competencia empresarial*, Madrid, 2021, 332 ss.

<sup>25</sup> D. CATERINO, *Denominazione e labeling della società benefit*, cit., 800 s., sulla base dei dati empirici ivi menzionati, rileva che non sono poche le società che, pur assumendo le finalità *benefit*, rinunciano alla formalizzazione della qualifica e non si avvalgono del *nomen* come strumento di *marketing*.

<sup>26</sup> Richiamano l'attenzione sulla complessità del bilanciamento tra i diversi obiettivi di beneficio comune e i diversi interessi degli *stakeholders*, quando questi siano eterogenei e potenzialmente in contrasto, D. LENZI, *Le società benefit*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 906; F. DENOZZA, *La società benefit e le preferenze degli investitori*, in B. DE DONNO-L. VENTURA (a cura di), *Dalla benefit corporation alla società benefit*, Bari, 2018, 45.

<sup>27</sup> Osserva F. DENOZZA, *La società benefit e le preferenze degli investitori*, cit., 42, che "è ben difficile immaginare che gli amministratori di una *benefit* possano sistematicamente operare concreti bilanciamenti sgraditi ai soci o, comunque, a quei soci che detengono la maggioranza delle quote".

<sup>28</sup> In favore del coinvolgimento dei soci nel bilanciamento tra le finalità da perseguire, pur richiamando i limiti con cui i soci possono partecipare alle decisioni gestorie, E. CODAZZI, *Società benefit*, cit., 603 ss.



si danno varie occasioni (es. istruzioni della capogruppo; nomina degli amministratori; approvazione del bilancio) in cui gli azionisti possono fornire in proposito indicazioni che, mirando a concretizzare apposita clausola statutaria, non sembrerebbero operare esclusivamente sul piano della persuasione morale<sup>29</sup>, sebbene soltanto una delibera dell'assemblea straordinaria potrebbe vincolare l'organo amministrativo nella misura in cui lo avrebbe fatto una più puntuale e dettagliata redazione dell'oggetto sociale.

4. *L'oggetto sociale quale tecnica di richiamo della disciplina.* – Un'ultima ragione di inclusione delle finalità di beneficio comune nell'oggetto sociale – la più probabile, a parere di chi scrive – sembra collegarsi all'intento di richiamare l'applicazione della relativa disciplina: sotto questo profilo vengono in considerazione i requisiti dell'oggetto e le regole pertinenti alla sua modifica.

Per quanto ai requisiti essenziali, scontata la necessità che il perseguimento delle finalità dichiarate sia possibile e lecito, una qualche attenzione merita il requisito di determinatezza e specificità<sup>30</sup>. Il quale, per come elaborato con riguardo alle attività incluse nell'oggetto sociale, si traduce nella inammissibilità di attività individuate in modo generico, tali da rendere gli amministratori artefici esclusivi del programma di azione perché totalmente arbitri della sua creazione, persistenza o variazione e tali da non dare ai soci alcun riferimento a cui parametrare la qualità e la quantità dei rischi dell'investimento.

Un analogo grado di *specificità* è richiesto anche nella definizione delle finalità di beneficio comune per il tramite della loro riconduzione all'oggetto sociale<sup>31</sup>, dal momento che queste, incidendo sull'esercizio dell'attività e/o sui relativi risultati, autorizzano deviazioni rispetto al perseguimento dei fini lucrativi in termini, certamente rimessi quanto all'attuazione agli amministratori, ma pur sempre nell'ambito di un programma fissato nello statuto che sia tale da dare sufficienti indicazioni ai soci sul relativo impatto in ordine agli impieghi e ai rischi del loro investimento<sup>32</sup>.

Ne deriva l'inammissibilità di una generica enunciazione in statuto del voler perseguire finalità di beneficio comune rientranti tra quelle ammesse dalla legge<sup>33</sup>, per

<sup>29</sup> Si potrebbe, ad esempio, ipotizzare che l'aver trascurato tali indicazioni integri, almeno in alcune delle situazioni ricordate, una giusta causa di revoca degli amministratori.

<sup>30</sup> Sul quale v. in generale M. STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto*, cit., 233 ss.; A. PAOLINI, *Le modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, Milano, 2014, 17 ss.; nonché, in *subiecta materia*, P. GUIDA, *La "società benefit" quale nuovo modello societario*, cit., 508 ss.

<sup>31</sup> Secondo A. LUPOI, *L'attività delle "Società Benefit"*, cit., 820 s., il comma 377, con l'uso dell'avverbio "specificatamente" riferito alle finalità da indicare nell'oggetto sociale (esigenza ripetuta nel comma 379), non accontentandosi di un *general public benefit*, avvicina la nostra impostazione al modello previsto nel Delaware, richiedendo l'elaborazione di "progetti specifici, che, una volta raggiunti, siano sostituiti da nuovi progetti altrettanto specifici". In tema v. anche C. SAVOLDI, *Impresa, lucro e finalità sociali*, cit., 39 ss., per approfondite e aggiornate informazioni sulle *Benefit Corporations* nord-americane, e 99 ss., per le ricadute sull'interpretazione della normativa italiana alla luce della comparazione. Scettici sulla idoneità della norma a prevenire formulazioni vaghe e totalmente incoercibili si dichiarano, tuttavia, F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 7.

<sup>32</sup> Sembra peraltro improbabile, se pur non lo si può escludere, che il grado di specificità in concreto giunga al punto di giustificare un affidamento nei terzi tale da fondare pretese risarcitorie: cfr. C. ANGELICI, *Società benefit*, cit., 12.

<sup>33</sup> Un fenomeno che ha interessato soprattutto le prime *benefit* costituite (cfr. D. LENZI, *Le società bene-*

quanto implicitamente o esplicitamente circoscritte a quelle praticabili mediante l'attività economica programmata, se tale formula non venga accompagnata da alcuna concretizzazione idonea a selezionare le finalità perseguibili: con l'implicita (o esplicita) rimessione alle future scelte compiute dagli amministratori e/o dagli stessi soci in loro apposite decisioni, alla luce dell'andamento dell'attività, dei risultati conseguiti e di ogni altra circostanza ritenuta rilevante.

Ne deriva ulteriormente l'inammissibilità della individuazione di finalità per le quali non sia possibile alcuna forma di verifica o misurazione con criteri oggettivi: come – per trarre un esempio da alcuni segnalati impieghi della normativa qui commentata<sup>34</sup> – il prefiggersi la felicità umana: fine in sé nobilissimo, ma che, oltre a postulare modi infiniti, e infinitamente opinabili, per ottenerla, sconta l'impossibilità di una verifica o misurazione. Che invece deve potersi condurre, come dimostra anche l'esigenza di rendere il conto dei risultati al riguardo ottenuti mediante la relazione degli amministratori contenente la valutazione dell'impatto, da redigersi nell'osservanza di criteri di misurazione prescelti tra quelli consentiti. Ben diverso sarebbe se si precisasse nell'oggetto sociale che il fine della generale felicità (o serenità o soddisfazione, ecc.) debba essere perseguito attraverso risultati specifici, come ad es. il miglioramento delle condizioni di lavoro, la riduzione della povertà, la cura dalle malattie. Si capisce agevolmente, però, che in tali casi le specifiche finalità di pubblico beneficio sono proprio queste, seppure descritte come strumentali, mentre quella esibita come primaria o ultima, tanto generale quanto generica, sarà anche felice sul piano dell'immagine ma rimarrà priva di rilevanza giuridica.

Il principio di specificità non sembra, invece, imporre la definizione in statuto delle modalità con cui le specifiche finalità identificate debbano essere perseguite, anche quando queste non siano strettamente correlate all'attività statutariamente definita, come avverrebbe con la riduzione dell'inquinamento nell'esercizio di impresa produttiva che impatta negativamente sull'ambiente o con l'incentivo all'agricoltura sostenibile nell'esercizio di un'impresa di lavorazione e/o distribuzione di prodotti agricoli. Ribadito che le finalità indicate non permettono di svolgere attività diverse da quelle statutariamente definite, compete agli amministratori la scelta delle modalità di esercizio delle attività indicate dai soci perché queste vengano indirizzate verso gli obiettivi parimenti fissati dagli stessi in assenza di più precise indicazioni fornite tramite le clausole statutarie, e ciò indipendentemente dalla correlazione più o meno evidente tra le finalità stesse e l'attività da esercitare.

Né il principio di specificità esige di graduare le finalità di beneficio comune nei confronti dello scopo lucrativo e al loro interno, così come avviene per le plurime attività che l'oggetto sociale può includere. Dunque, è rimessa interamente ai soci la valutazione dell'opportunità di dare regole al riguardo, definendo le finalità da privilegiare e la misura in cui farlo, o di rinviare implicitamente alle scelte che in futuro saranno

---

fit, cit., 906), nonostante le immediate prese di posizioni contrarie a un tale atteggiamento: v. L. RIOLFO, *Le società "benefit" in Italia*, cit., 724 s.

<sup>34</sup> V. M. BIANCHINI-C. SERTOLI, *Una ricerca Assonime sulle società benefit. Dati empirici, prassi statutaria e prospettive*, in *AGE*, 1/2018, 211. Analoghe osservazioni critiche in D. LENZI, *Le società benefit*, cit., 912 s. Invece F. DENOZZA, *La società benefit e le preferenze degli investitori*, cit., 43, ritiene che la specificità dell'indicazione delle finalità sia compatibile con "la descrizione specifica di un obiettivo genericissimo".

compiute dall'organo amministrativo, se del caso indirizzate da successive decisioni dei soci stessi.

Un ulteriore importante aspetto di disciplina richiamato attraverso l'inclusione delle finalità di beneficio comune nell'oggetto sociale concerne la loro introduzione, eliminazione e modifica, in tal modo ricondotte ad altrettante *modifiche dell'oggetto sociale*. Le conseguenze sono di rilievo.

In primo luogo, l'intervento integrativo, ablativo o modificativo sullo statuto richiede la verifica delle *maggioranze assembleari* previste dalla legge e dallo statuto per la variazione dell'oggetto sociale<sup>35</sup>, senza che venga in gioco l'applicazione di regole (il *quorum* dei due terzi degli aventi diritto di cui all'art. 2500-*septies*, comma 3, c.c. in caso di modifica in *benefit*; il *quorum* richiesto per lo scioglimento anticipato di cui all'art. 2500-*opties*, comma 3, c.c. in caso di eliminazione delle finalità di beneficio comune; la tutela dei creditori mediante l'opposizione di cui all'art. 2500-*novies* c.c.) relative alla trasformazione eterogenea o di altre reputate coerenti con i fenomeni di variazione causale del contratto di società<sup>36</sup>. Ciò vale non solo nel caso in cui si preveda espressamente che le finalità di beneficio comune ricoprano un ruolo secondario, ma anche quando le clausole statutarie ne evidenzino un'importanza paritaria o prevalente rispetto allo scopo di lucro, nonché nel più frequente caso in cui – mancando una graduazione in statuto – il bilanciamento venga rimesso a future decisioni dell'organo competente. Sotto quest'ultimo profilo viene da rilevare sul piano sistematico che le trasformazioni eterogenee endosocietarie apparentemente connesse al solo cambio dello scopo sociale e non anche del tipo di appartenenza – il riferimento va alla trasformazione da s.p.a. o s.r.l. lucrativa in consortile e viceversa<sup>37</sup> – provocano l'applicazione delle regole di cui all'art. 2500-*septies* e ss. c.c. perché in realtà la modifica dello scopo in questi casi incide in modo ben più pregnante sugli aspetti e sulla disciplina del rapporto sociale e dell'organizzazione attraverso la quale vengono perseguiti gli interessi dei soci<sup>38</sup>. Il più limitato impatto della disciplina della *benefit* su quella della società che ibrida le proprie finalità originarie anche in modo molto accentuato (incidente so-

<sup>35</sup> V. ad es., ricordando che invece le leggi nordamericane richiedono la maggioranza dei due terzi degli aventi diritto al voto nelle varie categorie di appartenenza, L. VENTURA, "If not for profit, for what?" *Dall'altruismo come "bene in sé" alla tutela degli Stakeholder nelle società lucrative*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 587, nt. 179; L. RIOLFO, *Le società "benefit" in Italia: prime riflessioni su una recente innovazione legislativa* (seconda parte), in *Studium juris*, 2017, 824.

<sup>36</sup> La questione va posta in relazione alla tesi di chi, all'indomani della riforma delle società di capitali del 2003, ha rilevato che "il mutamento della causa nello stesso tipo sociale e la trasformazione eterogenea sono vicende parallele", sicché "alla prima si devono applicare per analogia le disposizioni concernenti la seconda": così, C.G. CORVESE, *La trasformazione eterogenea in società di capitali*, Milano, 2005, 18, rispondendo ad un interrogativo sollevato da G. MARASÀ, *Le trasformazioni eterogenee*, in *Riv. not.*, 2003, 596.

<sup>37</sup> Il ragionamento che si conduce intende prescindere dalla previa condivisione della tesi secondo cui un tipo con finalità lucrative (ad esempio, s.p.a. o s.r.l.) e il corrispondente tipo con finalità consortili debbano considerarsi due tipi diversi, di tal che la trasformazione in discorso andrebbe sempre ricondotta al cambiamento di tipo sociale: così E. CUSA, *La società consortile*, Torino, 2021, 204 ss.; ma, diversamente, tra altri, F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, II, Milano, 2020, 1510 s.

<sup>38</sup> E v. C. CARUSO, *sub Art. 2500-septies*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, II, Milano, 2016, 3245 s.; C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2020, 1060.

stanzialmente sull'esercizio della funzione gestoria mediante i poteri e gli obblighi derivanti in capo agli amministratori dalla l. n. 208/2015) non giustifica l'applicabilità delle norme dettate per la trasformazione eterogenea mediante la caratteristica argomentazione analogica adoperata per i casi di trasformazione eterogenea "atipica".

In secondo luogo, al socio non consenziente spetta il *diritto di recesso* tutte le volte in cui la modifica, per la sua *portata potenziale*, non possa dirsi poco significativa (art. 2437, comma 1, lett. a, c.c.)<sup>39</sup> e nella s.r.l. anche a seguito del compimento di atti e operazioni che, orientandosi verso finalità estranee rispetto a quelle statutariamente definite, si possa ritenere che comportino una sostanziale modifica dell'oggetto sociale proprio in quanto non comprensivo di quelle finalità (art. 2473, comma 1, c.c.). Al di là della questione della rilevanza della significatività della modifica dell'oggetto sociale nella s.r.l.<sup>40</sup>, non persuade l'opinione per cui quanto più genericamente descritte siano tali finalità, tanto meno si legittimerebbe il recesso<sup>41</sup>. Genericità non implica marginalità, e perciò sembra vero il contrario: quanto più vaghe e quindi ampie sono le finalità non lucrative, in assenza di limiti posti all'azione degli amministratori, tanto maggiore potrebbe essere in concreto, nella gestione operativa, la deviazione rispetto alla finalità lucrativa e tanto più imprevedibile l'incidenza della modifica sul rischio dell'investimento; invece, quanto più specificamente determinati sono le finalità di beneficio comune e il loro rapporto quali-quantitativo con lo scopo di lucro, tanto più se ne può apprezzare il grado di significatività alla stregua del criterio considerato.

---

<sup>39</sup> Su ciò tutti convengono, benché alcuni paiano particolarmente inclini a ravvisare la significatività della modifica, talora ritenuta addirittura *in re ipsa* (F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit*, cit., 9; S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder della società benefit*, cit., 6; M. PALMIERI, *L'interesse sociale*, cit., 234), mentre altri esortano a verificarla in concreto: cfr. ASSONIME, *La disciplina delle società benefit* (Circolare n. 19 del 20 giugno 2016), in *Riv. not.*, 2016, 784 ss.; S. CORSO, *Le società*, cit., 1013 ss.; L. RIOLFO, *Le società "benefit" in Italia* (prima parte), cit., 726; M. STELLA RICHTER JR, *Società benefit e società non benefit*, cit., 9 ss.; P. GUIDA, *La "società benefit"*, cit., 521 ss.; A. GALLARATI, *Incentivi e controllo*, cit., 838 ss.; S. PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, cit., 953, nt. 124, il quale tuttavia pare ritenere che la conclusione si regga sulla riconduzione delle finalità di beneficio comune allo scopo-mezzo della società, mentre le ragioni indicate nel testo la legittimano a prescindere da questa opinabile premessa. Estesamente in tema, v. ora M.V. ZAMMITTI, *Il diritto di recesso nelle società c.d. benefit*, in *RDS*, 2020, 575 ss., con approccio propenso ad analizzare le particolarità della fattispecie concreta.

<sup>40</sup> Sulla quale v., da ultimo e per riferimenti, C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1057 ss.

<sup>41</sup> Così M. BIANCHINI-C. SERTOLI, *Una ricerca Assonime*, cit., 215 s.

# FONDAZIONE (DI ORIGINE) BANCARIA (FOB) E TERZO SETTORE. APPUNTI

di *Vincenzo De Stasio*

SOMMARIO: 1. La formazione del patrimonio delle fondazioni bancarie e la loro natura privatistica. – 2. La relazione speciale tra fondazioni bancarie e terzo settore: enti di diritto singolare, non regolati dal Codice del terzo settore. – 3. L'attività e il perseguimento degli scopi delle fondazioni bancarie entro i limiti della loro disciplina speciale. – 4. Fondazioni bancarie e "comunità": la responsabilità sociale della proprietà privata nell'attività erogativa delle fondazioni bancarie.

1. *La formazione del patrimonio delle fondazioni bancarie e la loro natura privatistica.* – Le fondazioni di origine bancaria rappresentano un istituto specifico dell'identità italiana a cavallo tra il XX e il XXI secolo<sup>1</sup>. Definite nel contesto della privatizzazione dell'ordinamento bancario, nella stagione neolibérale di inizio degli anni '90, nacquero tutte nel giro di pochi anni in seguito, per ognuna, a un'iniziativa volontaria di trasformazione e costituzione unilaterale di una banca s.p.a., da parte di un "ente conferente" che, privato dell'azienda bancaria conferita, divenne, immediatamente dopo l'operazione straordinaria, unico azionista della banca appena costituita. Il modello della trasformazione, previsto e favorito dalla notissima legge Amato<sup>2</sup> (l. 30 luglio 1990, n. 218), in consonanza con idee già da tempo emergenti per realizzare la privatizzazione, ha consentito a una grande maggioranza di Casse di Risparmio<sup>3</sup> e ad alcuni altri soggetti (banche pubbliche) di cessare di svolgere l'attività bancaria, divenendo titolari di un patrimonio quasi esclusivamente mobiliare, e di concentrare la propria attività sulla conservazione del valore di tale patrimonio, per destinarne i frutti ad attività, principalmente erogative, di interesse generale (nell'ambito di settori pur definiti dalla normativa civile, ma sufficientemente ampi da consentire diverse declinazioni operative)<sup>4</sup>. Con i frutti della gestione del patrimonio la fondazione bancaria può per-

---

<sup>1</sup> Negli USA e in Germania, così come in altri Paesi, esistono fondazioni privatistiche altrettanto importanti sotto il profilo della dotazione patrimoniale e dell'incidenza nello sviluppo economico e per il bene comune. Le fondazioni bancarie italiane si segnalano per la specificità della loro origine, del tutto singolare nel panorama internazionale: cfr. O. HABIGHORST, *Le fondazioni bancarie italiane nel contesto europeo*, in *La riforma legislativa sulla natura e sull'attività delle fondazioni bancarie*, a cura di G. RESTUCCIA, Milano, 2003, 88 s.

<sup>2</sup> La l. 30 luglio 1990, n. 218 e i conseguenti d.lgs. 20 novembre 1990, nn. 356, 357 e 358 sono così chiamati dal nome del ministro del Tesoro proponente.

<sup>3</sup> Per lo più concentrate al nord del Paese, e di dimensioni assai differenziate.

<sup>4</sup> Sull'origine delle fondazioni bancarie, tra molti: M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente non-profit*, Bologna, 2001, 19 ss.; G. MUCCIARELLI, *Attività e impresa nelle fondazioni bancarie*, Milano, 2005, 7 ss.; V. AMOROSINO, *Le attività di impresa delle fondazioni di origine bancaria*, Napoli, 2013, 15 ss.

seguire i propri scopi, in termini apparentemente molto ampi, che sono tuttavia definiti dalle regole limitative che le caratterizzano.

Nei tre decenni che si sono susseguiti dalle trasformazioni indotte con la legge Amato, lo stretto legame delle fondazioni con le imprese bancarie si è andato viepiù allentando<sup>5</sup>. In particolare, la struttura leggera delle fondazioni bancarie le rende inadeguate a esercitare la responsabilità dell'azionista di controllo sulle imprese, meno che meno su quelle imprese di particolare complessità che operano nel campo bancario e finanziario<sup>6</sup>. Le trasformazioni del mercato bancario italiano hanno ridotto il peso della partecipazione di quasi tutte le fondazioni nella banca conferitaria<sup>7</sup>, spesso per effetto di aggregazioni successive, e un significativo numero di fondazioni non è più azionista della banca conferitaria<sup>8</sup>. Spinte normative e spinte gentili, la visione più lungimirante di quelle fondazioni che hanno approfittato delle concentrazioni bancarie per diluire il proprio peso nell'azionariato bancario senza incorrere in svendite né risultare l'unico sostegno per eventuali ricapitalizzazioni<sup>9</sup>, hanno condotto a distinguere tra comportamenti virtuosi e pericolosi<sup>10</sup>.

La "natura" peculiare delle fondazioni bancarie, a seguito dei mutamenti normativi intervenuti con il decreto attuativo della c.d. legge Ciampi (d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153), sostitutiva della disciplina della precedente "legge Amato"<sup>11</sup>, era colta dalla Cor-

---

<sup>5</sup> M. CERA, *Le fondazioni e la gestione delle banche fra luoghi comuni ed interessi*, in *An. giur. econ.*, 1/2004, 31; pur non potendo essere considerate capogruppo ai sensi del T.u.b., le fondazioni potevano essere controllanti solitarie di banche, con applicazione della relativa disciplina informativa, come nel caso giudicato da Cass., 2 agosto 2002, n. 1591, pubblicato in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, 237 ss., con nt. di V. CARIELLO, *Note minime in tema di Fondazione bancaria controllante solitaria e obblighi informativi*.

<sup>6</sup> L'obbligo di mantenere il controllo delle banche conferitarie fu abolito dalla l. n. 474/94. Nel 1998, la legge "Ciampi" introdusse l'obbligo di cedere entro il 31 dicembre 2005 le quote di partecipazione che attribuivano il controllo delle banche conferitarie, obbligo da cui, nel 2003, furono dispensate soltanto le Fondazioni con un patrimonio non superiore ai 200 milioni di euro e quelle con sede in regioni a statuto speciale. Cfr. P. ABADESSA, in *Fondazioni e governance delle banche*, Torino, 2010, 28: «È ... da escludere che la fondazione di controllo possa esercitare attività di direzione e coordinamento sulla società partecipata. L'ordinamento bancario riserva, infatti, il riconoscimento di capogruppo del gruppo bancario soltanto alle banche ed alle società finanziarie (art. 61, comma 2, TUB), cui intesta, altresì, in via esclusiva l'attività di direzione e coordinamento di tutte le società appartenenti al gruppo (art. 62, comma 4, TUB)».

<sup>7</sup> Cfr. *Fondazioni di origine bancaria – XXV Rapporto annuale 2020*, 26: soltanto 6 Fondazioni detengono una partecipazione superiore al 50% del capitale della banca conferitaria, mentre 44 mantengono una partecipazione al di sotto di tale soglia.

<sup>8</sup> Cfr. *Fondazioni di origine bancaria – XXV Rapporto annuale 2020*, 26, cit., da cui risulta che 36 Fondazioni non sono più titolari di partecipazioni nella banca conferitaria.

<sup>9</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Le fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo*, in *Banca, impr., soc.*, 2010, 401: «Le fondazioni bancarie non sono forse i soci stabili ideali (sul piano teorico) di una banca e non è detto che in futuro siano in grado di mantenere questo ruolo assicurando il necessario sostegno finanziario alla crescita delle banche partecipate, ma sono decisamente migliori di altri che potrebbero prendere il loro posto».

<sup>10</sup> Questi ultimi non hanno mancato di generare critiche: F. FIORDIPONTI, *Le fondazioni di origine bancaria e il loro ruolo di socio stabile nelle aziende di credito: un legame che non si è sciolto*, Napoli, 2013, 65 ss.

<sup>11</sup> Per un'efficace sintesi: M. TAMPONI, *Persone giuridiche, sub art. 11*, in *Il Codice civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2018, 27 ss., ove si pone in luce l'anacronismo dei dibattiti sulla distinzione tra enti pubblici e privati e si sottolinea (p. 28 s.) che la soluzione iniziale della l. 30 luglio 1990, n. 218 e del d.lgs. 20 novembre 1990, n. 318 «era subito apparsa, piuttosto che un reale processo di privatizzazione del sistema bancario, una sorta di pubblicizzazione occulta dell'ordinamento creditizio, tanto che il legislatore aveva tentato quasi subito di attenuarne il meccanismo, per poi modificarlo in maniera più decisa ridimensionando l'ingerenza del ministro del Tesoro sull'at-

te Costituzionale nel 2003, in due sentenze (29 settembre 2003, n. 300 e 301)<sup>12</sup> a lungo citate in tutto il dibattito successivo. La letteratura che ha accompagnato la nascita delle fondazioni bancarie e le mutazioni della loro disciplina si è, negli ultimi anni, notevolmente diradata, dopo un primo ventennio di grandi trasformazioni e ripetuti commenti<sup>13</sup>: segno di un assestamento che consente di cogliere, con uno sguardo retrospettivamente più lungo, i tratti di specificità di quegli enti che hanno accompagnato la significativa trasformazione del mondo bancario italiano<sup>14</sup> e, al contempo, titolari di patrimoni rilevanti, ne hanno destinato le risorse nell'interesse generale non declinato dall'autorità pubblica, ma interpretato dall'autonomia privata. Il dilemma sulla natura delle fondazioni, che ha guidato per oltre un decennio le riflessioni di più alto profilo sull'argomento, appare superato, a cagione dell'orientamento definitivamente maturato dalla Corte Costituzionale<sup>15</sup>, che ha collocato le fondazioni bancarie nell'area delle libertà sociali, in quell'ambito di sussidiarietà dell'iniziativa privata che il nuovo Titolo V della Costituzione aveva nel frattempo introdotto. Oggi non sembra più produttiva la contrapposizione pubblico/privato<sup>16</sup>: è chiaro che le fondazioni bancarie sono soggetti privati di diritto singolare<sup>17</sup>, sottoposti a vigilanza pubblica ancorché non svolgano attività di impresa. La loro pretesa anomalia si spiega in ragione della loro storia.

Come è noto, il patrimonio delle fondazioni bancarie si costituisce originariamente sotto forma di azioni di una società bancaria conferitaria, di cui ogni fondazione è stata unica socia nella fase iniziale della propria esistenza sotto la forma giuridica contemplata dalla c.d. legge Amato. Si tratta di patrimoni privati formati nell'esercizio dell'attività bancaria da parte di iniziative che, spesso intraprese prima del XX secolo<sup>18</sup>,

---

tuazione delle dismissioni deliberate dagli enti conferenti». Aggiunge T. (p. 29) «che la citata legge Amato qualificava esplicitamente i soggetti conferenti come “enti pubblici”, si da determinare una pesante remora all'applicabilità degli art. 12 ss. c.c., pur non esclusa in via assoluta. Con le modifiche successive, per contro, risultò impossibile continuare a discorrerne come di enti ancora a natura pubblica, e si delineò per essi, ormai definiti fondazioni, la collocazione nel mondo delle *non profit organizations*».

<sup>12</sup> Pubblicate in *Giur. it.*, 2004, 627, con nt. di R. CARANTA; in *Corr. giur.*, 2003, 1576, con nt. di G. NAPOLITANO; in *Giur. comm.*, 2004, II, 477, con nt. di T. LOMONACO.

<sup>13</sup> Una bibliografia essenziale, di taglio giuridico e sociologico, utile per un primo orientamento della ricerca, occupa un file di 20 pagine, aggiornato all'aprile 2021, all'URL [https://www.acri.it/wp-content/uploads/2021/04/Bibliografia\\_Fondazioni\\_0421.pdf](https://www.acri.it/wp-content/uploads/2021/04/Bibliografia_Fondazioni_0421.pdf) (ultima consultazione del 4 dicembre 2021).

<sup>14</sup> Una testimonianza personale sull'elaborazione giuridica sottesa alle scelte che hanno condotto all'esercizio dell'attività bancaria nella forma delle s.p.a., conferitarie delle preesistenti aziende bancarie gestite dalle Casse di Risparmio, in F. GALGANO, *Persone giuridiche*, 2. Ed., in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, 2006, sub art. 11, 153 s., nt. 1.

<sup>15</sup> La Corte Costituzionale, con le sentenze n. 300 e 301 del 29 settembre 2003, ha riconosciuto le fondazioni come “persone giuridiche dotate di piena autonomia societaria e gestionale”, collocate tra i “soggetti dell'organizzazione delle libertà sociali”.

<sup>16</sup> G. NAPOLITANO, *Soggetti privati «enti pubblici»?», in Studi in onore di Giorgio Berti*, t. II, Napoli, 2005, 1713 s.: «Nel merito, non appare corretto inferire la pubblicità del soggetto dalle deviazioni che la disciplina presenta rispetto alla normazione comune, come se la nozione dell'ente pubblico fosse residuale, quando, invece, il codice civile e la legge speciale abbondano di regimi differenziati e ‘anomali’. Il giudice, inoltre, nel riesumare l'incerto criterio degli indici rivelatori, trascura che soltanto il loro concorde ricorrere consente di pervenire ad una qualificazione pubblica: tale accertamento, poi, dovrebbe essere ancora più rigoroso in presenza di una indicazione legislativa almeno apparentemente contraria».

<sup>17</sup> G.B. PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2005, 24.

<sup>18</sup> V., ad es., i tratti essenziali del percorso storico della Compagnia di San Paolo, esposti in A. BENESSIA, *Le fondazioni di origine bancaria fra etica e politica. Divagazioni in tema di “stakeholder value”*, in *Banca, impr., soc.*, 2010, 404 ss.

rimontavano la loro formazione ai conferimenti di privati e di territori specifici<sup>19</sup>. Esemplare la vicenda delle Casse di Risparmio<sup>20</sup>, con la loro doppia anima di opere di beneficenza integrate con l'attività bancaria, divenute soggetti di regolamentazione pubblicistica al mutare dell'ordinamento del credito<sup>21</sup>. Per tali enti, la separazione dell'attività bancaria in una s.p.a. conferitaria, residuando un ente conferente *holding* con finalità sociale, costituiva il percorso inverso a una vicenda verificatasi oltre un secolo prima, e dunque il ritorno (o il distacco) della vocazione di utilità sociale rispetto all'attività bancaria, isolata da quella. Le radici della visione politico-sociale alla base prima delle Casse di risparmio e ora delle fondazioni bancarie trovano ulteriore declinazione nell'ambito del terzo settore, cioè nello sviluppo di attività sociali che possono avere anche una dimensione economica e di impresa, ma sono volte in vario modo al perseguimento di attività di interesse generale: là dove il terzo settore<sup>22</sup> è visto come un

<sup>19</sup> G. PASTORI, *Le fondazioni bancarie: aspetti istituzionali, assetto organizzativo e controlli*, in *Banca, impr. soc.*, 1997, 496: «che cosa giustificasse sul piano sostanziale il mantenimento della qualifica di enti pubblici in capo agli enti conferenti è sempre stato difficile da comprendere ... gli enti non potevano considerarsi pubblici dal punto di vista del patrimonio e dei mezzi amministrati, come sicuramente è nel caso delle Fondazioni Casse. Da tale punto di vista, queste sono sempre state espressione tipica di iniziative collettive sorte nelle diverse parti del territorio nazionale e non sono mai state dipendenti finanziariamente dallo Stato. E con la riforma del 1990 gli enti fondazione sono tornati ad assumere di per sé tutte le caratteristiche di ordinari enti patrimoniali (variamente configurati come fondazioni o associazioni), che con propri patrimoni perseguono finalità sociali».

<sup>20</sup> Le Casse di Risparmio sorsero nell'Ottocento per iniziativa autonoma privata, quali istituzioni deputate a tutelare il risparmio dei meno abbienti, e fu opportuno sottoporle a controlli pubblici a mano a mano che la loro attività di raccolta del risparmio si allargava ai ceti medi (R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 5. ed., Bologna, 2012, 32 s.), sino a che non furono riorganizzate dalla legislazione dell'epoca di Crispi (l. 15 luglio 1888, n. 5546), sino a essere successivamente riconosciute di natura pubblica dalla giurisprudenza (M. CLARICH, *Le Casse di risparmio*, Bologna, 1984, 67 ss.). La doppia anima, bancaria e assistenziale, ha lasciato la condizione delle Casse in una situazione di ambiguità. Sulle casse di risparmio come opere pie (analogamente ai monti di pietà): F. MERUSI, *Opera pia e impresa bancaria nelle Casse di risparmio*, in *Studi in onore di Egidio Tosato*, vol. II, Milano, 1982; M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente non-profit*, cit., 19 ss., ove si ravvisa un "ritorno al passato" rispetto a enti che in origine erano istituzioni di assistenza e beneficenza ma che, "per molti decenni, avevano gestito, anche con buoni risultati, banche importanti e potenti". Un parallelismo può essere colto con la vicenda delle istituzioni di beneficenza (M. TAMPONI, cit., *sub art.* 11, 40 ss.), oggetto della medesima attenzione in un comune disegno politico riformatore, in coerenza con il disegno politico di fare ritrarre il controllo dello Stato (introdotto in epoca crispina mediante gli strumenti del diritto pubblico), da enti che originariamente erano espressione delle società intermedie, spesso sorte da iniziative a ispirazione religiosa.

<sup>21</sup> R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 5. ed., cit., 33: «La legge 15 luglio 1888, n. 5546, "portante il riordinamento delle Casse di risparmio", dettò ... una disciplina unitaria che, pur tenendo conto delle due anime che in esse convivevano, valse a sottrarre le Casse sia alla disciplina esistente per le opere pie sia al diritto comune cui erano abbandonate le aziende di credito ... la legge del 1888 rappresentò una delle prime e certamente la più organica disciplina speciale di un ente di credito, contribuendo così a delineare istituti (come l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta) che le leggi bancarie del 1926 e del 1936-38 estesero a tutte le aziende di credito».

<sup>22</sup> Sulla convergenza dell'area cattolico-democratica e dell'area socialista nell'individuare nell'area del "privato sociale" un fertile collegamento tra società civile ed istituzioni e sulla collocazione del "terzo settore" a metà tra Stato e individuo, tra la crisi dello stato sociale e la perdita di fiducia nell'economia di mercato: G. PONZANELLI, *Gli enti collettivi senza scopo di lucro*, 2. ed., Torino, 2000, 1 ss.; ID., *Una nuova stagione per le formazioni sociali intermedie tra Stato e individuo: le novità della legge di riforma del Terzo settore*, in *Autonomia privata e strutture organizzative. Enti del libro primo del codice civile e Terzo settore*, a cura di F. ROSSI, Napoli, 2019, 11 ss.; ID., *La riforma del terzo settore*, in *Il Terzo settore e la Stella del no profit*, a cura di M. SCHIRRIPIA, Napoli, 2019, 433 ss.



ambito più allargato della mutualità e della cooperazione<sup>23</sup>, al fine di stabilire e collegare reti che consentono, in ultimo, di definire e allargare i canali di comunicazione di una comunità<sup>24</sup>.

La peculiarità delle caratteristiche delle fondazioni bancarie italiane, quanto alla loro “origine” in termini di contingenza storico-istituzionale, si riconnette soltanto come “occasione” alla necessità di individuare un socio per ogni società per azioni nata dalla privatizzazione delle casse di risparmio e di altri enti bancari negli anni ’90<sup>25</sup>. Le fondazioni mantengono la titolarità di rilevanti patrimoni che restano investiti nella ricchezza mobiliare. Data l’entità dei loro patrimoni rispetto al complesso dell’economia italiana, l’investimento delle risorse, in coerenza con la rappresentatività del territorio di cui le fondazioni sono espressione, implica un inevitabile ruolo della presenza di questi soggetti nel quadro economico-sociale italiano. Limitare le fondazioni bancarie al vettore che le conduce verso il terzo settore significherebbe dimenticare che la loro storia non può circoscriversi alla contingenza delle privatizzazioni bancarie degli anni ’90. La storia delle fondazioni, che dopo le privatizzazioni bancarie le ha viste partecipare a investimenti in realtà di rilievo economico-istituzionale come Cassa depositi e prestiti<sup>26</sup>, oltre che al capitale della Banca d’Italia (art. 27 d.lgs. n. 153/99)<sup>27</sup>, è un chiaro indice della rilevanza soggettiva delle fondazioni, portatrici di capitale destinato anche a investimenti istituzionali, in un’area ed entro un perimetro che non può essere confinato al pur vasto ambito del terzo settore<sup>28</sup>.

---

<sup>23</sup> E. ROSSI, *Valore e ruolo del terzo settore nel welfare in evoluzione*, in *Elementi di diritto pubblico dell’economia*, a cura di M. PELLEGRINI, 326 ss.

<sup>24</sup> Sul ruolo della relazionalità e della reciprocità come fattori di incremento della comunicazione in un contesto di economia “civile”: S. ZAMAGNI, *Dell’identità delle imprese sociali e civili: perché prendere la relazionalità sul serio*, in *Il nonprofit italiano al bivio*, a cura di S. ZAMAGNI, Milano, 2002, 16 ss.; il tema risulta ripreso nei contributi del volume *Diritto dell’economia sociale*, a cura di A. FICI, Napoli, 2016; sul rilievo della “persona” e della promozione di un contrasto alle disegualianze nella realizzazione di forme di economia sociale: E. CUSA, *Le forme di impresa privata diverse dalle società lucrative tra aiuti di Stato e Costituzioni economiche europee*, Torino, 2013, 65 ss.

<sup>25</sup> M. CALDERONI-R. SABBATINI, *Le fondazioni bancarie un autentico mostro. Amato: lo confesso, mi sento Frankenstein*, in *Il Sole-24 Ore*, 21 novembre 1996; M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all’ente non-profit*, cit., 39: «Questa invenzione, criticata da molti (e rinnegata anche dal suo autore quando sembrava che le fondazioni bancarie mai avrebbero ceduto il controllo delle banche), aveva tuttavia una sua ragion d’essere. In molti casi infatti i patrimoni delle banche pubbliche non erano imputabili ad alcun proprietario e dunque bisognava “inventare” qualcuno o qualcosa al quale attribuire il pacchetto azionario delle banche trasformate in società per azioni».

<sup>26</sup> Sulla partecipazione delle Fondazioni bancarie al 30% del capitale di Cassa depositi e prestiti s.p.a., in seguito alla privatizzazione attuata nel 2003, e sulle successive vicende istituzionali, v. la nota informativa reperibile in [https://www.camera.it/leg17/561?appro=app\\_la\\_partecipazione\\_delle\\_fondazioni\\_bancarie\\_in\\_cassa\\_depositi\\_e\\_prestiti](https://www.camera.it/leg17/561?appro=app_la_partecipazione_delle_fondazioni_bancarie_in_cassa_depositi_e_prestiti); A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: holding di partecipazioni, banca nazionale di promozione o operatore del turnaround industriale?*, reperibile in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 3 novembre 2020, p. 5.

<sup>27</sup> Sul rilievo della partecipazione al capitale della Banca d’Italia: V. TROIANO, *L’ampia distribuzione delle quote di partecipazione al capitale della Banca d’Italia*, in *La rivalutazione del capitale della Banca d’Italia*, a cura di F. CAPRIGLIONE-M. PELLEGRINI, Padova, 2014, 103 ss.; R. LENER, *Partecipanti privati al capitale: non veri soci ma vera voce*, *ibidem*, 175 ss.

<sup>28</sup> Sulle prospettive del ruolo delle Fondazioni bancarie in ambiti diversi dal terzo settore e l’impossibilità per le Fondazioni di imporre, nelle scelte strategiche delle imprese partecipate, gli interessi di utilità sociale, quando gli stessi non coincidano con l’interesse lucrativo o mutualistico degli altri soci: R. COSTI, *Le fondazioni bancarie: un nuovo governo dell’economia?*, in *Il diritto delle società oggi. Inno-*

In presenza di un mercato bancario popolato da imprese tra loro in concorrenza, trasformatosi il terzo settore sia nella considerazione legislativa sia nella sua compatibilità con l'esercizio dell'attività di impresa, il ruolo delle fondazioni bancarie non appare più tributario della dicotomia pubblico-privato con cui, nel primo quindicennio di esistenza, si definiva il dilemma della loro "anfibia" natura<sup>29</sup>. Oggi il ruolo peculiare delle fondazioni bancarie può essere più modernamente spiegato con la funzione sociale e i limiti della proprietà privata, in sintonia con le più recenti interpretazioni dell'art. 42 Cost., che concentrano l'attenzione sulla portata precettiva della funzione sociale quale fonte di limiti interni ai poteri proprietari e sulla struttura complessa della proprietà<sup>30</sup>: gli obblighi legali o regolamentari in materia di modalità di organizzazione<sup>31</sup> o utilizzo delle risorse possono essere intesi quali obbligazioni *ex lege* per la tutela di interessi sociali e nei confronti degli interessi diffusi e collettivi. Le limitazioni che l'art. 6 d.lgs. n. 153/99 pone alla possibilità di esercitare un controllo su imprese<sup>32</sup> sono importanti per cogliere le specificità dell'azione delle fondazioni bancarie.

2. *La relazione speciale tra fondazioni bancarie e terzo settore: enti di diritto singolare, non regolati dal Codice del terzo settore.* – Il legislatore dei primi anni '90, nella legge Amato (l. 30 luglio 1990, n. 218), si riferiva inizialmente a "enti conferenti", anche se nel discorso accademico e nel linguaggio comune, fino alle pronunce della Corte Costituzionale del 2003, si discorreva di fondazioni "bancarie"<sup>33</sup> *tout court*. La questione semantico-lessicale<sup>34</sup> circa la improprietà della definizione di "fondazioni bancarie" ha trovato spazio nella sentenza n. 300/2003 della Corte Costituzionale, ove si sottolinea che la legge Ciampi (d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153) ha sciolto il vincolo "genetico e funzionale" che inizialmente legava le fondazioni alla società bancaria con-

---

*zioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, 53 ss., con evidenziazione della necessità di evitare improprie sovrapposizioni tra Stato, organizzazioni private di utilità sociale e Mercato.

<sup>29</sup> R. COSTI, *L'ambiguo ruolo delle fondazioni bancarie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2012, 597: «Ambiguo è aggettivo non necessariamente negativo ... viene qui usato per indicare la pluralità di posizioni che caratterizzano lo status, il ruolo delle fondazioni e, quindi, la possibilità di una pluralità di ricostruzioni della loro natura e delle loro funzioni».

<sup>30</sup> E. GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadesse*, vol. 1, Torino, 2014, 294 ss.; S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, 133 ss. e 142 ss.

<sup>31</sup> Sull'ambito dell'autonomia statutaria e organizzativa delle fondazioni bancarie: A. ZOPPINI, *L'autonomia statutaria nelle fondazioni di origine bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, I, 399 ss.; S. FORTUNATO, *L'autonomia statutaria delle fondazioni bancarie*, in *La riforma legislativa sulla natura e sull'attività delle fondazioni bancarie*, a cura di G. RESTUCCIA, cit., 27 ss.

<sup>32</sup> L'art. 6, comma primo, consente di detenere partecipazioni di controllo solamente in enti e società che abbiano per oggetto esclusivo l'esercizio di imprese strumentali. Il comma quarto prevede che, a decorrere dall'entrata in vigore del decreto, «le fondazioni non possono acquisire nuove partecipazioni di controllo in società diverse da quelle di cui al comma 1 né conservare le partecipazioni di controllo già detenute nelle società stesse, fatta salva l'applicazione della disposizione della disposizione di cui all'art. 25», relativo al periodo transitorio fino al 31 dicembre 2005.

<sup>33</sup> G.B. PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, cit., 23 s., testo e nt. 2; A. SCOTTI, *La composizione degli organi di gestione nelle fondazioni di origine bancaria tra codice civile e disciplina speciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 227, nt. 2.

<sup>34</sup> A. BENESSIA, *Le fondazioni di origine bancaria fra etica e politica. Divagazioni in tema di "stakeholder value"*, cit., 403.

feritaria, tanto da risultare più appropriata la definizione di “fondazioni di origine bancaria”. Il legislatore del Codice del terzo settore (d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117: CTS) preferisce menzionarle, in maniera anodina, come “enti di cui al decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153” (art. 3, comma terzo, CTS) ovvero, nell’art. 62, comma primo, appunto, di fondazioni “di origine” bancaria (FOB)<sup>35</sup>: e in quest’ultimo modo esse preferiscono ora farsi chiamare, quasi che la banca sia solo origine del loro patrimonio. La distanza delle fondazioni dalla banca conferitaria necessariamente si accresce, in una direzione che punta verso il terzo settore<sup>36</sup>.

Terzo settore, nella definizione legislativa dell’art. 1, comma primo, secondo periodo, della legge-delega 6 giugno 2016, n. 106, è «il complesso degli enti privati costituiti per il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale e che, in attuazione del principio di sussidiarietà e in coerenza con i rispettivi statuti o atti costitutivi, promuovono e realizzano attività di interesse generale mediante forme di azione volontaria e gratuita o di mutualità o di produzione e scambio di beni e servizi». Non ne fanno parte, sempre in base alla legge-delega 106/2016, «le formazioni e le associazioni politiche, i sindacati, le associazioni professionali e di rappresentanza di categorie economiche». Più di recente, la sentenza della Corte Costituzionale n. 131/2020 ha qualificato gli enti del terzo settore (ETS) quali soggetti rappresentativi della “società solidale”, costituenti «sul territorio una rete capillare di vicinanza e solidarietà, sensibili in tempo reale alle esigenze che provengono dal tessuto sociale», in grado di produrre «effetti positivi, sia in termini di risparmio di risorse che di aumento della qualità dei servizi e delle prestazioni erogate a favore della “società del bisogno”»<sup>37</sup>.

Dalla lettura del Codice del terzo settore (e ancora prima, con assoluta chiarezza, dalla legge delega n. 106/2016<sup>38</sup> dall’art. 1, comma primo, quarto periodo, della legge-delega n. 106/2016: «Alle fondazioni bancarie, in quanto enti che concorrono al perseguimento delle finalità della presente legge, non si applicano le disposizioni contenute in essa e nei relativi decreti attuativi») emerge che le fondazioni bancarie non sono re-

<sup>35</sup> Nell’art. 62 CTS è regolata la contribuzione delle FOB al Fondo unico nazionale (FUN) per il finanziamento dei Centri di servizio per il volontariato (CSV): R. COSTI, *Le linee portanti dell’ordinamento del terzo settore*, in *An. giur. econom.*, 1/2018, 17; G. GUZZETTI, *Prefazione*, in *Fondazioni di origine bancaria – XXIII Rapporto annuale 2017*, 7 s. (reperibile in [www.acri.it](http://www.acri.it)); A. FICI, *La riforma del terzo settore e le fondazioni di origine bancaria*, *ibidem*, 348 ss.

<sup>36</sup> Sul rapporto tra fondazioni bancarie e terzo settore: S. GATTI, *Il terzo settore e le fondazioni di origine bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 17, il quale osservava che «le condizioni perché le fondazioni di origine bancaria possano entrare a pieno titolo nel mondo del non profit ci sono tutte: forma e struttura organizzativa; obiettivi e finalità istituzionali praticamente coincidenti; obbligo di non distribuire utili e vincolo al reimpiego per gli scopi statutari. In più, esse hanno il vantaggio di una spiccata autonomia finanziaria che consente loro di ridurre al minimo la dipendenza da contributi pubblici e privati»; F. BELLIF. MAZZINI, *Fondazioni bancarie*, in *Digesto*, 4. ed., *Disc. comm.*, Agg. I, Torino, 2000, 321; F. GRANDE STEVENS, *Fondazioni bancarie*, in *Enc. del diritto*, *Annali*, I, Milano, 2007, 614; G. RIGHETTI, *Le fondazioni di origine bancaria e le interazioni con il Terzo settore*, in *Non profit*, 2017, n. 2, 83 ss.

<sup>37</sup> Su tale pronuncia della Corte costituzionale e, più in generale, sui fondamenti di diritto costituzionale del terzo settore (pluralismo sociale: artt. 2, 18 e 20 Cost.; solidarietà: art. 2 Cost.; eguaglianza: art. 3 Cost.; obbligo di concorrere al progresso sociale: art. 4, comma secondo, Cost.; principio di sussidiarietà: art. 118, comma quarto, Cost.): P. CONSORTI-L. GORI-E. ROSSI, *Diritto del Terzo settore*, 2. ed., Bologna, 2021, 43 ss.

<sup>38</sup> Art. 1, comma primo, quarto periodo, della legge-delega n. 106/2016: «Alle fondazioni bancarie, in quanto enti che concorrono al perseguimento delle finalità della presente legge, non si applicano le disposizioni contenute in essa e nei relativi decreti attuativi».

golate da quel codice<sup>39</sup>, bensì dalla loro legge speciale (d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153) e, in via integrativa, dalle norme generali del codice civile, cui rimanda l'art. 29 d.lgs. n. 153/1999 (restando in dubbio se e in che misura trovino applicazione soltanto le norme del libro I<sup>40</sup> o anche altre norme del libro V<sup>41</sup>).

La specialità della disciplina delle fondazioni bancarie è risultata ben presente anche al legislatore della riforma societaria del 2003, allorché si trattò di precisare (art. 223-*octies*, secondo comma, disp. att. c.c.) che le regole generali sulla trasformazione eterogenea, in allora introdotte anche per le fondazioni regolate dal Libro I del Codice civile, non trovavano applicazione, appunto, per le fondazioni bancarie<sup>42</sup>.

È una circostanza fortunata che la specialità delle fondazioni bancarie abbia escluso che esse venissero attratte nell'ampia nozione di enti filantropici<sup>43</sup> che il Codice del terzo settore prevede e disciplina. Il ruolo delle fondazioni bancarie sarebbe stato troppo compresso da una disciplina che cerca di delineare un modello nuovo di ente, attorno a una nozione di "bene comune" che va perseguito mediante il rafforzamento delle relazioni sociali, e che, di suo, si attaglierebbe allo scopo e alle finalità ultime delle fondazioni, bancarie o di origine bancaria, coerentemente alle indicazioni che si ricavano dalle sentenze della Corte costituzionale. La compressione sarebbe però derivata dal fatto che il modello di ente del terzo settore (ETS) che risulta dalla nuova legislazione positiva, oltre a emergere da un sistema di fonti articolato e complesso<sup>44</sup>, non risulta del tutto chiaro nei suoi profili di disciplina (esemplari, al riguardo, le confusioni relative al regime di pubblicità<sup>45</sup>, tra

<sup>39</sup> C. GRANELLI, *Impresa e terzo settore: un rapporto controverso*, in *Jus civile*, 2018, 716, precisa che alle fondazioni bancarie la qualifica di enti del terzo settore (ETS) è inattuabile *ex lege*: art. 3, comma terzo, CTS.

<sup>40</sup> Sulla portata del richiamo dell'art. 29 d.lgs. n. 153/1999 all'art. 12 ss. e 2501 ss. c.c.: E. DEL PRATO, *Fondazioni bancarie e categorie civilistiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, ora in ID., *L'ente privato come atto*, Torino, 2015, (da cui si cita), 119 ss.

<sup>41</sup> Di recente la questione dell'integrazione delle norme sulla *governance* con quelle dettate nel sistema del diritto societario è emersa nel dibattito che ha fatto seguito al caso deciso da Trib. Napoli, 5 febbraio 2018, in *Giur. comm.*, 2018, II, con nt. di E. PUPO, *La mancata ratifica della designazione come componente dell'organo di indirizzo di fondazione bancaria*, 1061 ss.; A. SCOTTI, *La composizione degli organi di gestione nelle fondazioni di origine bancaria tra codice civile e disciplina speciale*, cit., 249 ss.

<sup>42</sup> Per i lavori legislativi sul punto: *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI-F. AULETTA-G. LO CASCIO-U. TOMBARI-A. ZOPPINI, Milano, 2006, *Assemblea della Commissione plenaria*, 10 settembre 2002, 1925 ss. e 1935.

<sup>43</sup> Sulla categoria degli enti filantropici, regolati dalla disciplina generale degli enti del terzo settore (ETS), cui si aggiungono le scarse norme degli artt. 37-39 CTS: A. FICI, *Le fondazioni filantropiche nella riforma del terzo settore*, in [https://centridiricerca.unicatt.it/crc-Fici\\_Irpar\\_marzo\\_2018.pdf](https://centridiricerca.unicatt.it/crc-Fici_Irpar_marzo_2018.pdf) (ultima consultazione del 4 dicembre 2021); A. BUSACCA, *Enti filantropici come enti del terzo settore*, in *Il Terzo settore e la Stella del no profit*, cit., 339 ss.; C. GHIONNI, *Enti filantropici e attività d'impresa*, in *Il Terzo settore. Profili critici della riforma*, a cura di D. DI SABATO-O. NOCERINO, Napoli, 2019, 107 ss.

<sup>44</sup> Il meritorio tentativo di non obliterare le specificità delle figure preesistenti ha tuttavia condotto il legislatore del CTS a produrre una disciplina "organica" di certo non così completa, coerente e chiara da rendere superflua un'attenta e difficile opera di interpretazione (cfr. C. GRANELLI, *Impresa e terzo settore: un rapporto controverso*, cit., 735, il quale segnala la speciale complessità delle fonti di disciplina delle cooperative sociali, secondo la ricostruzione di E. CUSA, *Le cooperative sociali come imprese sociali di diritto*, p. 5, Studio n. 205/2018/I approvato dalla Commissione studi di impresa del Consiglio Nazionale del Notariato, reperibile in [www.notariato.it](http://www.notariato.it)).

<sup>45</sup> Segnala l'incertezza circa la ricorrenza dell'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese: G. MARRASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità, forme organizzative e pubblicità*, (già in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2018, e ora in ID., *Imprese sociali, altri enti del terzo settore, società benefit*, Torino, 2019, (da cui si cita), 50 ss., il quale, criticando il riferimento del codice del terzo settore all'"esercizio dell'attività esclusivamente o principalmente in forma di impresa commerciale",

registro unico del terzo settore e registro delle imprese<sup>46</sup>).

La possibilità che lo svolgimento dell'attività, da parte degli ETS, possa avvenire, a seconda delle qualifiche soggettive, in forme erogative ovvero di impresa<sup>47</sup>, disegna una realtà fortemente ibridata, in linea generale e per tutti gli ETS, con istituti tipici propri dell'esercizio dell'impresa<sup>48</sup>, soggetta al controllo esterno dell'autorità giudiziaria (ad es. con il procedimento *ex art. 2409 c.c.*, attivabile anche su richiesta del pubblico ministero, *ex art. 29 CTS*<sup>49</sup>). Di contro, l'attività delle fondazioni bancarie, come ci si propone di illustrare nel seguito, si svolge in un ambito tendenzialmente estraneo all'attività di impresa.

---

reputa che si sia determinata, per gli ETS diversi dalle imprese sociali, l'incertezza circa la sussistenza dell'obbligo di iscrizione nel caso di fruizione delle disposizioni fiscali agevolative. *Ivi* si osserva (p. 57) che «è certo che a causa dell'anodina descrizione della fattispecie che funge da presupposto dell'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese, si intende comunque introdurre una deroga alla regola generale secondo cui l'obbligo di iscrizione deve gravare su tutte le imprese; né la deroga può essere giustificata dalla circostanza che essa riguarda gli ETS, cioè enti ... meritevoli di un trattamento fiscale di favore. Se l'ETS svolge un'attività qualificabile come imprenditoriale ai sensi della disciplina privatistica (art. 2082, c.c.) dovrebbe ... essere soggetto all'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese a prescindere dalla circostanza che esso sia meritevole di una disciplina premiale sotto il profilo fiscale».

<sup>46</sup> C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 627 ss., sottolinea che, con la previsione dell'acquisto della personalità giuridica mediante l'iscrizione nel registro unico nazionale del terzo settore, ai sensi dell'art. 22 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, il legislatore non si è avveduto che, duplicando i modi di riconoscimento (nel senso che gli enti del terzo settore hanno a disposizione sia il procedimento speciale ad essi riservato, sia il procedimento generale, secondo le regole preesistenti che non sono state toccate), «ha costretto a ricollegare all'iscrizione nel registro unico (non solo la tradizionale funzione di identificare i beneficiari delle discipline speciali di agevolazione, ma anche) l'efficacia dichiarativa» con il risultato di duplicare i sistemi pubblicitari, senza minimamente porsi il problema del loro coordinamento. Dato che sia gli artt. 19 e 52 d.lgs. n. 117/2017, sia l'art. 2193 c.c. richiamano i meccanismi propri della pubblicità dichiarativa, ogni atto da pubblicizzare mediante l'iscrizione dovrà essere iscritto in più registri, per potere essere opposto ai terzi, e diventa più gravosa la posizione degli enti regolati dal codice del terzo settore, che dovranno esperire tutti gli adempimenti, per potere conseguire l'opponibilità soltanto alla data dell'ultimo adempimento.

<sup>47</sup> Coglie dalla riforma del terzo settore un non trascurabile incentivo a che le attività di interesse generale svolte con modalità imprenditoriale assumano la veste dell'impresa sociale e quindi si assoggettino alla disciplina del d.lgs. 3 luglio 2017 n. 112 (c.d. revisione della disciplina in materia di impresa sociale): A. CETRA, *Enti del terzo settore e attività di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 677 s.; ID., *L'impresa sociale nella riforma del terzo settore*, (dattiloscritto in corso di pubblicazione, letto per la cortesia dell'autore), con particolare riferimento al rischio che un ente di terzo settore "atipico" che adotti una modalità operativa economica, anziché erogativa, *senza essere impresa sociale*, possa vedersi riqualficato ai fini fiscali come ente commerciale, ove lo scarto tra ricavi e costi superi il 5%.

<sup>48</sup> Per una critica alla tecnica normativa «basata sul trapianto indiscriminato, all'interno dei sistemi di amministrazione di enti e figure soggettive a scopo altruistico, di pezzi di un modello di governo originariamente pensato ed elaborato dal legislatore – non solo nazionale ma anche comunitario – nella prospettiva di un fine essenzialmente capitalistico-produttivo»: M. TOLA, *La governance degli enti del terzo settore e i sistemi multistakeholders*, in *Riv. soc.*, 2019, 394. L'A., sottolineata la differenza tra principio di eguaglianza, cui sono improntate le associazioni del libro I del codice civile, e principio di parità di trattamento, proprio delle società di capitali, esprime perplessità sull'innesto, in enti a base democratica, di istituti e momenti di disciplina dei sistemi di amministrazione e controllo pensati per enti a carattere plutocratico.

<sup>49</sup> R. DABORMIDA, *La riforma del terzo settore*, Milano, 2017, 36, critica l'estensione dell'art. 2409 c.c. agli ETS nella versione prevista per le s.p.a., anziché in quella delle società cooperative; A. BENOCCI, *Controllo giudiziario sulla gestione e forme collettive di esercizio dell'impresa*, Milano, 2019, 379, nt. 103, dà conto del rilievo del Consiglio di Stato, in sede consultiva, sulla inopportunità della previsione della legittimazione attiva del p.m.; sulla complessa valenza ideologica dell'istituto previsto dall'art. 2409: M. LIBERTINI, *Commento all'art. 2409 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, vol. II, t. II, Padova, 2011, 270 ss.; C. MONTAGNANI, *Dialogando sulla valenza ideologica del controllo giudiziario*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, t. I, Milano, 2015, 493 ss.

Sempre nel testo del codice del terzo settore<sup>50</sup> si legge, come esclusiva ulteriore menzione, che le fondazioni “di origine bancaria” contribuiscono a un fondo unico nazionale per il volontariato che serve al finanziamento dei centri di servizio per il volontariato, e che in ragione di ciò la loro organizzazione rappresentativa (l’Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa: ACRI) nomina alcuni dei componenti dell’ONC (organismo nazionale di controllo)<sup>51</sup> che vigila sui centri regionali.

Questi due scarni dati (estraneità al terzo settore, da un lato; sostegno economico alle realtà che operano nello stesso) fotografano la relazione tra le fondazioni bancarie e il terzo settore: non ne fanno parte, ma lo sostengono.

Trent’anni di storia delle fondazioni bancarie<sup>52</sup> consentono di cogliere le modalità nelle quali concretamente si è per lo più svolta, nell’ampio ventaglio delle soluzioni astrattamente possibili, l’attività di perseguimento del “bene comune”. Queste fondazioni rappresentano il laboratorio giuridico ove porre a paragone la teoria della funzione sociale della proprietà, in quanto esse si qualificano come titolari di un patrimonio destinato a scopi di utilità sociale e alla promozione dello sviluppo economico (art. 2, comma primo, secondo periodo, d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153). Le modalità con cui le finalità vengono perseguite sono di due tipi<sup>53</sup>: la fondazione bancaria può essere operativa, ove ponga in essere imprese strumentali<sup>54</sup>, ovvero erogatrice<sup>55</sup>.

3. *L’attività e il perseguimento degli scopi delle fondazioni bancarie entro i limiti della loro disciplina speciale.* – Le fondazioni bancarie sono persone giuridiche private senza fine di lucro (art. 2, comma primo, primo periodo, d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153), caratteristica che le pone all’interno della vasta area delle organizzazioni che non perseguono finalità di arricchimento dei propri partecipanti. In quanto titolari di un patrimonio, devono operare nel rispetto dei principi di economicità della gestione (art. 3, comma primo, secondo periodo, d.lgs. n. 153/99)<sup>56</sup>. La formula va intesa nel senso che

<sup>50</sup> In particolare, dal combinato disposto dell’art. 3, comma terzo, CTS («*Salvo quanto previsto dal Capo II del Titolo VIII, le disposizioni del presente Codice non si applicano agli enti di cui al decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153*») e dal richiamato Capo intitolato ai Centri di Servizio per il Volontariato (CSV): artt. 61-66 CTS.

<sup>51</sup> L’Organismo Nazionale di Controllo è una fondazione di diritto privato (costituita con decreto 19 gennaio 2018 del Ministero del lavoro e delle politiche sociali: d.m. n. 6/2018, pubblicato in G.U. n. 104 del 7 maggio 2018), soggetto alla vigilanza del Ministero del lavoro. Il suo Consiglio di Amministrazione è composto di 13 membri, dei quali 7 componenti, di cui uno con funzione di Presidente, sono designati “dall’associazione delle FOB maggiormente rappresentativa sul territorio nazionale in ragione del numero di FOB ad essa aderenti” (art. 7 Statuto ONC).

<sup>52</sup> F. DE BORTOLI, *Fondazioni bancarie, 30 anni nelle comunità*, in *Corriere della Sera* del 30 novembre 2021.

<sup>53</sup> In questo modo si reputa debba essere sciolta la formula enfatica “tutte le modalità consentite dalla loro natura giuridica”, di cui all’art. 3, comma primo, primo periodo, d.lgs. n. 153/99.

<sup>54</sup> Direttamente strumentali ai fini statutari, soltanto nei settori rilevanti: art. 3, comma primo, terzo periodo, d.lgs. n. 153/99.

<sup>55</sup> Sulle erogazioni delle fondazioni bancarie: A. SAU, *Le erogazioni liberali delle fondazioni bancarie: definizione, tipologia e regime giuridico*, in *Aedon*, 2011.

<sup>56</sup> Sottolineano che l’economicità, se è essenziale all’impresa, non è esclusiva di essa, potendo ravvisarsi anche nell’attività di godimento: G. OPPO, *Le fondazioni (ex) bancarie: una strana vicenda legislativa*, in *Le «fondazioni» bancarie. Dalla legge n. 218/90 al d.lgs. n. 153/99*, a cura di S. AMOROSINO-F. CAPRIGLIONE, Padova, 1999, e in *ID.*, *Scritti giuridici*, vol. VI, Padova, 2000, (da cui si cita), 588; G. MUCCIA-

il patrimonio della fondazione deve essere conservato<sup>57</sup> e questa attività connota le fondazioni bancarie come investitori di lunghissimo periodo<sup>58</sup>. A differenza dei fondi di investimento, che hanno un programma di investimento con una durata predeterminata nel tempo, la fondazione bancaria può continuare ad esistere e mantenere il proprio patrimonio investito sinché vi sia rispetto del principio di economicità: vale a dire, sino a quando il patrimonio non sia perduto, o ridotto al punto di impedire qualsiasi funzione di utilità sociale (ipotesi in cui il costo del suo funzionamento non sia coperto dai frutti della gestione). A differenza dei fondi pensione, le fondazioni bancarie non possono immaginare una gestione di nuovi apporti, che – ove intervengano – sono assolutamente casuali. Di per sé, le fondazioni bancarie non rientrano tra le organizzazioni che sollecitano donazioni al pubblico, come altre organizzazioni che promuovono specifici programmi di beneficenza e si rendono collettori di donazioni ricevute dal pubblico.

Nello svolgimento di un'attività di impresa da parte di un'organizzazione societaria vigono la regola della definizione statutaria nell'ambito nell'oggetto sociale e quella della libertà di programmazione dei modi, senza costrizioni esterne sul soggetto, con un ambito di discrezionalità dell'organo amministrativo che viene individuato con la formula della "business judgment rule"<sup>59</sup>. Nel caso particolare delle fondazioni bancarie, l'ambito statutario di attività è fissato in termini molto generali, ma sussiste un vincolo legale quanto ai modi di raggiungimento degli scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico. Il vincolo limita fortemente l'imputazione alle stesse di un'attività di impresa, così come la partecipazione di controllo a società che esercitano attività di impresa, escludendolo, nell'uno e nell'altro caso (titolarità dell'impresa; partecipazione di controllo nella società titolare dell'impresa), ove l'impresa stessa non sia "direttamente" strumentale agli scopi statutari; in ogni caso, l'eventuale impresa "strumentale" può operare soltanto nei settori rilevanti<sup>60</sup> e senza perseguire finalità lu-

---

RELLI, *Attività e impresa nelle fondazioni bancarie*, cit., 109, nt. 150; reputa invece scarsamente rilevante, nel contesto della disciplina delle FOB, la norma in parola sulla economicità di gestione: B. LIBONATI, *Ai margini della teoria dell'impresa: la «impresa strumentale» della fondazione bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, ora in *Scritti giuridici*, vol. I, Milano, 2013, (da cui si cita), 376.

<sup>57</sup> G. MUCCIARELLI, *Attività e impresa nelle fondazioni bancarie*, cit., 114.

<sup>58</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Le fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo*, cit., 392, osserva che si deve prendere atto della «compresenza, nella fondazione bancaria, di due anime: quella rivolta all'investimento nel sociale, che ne definisce gli scopi istituzionali e alla quale sono destinati i redditi che derivano dalla gestione patrimoniale, e quella rivolta agli strumenti finanziari cui è essenzialmente dedicata la gestione del patrimonio, in funzione strumentale al perseguimento dei fini istituzionali dell'ente».

<sup>59</sup> Ambito che non si estende, tuttavia, alla tematica dei profili di sostenibilità dell'impresa, pur se resta affidato a un criterio «elastico, modulare, insuscettibile di schemi rigidi, retto dal principio di proporzionalità, valutabile in termini di *ragionevolezza economica, adeguatezza istruttoria e trasparenza informativa*»: P. MONTALENTI, *La società per azioni dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, t. II, Torino, 2021, 686; A. CETRA, *Impresa sociale vs. impresa socialmente responsabile: prove di avvicinamento tra terzo e secondo settore*, in *Oltre la pandemia*, a cura di G. PALMIERI, I, Napoli, 2020, 243 ss.; sul rapporto tra pianificazione strategica e successo sostenibile: A. CETRA-P. CUOMO, *«Responsabilità sociale» e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo codice di corporate governance*, in *Studi per Di Cataldo*, cit., vol. II, t. I, 178 ss.

<sup>60</sup> I settori rilevanti, secondo l'art. 1, comma primo, lett. d), d.lgs. n. 153/1999, nel testo originario, erano: «ricerca scientifica, istruzione, arte, conservazione e valorizzazione dei beni e delle attività culturali e dei beni ambientali, sanità, assistenza alle categorie sociali deboli». Oggi "settori rilevanti" sono i "settori ammessi", scelti, ogni tre anni, dalla fondazione, in numero non superiore a cinque, tra i settori ammessi

crative<sup>61</sup>. Le difficoltà poste dalla figura dell'impresa strumentale<sup>62</sup>, nei trent'anni di vita delle fondazioni bancarie, hanno escluso la trasformazione di queste ultime in soggetti specializzati: tanto più che l'attività di impresa, per sua natura, difficilmente si lascia circoscrivere entro limiti e modalità costrittive, quali quelli configurati dalla "diretta strumentalità"<sup>63</sup>.

Il peculiare ruolo e rilievo delle fondazioni nell'economia nazionale, sia dal lato della gestione degli attivi, sia per la natura di carattere esclusivamente finanziario dei suddetti attivi, giustifica la specialità della sottoposizione alla vigilanza centrale del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF)<sup>64</sup>. Se la fondazione bancaria è proclamata, nella disciplina legale vigente, come "soggetto di diritto privato dotato di autonomia statutaria", la sua vigilanza è totalmente estranea alle previsioni dell'art. 25 c.c.<sup>65</sup>: essa spetta al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ed è abbastanza lieve (per certi versi, addirittura concertata: v. protocollo di intesa ACRI-MEF<sup>66</sup>) in

---

elencati nell'art. 1, comma primo, lett. *c-bis*), d.lgs. n. 153/1999: «1) Famiglia e valori connessi; crescita e formazione giovanile; educazione, istruzione e formazione, incluso l'acquisto di prodotti editoriali per la scuola; volontariato, filantropia e beneficenza; religione e sviluppo spirituale; assistenza agli anziani; diritti civili; 2) prevenzione della criminalità e sicurezza pubblica; sicurezza alimentare e agricoltura di qualità; sviluppo locale ed edilizia popolare locale; protezione dei consumatori; protezione civile; salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa; attività sportiva; prevenzione e recupero delle tossicodipendenze; patologie e disturbi psichici e mentali; 3) ricerca scientifica e tecnologica; protezione e qualità ambientale; 4) arte, attività e beni culturali». Sul rapporto tra autonomia statutaria, scelta dei settori e rapporti con l'autorità di vigilanza, v. anche l'art. 2 d.m. 18 maggio 2004, n. 150.

<sup>61</sup> U. TOMBARI, *L'attività di direzione e coordinamento nelle fondazioni di origine bancaria*, in *Le fondazioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, cit., 186; l'alternativa dello sviluppo dell'attività di impresa delle fondazioni bancarie per il tramite di imprese strumentali partecipate, non vincolate a non perseguire lo scopo di lucro, è considerata da A. FUSARO-G. VIOTTI, *La natura giuridica delle fondazioni bancarie*, in *Le fondazioni bancarie*, a cura di G. PONZANELLI, Torino, 2005, 108, i quali enunciano la possibilità che il lucro oggettivo, data la strumentalità dell'impresa alle finalità erogative, consista in un risparmio di spesa, concretamente misurabile come "dividendo in natura" ed emergente dal Documento Programmatico da trasmettere all'Autorità di Vigilanza. Tale risparmio di spesa consentirebbe alla fondazione bancaria di ridurre corrispondentemente le proprie erogazioni nel settore considerato. Isolata è rimasta la tesi (A. CASTIELLO D'ANTONIO, *Gli enti e le società esercenti attività strumentali*, in *La riforma legislativa sulla natura e sull'attività delle fondazioni bancarie*, a cura di G. RESTUCCIA, cit., 146 s.) che ravvisa nell'impresa strumentale di fondazione bancaria una impresa civile, in quanto ausiliaria di un'attività giuridicamente non commerciale.

<sup>62</sup> P. FERRO-LUZZI, *Imprese strumentali – Profili di sistema*, in *Le imprese strumentali delle fondazioni di origine bancaria*, a cura di M.A. STEFANELLI, Milano, 2005, 81 s., osserva che «ciò che legittima l'intervento, l'agire di una Fondazione conferitaria con un'impresa strumentale ... al tempo stesso condiziona e limita questa modalità di azione; e ciò che sotto altro, ma coerente aspetto la caratterizza, sia la circostanza che sul "mercato" nel quale le imprese operano, producono e scambiano beni e servizi in sé suscettibili di produzione in forma di impresa, e quindi di valutazione economica, non siano offerti, ovvero siano offerti in quantità insufficiente, od anche siano offerti ad un prezzo che ne limiti la diffusione ... La Fondazione, che agisce con un capitale a costo zero ... può, anzi deve ... valutare se sia più ... efficiente erogare perché altri producano ... il bene o servizio, oppure essa stessa produrre in forma di impresa i beni o servizi la cui esistenza e diffusione nel settore ammesso e scelto ... realizza il suo scopo di utilità sociale».

<sup>63</sup> Sull'inesistenza di un'autonomia senza vincoli nella scelta della organizzazione a impresa: A. POLICE, *Fondazioni bancarie, imprese strumentali e diritto amministrativo*, in *Aedon*, 2009, 14 ss.

<sup>64</sup> Sul dibattito intorno alla opportunità di mandare al MEF la vigilanza sulle fondazioni bancarie: C. GRIPPA, *Sulla «sana e prudente gestione» delle fondazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 578 ss.; R. COSTI, *L'ambiguo ruolo delle fondazioni bancarie*, cit., 598 ss.

<sup>65</sup> M. TAMPONI, *Persone giuridiche*, cit., sub art. 11, 31.

<sup>66</sup> Sul protocollo di intesa tra ACRI e MEF sottoscritto il 22 aprile 2015: M. CLARICH, *L'autonomia delle fondazioni di origine bancaria e vigilanza statale dopo il Protocollo d'intesa ACRI/MEF*, in *Le fonda-*



raffronto con la vigilanza sui soggetti privati che svolgono attività di impresa finanziaria. Ciò si spiega in ragione della marginalità delle ipotesi in cui la fondazione svolge direttamente o dirige, per il tramite di partecipata, un'attività di impresa.

Né paiono condivisibili recenti proposte di ricondurre le fondazioni bancarie al controllo della Corte dei conti<sup>67</sup>, quasi che lo sfumare dei confini tra pubblico e privato consenta di qualificare un patrimonio come “pubblico” perché sorto da un'attività – quella bancaria – che ha sì rilievo pubblicistico ex art. 47 Cost., ma è pur sempre attività privatistica. Così come privatistica è l'attività di utilità sociale odierna delle fondazioni bancarie. Né il fatto che le fondazioni bancarie siano espressioni della “comunità sociale” di riferimento ne connota il carattere di espressione dello “Stato-comunità” come pubblicistico: l'argomento proverebbe troppo, perché allora anche le attività di terzo settore in senso stretto dovrebbero ritenersi attratte all'area pubblicistica<sup>68</sup>.

La costrizione che, in ragione della vigilanza e dei limiti normativi legali, grava sull'operare delle fondazioni bancarie va inquadrata nell'ambito dei limiti costituzionali al diritto di proprietà: la funzione sociale della proprietà, che la Costituzione riconosce nell'art. 42 e che è stata spesso intesa in termini di esclusione del contrasto con i fini sociali, trova nelle fondazioni bancarie una declinazione creativa in positivo che è del tutto originale, quanto allo strumento giuridico utilizzato, ma coerente con una visione politico-sociale con radici lontane. Alle fondazioni è interdetta qualsiasi forma<sup>69</sup> di «finanziamento, di erogazione o, comunque, di sovvenzione, diretti o indiretti, ad enti con fini di lucro o in favore di imprese di qualsiasi natura, con eccezione delle imprese strumentali, delle cooperative che operano nel settore dello spettacolo, dell'informazione e del tempo libero, delle imprese sociali e delle cooperative sociali di cui alla legge 8 novembre 1991, n. 381, e successive modificazioni» (art. 3, comma secondo). In negativo, la ridetta formula esclude dalla fruizione dei frutti tutto l'ambito delle ini-

---

*zioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, a cura di G. SALA-G. MERUZZI, Bologna, 2016, 37 ss.; F. VELLA, *Il Protocollo d'intesa ACRI/MEF e la nuova governance delle fondazioni bancarie*, *ibidem*, 113 ss.; G. MERUZZI, *Adeguatezza della struttura organizzativa e corretta amministrazione delle fondazioni di origine bancaria nel Protocollo ACRI/MEF*, *ibidem*, 129 ss.; F. RIGANTI, *Brevi note sulle fondazioni di origine bancaria a seguito del protocollo di intesa Mef/Acri del 22 aprile 2015*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2016, 167 ss.; D. IAGNELMA, *La vigilanza e il processo di autoriforma delle Fondazioni di origine bancaria*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2018, 1211 ss.

<sup>67</sup> F. FIMMANÒ-G. GRÜNER, *Fondazioni di origine bancaria e controllo della Corte dei conti*, in *Rivista della Corte dei conti*, 2020, 9 ss., i quali ravvisano nelle fondazioni di origine bancaria un corpo intermedio che fa parte dello Stato-comunità e che, in quanto tale, eserciterebbe un “pezzo di sovranità” (p. 19). Gli stessi autori argomentano dalla formazione del patrimonio in conseguenza del pregresso esercizio dell'attività bancaria, di rilievo pubblicistico. L'argomento appare in contrasto con la natura di impresa dell'attività bancaria e prova troppo, in quanto il sicuro rilievo pubblicistico dell'attività bancaria, particolarmente accentuato nel vigore della legge bancaria del 1936-1938, non ne muta la natura.

<sup>68</sup> Ricordava G. PASTORI, *Le fondazioni bancarie: aspetti istituzionali, assetto organizzativo e controlli*, cit., 497, che se l'idea tradizionale tipica dell'ordinamento amministrativo precedente la vigente Costituzione (e che ha giustificato per il passato la pubblicizzazione delle Casse) era che ogni ente che avesse finalità sociali di interesse pubblico doveva assumere la veste di ente pubblico dipendente dallo Stato, alla stregua dei principi costituzionali è vero il contrario: si possono perseguire finalità sociali o di interesse pubblico senza che ciò comporti la pubblicizzazione dei soggetti che le perseguono, quando questi abbiano in sé i requisiti e la sostanza di soggetti privati. Anzi, le norme fondamentali della Costituzione incoraggiano la creazione di enti privati preposti a finalità sociali.

<sup>69</sup> Sul concetto di “finanziamento” nella successiva formulazione: G.B. PORTALE, *Fondazioni «bancarie» e diritto societario*, cit., 29 ss., che esclude i versamenti in conto futuro aumento di capitale, i versamenti in conto capitale e i versamenti a fondo perduto, da considerarsi alla stregua di conferimenti atipici.

ziative economiche che operano nel mercato con una finalità di profitto. Restano due ampi settori: quello pubblico e il terzo settore, come ambiti nei quali possono essere legittimamente perseguite le finalità di utilità sociale e di sviluppo economico.

Le fondazioni bancarie, nell'ampio spazio occupato dalle fondazioni tra erogative e operative, appartengono principalmente al modello "erogativo"<sup>70</sup>. Esse devono mantenere il proprio patrimonio investito secondo logiche conservative di lungo termine e utilizzare i frutti dell'investimento per erogazioni, esclusivamente in favore di soggetti pubblici o privi di scopo di lucro.

La scelta storica del legislatore verso un modello di fondazione "non operativa", se per un verso è stata perfettamente idonea a escludere possibili tentazioni verso un'operatività che implicasse commistioni con l'impresa lucrativa e con quella originaria di carattere finanziario, dell'azienda conferita negli anni Novanta, dall'altro ha compresso la spinta della fondazione bancaria a farsi innovatrice nell'ambito della utilità sociale della comunità di riferimento. Non potendo svolgere agevolmente attività di impresa, se non in ambito del tutto circoscritto, la fondazione bancaria ha dovuto disegnare dei percorsi indiretti<sup>71</sup> per conseguire i risultati di trasformazione sociale cui ambisce.

Il rilievo del terzo settore per le fondazioni bancarie è centrale per quanto concerne il lato dell'utilizzo dei frutti del patrimonio delle fondazioni bancarie. La funzione delle fondazioni, nell'ambito loro proprio di attività erogativa, si è sviluppata storicamente in una serie di sperimentazioni<sup>72</sup> che lasciano delineare un concreto ruolo di "catalizzatore" delle reazioni di trasformazione che si auspicano per un sano sviluppo del terzo settore<sup>73</sup>.

4. *Fondazioni bancarie e "comunità": la responsabilità sociale della proprietà privata nell'attività erogativa delle fondazioni bancarie.* – Le 86 fondazioni di origine bancaria esistenti in Italia<sup>74</sup> costituiscono un insieme chiuso di enti. Esse si qualificano per la loro origine storica e non è possibile costituirne di nuove. Cionondimeno, la loro importanza non può essere sminuita, anche sotto il profilo della ricerca della sostenibilità<sup>75</sup>. La

<sup>70</sup> Sui rischi della attività operativa e le ragioni per cui l'analisi economica induce a optare per il modello *grant making*: A. ZOPPINI, *Grant making vs. operating*, in *Le fondazioni bancarie. Un patrimonio alla ricerca di uno scopo*, a cura di C. BORZAGA-F. CAFAGGI, Catanzaro-Roma, 1999, 199 s.

<sup>71</sup> Sui problemi relativi all'imputazione dell'attività nella programmazione di un contesto di rete cooperativa, si consenta il rinvio a V. DE STASIO-L. VASQUES, *Il contratto di rete e la disciplina antitrust*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, cit., vol. 1, 10 ss.

<sup>72</sup> Un catalogo significativo è delineato in A. GRECO-U. TOMBARI, *Fondazioni 3.0. – Da banchieri a motori di un nuovo sviluppo*, Firenze-Milano, 2020, 36 ss.

<sup>73</sup> S. GATTI, *Il terzo settore e le fondazioni di origine bancaria*, cit., 21: «Perché le fondazioni dimostrino di meritare i ruoli di organismi di promozione delle attività senza fini di lucro nelle aree di intervento di competenza, e di diffusori di una cultura orientata alla solidarietà ed alla realizzazione di opere di elevata qualità e valenza sociale, occorre, altresì, che esse introducano dei sistemi capaci di misurare l'efficacia degli interventi a livello di impatto sulla società e sul territorio, ed in grado di supportare l'individuazione dei criteri di selezione delle iniziative e dei soggetti da finanziare».

<sup>74</sup> Cfr. *Fondazioni di origine bancaria – XXV Rapporto annuale 2020*, cit., 26 e 86 ss. Il numero complessivo delle fondazioni, inizialmente 88, è sceso a 86 nel 2019 a seguito dell'incorporazione della Fondazione Cassa di Risparmio di Bra da parte della Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo e dell'incorporazione della Fondazione Chieti Abruzzo Molise da parte della Fondazione Banco di Napoli.

<sup>75</sup> Il ruolo degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (*Sustainable development goals*, contenuti nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile, adottata con la Risoluzione n. 70/1 dell'Assemblea

responsabilità che, in un'ottica costituzionale, consegue alla titolarità del patrimonio fondazionale, la cui formazione rimonta all'esercizio di un'attività economicamente rilevante e costituzionalmente tutelata come quella del credito (art. 47 Cost.), rende conto delle peculiari limitazioni all'esercizio dell'attività delle fondazioni bancarie. Anzi, a bene vedere, ne conforma l'attività secondo moduli peculiari di responsabilità sociale, in aderenza a un modello di sviluppo, in primo luogo del terzo settore ma anche degli enti pubblici del territorio, che costituisce, in base all'esperienza delle più grandi tra le fondazioni bancarie italiane, una manifestazione del ruolo di soggetti che puntano allo sviluppo dell'innovazione e della crescita di lungo periodo nella comunità sociale di riferimento.

Il modello di azione delle fondazioni bancarie si coglie nella tendenza delle fondazioni stesse a fare e realizzare reti di coordinamento, con enti del terzo settore, con altre fondazioni, bancarie e non, con gli enti pubblici del territorio di riferimento, per realizzare specifici progetti che si ispirano a obiettivi di sostenibilità sociale. La meritevolezza del progetto presentato può essere accresciuta dal coinvolgimento di più soggetti e dal reciproco controllo che tende a innervare le strutture in forma di una rete, o di una rete di reti, e quindi nei termini più ampi di comunità<sup>76</sup>.

La parola "comunità" compare come un concetto chiave nell'elaborazione dell'attività delle fondazioni bancarie maggiori<sup>77</sup>: la costruzione nel ruolo di "non protagonista" dell'attività che realizza l'utilità sociale si è rivelata, nel tempo, la più congeniale a un ruolo effettivamente incisivo nella realtà sociale, volto alla realizzazione di "comunità" che ruotano intorno a valori comuni, indirizzate dunque nell'azione nella medesima direzione. Non è necessario scomodare il diritto pubblico e i poteri sovrani, per spiegare le molteplici limitazioni che si è inteso porre all'autonomia privata delle fondazioni bancarie. È stato recentemente sottolineato<sup>78</sup> che nel contesto costituzionale «i valori economici sono sempre subordinati e strumentali a valori sociali di più ampia portata» e che nell'identificare le finalità sociali che condizionano le libertà di cui agli artt. 41 e 42 Cost. gioca un ruolo decisivo il processo di trasformazione sociale men-

---

generale delle Nazioni Unite del 25 settembre 2015: M.C. CATADELLA, *Il sostegno del legislatore internazionale e nazionale allo sviluppo sostenibile*, in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. MASSA, Torino, 2019, 41 ss.; G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità nel diritto internazionale*, Milano, 2020, 337 ss.; U. VILLANI, *Sul "principio" dello sviluppo sostenibile*, in *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. CATERINO-I. INGRAVALLO, Lecce, 2020, 389 ss.) è individuato come chiave di lettura dei bisogni filantropici nella prassi più recente delle fondazioni bancarie: cfr. la pagina di apertura della Compagnia di San Paolo (<https://www.compagniadisanpaolo.it/it/le-nostre-sfide/per-il-bene-comune/>; consultazione del 3 dicembre 2021).

<sup>76</sup> Secondo P.L. SCANDIZZO, *La natura giuridica delle fondazioni bancarie*, in *Banca, impr., soc.*, 2003, 300, le fondazioni bancarie «hanno il compito di organizzare l'azione della società civile in modo da sollecitare e coordinare i contributi dei singoli, evitando, allo stesso tempo, l'opportunismo. Per questa ragione la loro azione, che deve essere in gran parte basata sul consenso e sulla legittimazione delle comunità dei donatori e dei beneficiari potenziali, è volta soprattutto a costruire infrastrutture di comunicazione e di cooperazione tra soggetti privati, o tra soggetti privati e soggetti pubblici».

<sup>77</sup> Sulle fondazioni di "comunità" e il ruolo delle fondazioni bancarie: M. CLARICH-A. PISANESCHI, *Le fondazioni bancarie. Dalla holding creditizia all'ente non-profit*, cit., 11; S. GATTI, *Il terzo settore e le fondazioni di origine bancaria*, cit., 21 ss.; B. CASADEI, *Le fondazioni di comunità. Strumenti e strategie per un nuovo welfare*, Roma, 2015; *Fondazioni di comunità. L'esperienza di Fondazione Cariplo*, a cura di L. BANDERA-G.P. BARBETTA-S. CIMA-F. PETROLATI, *Quaderno dell'Osservatorio* n. 31, s.d., in <https://www.fondazione-cariplo.it/it/strategia/osservatorio/quaderni/fondazioni-di-comunita.html>.

<sup>78</sup> S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, cit., 144, da cui è tratta la citazione che segue nel testo.

zionato dall'art. 3, comma secondo, Cost., che deve avvenire nel rispetto dei valori di libertà e dignità umana, secondo uno sviluppo che deve essere sostenibile per le generazioni attuali e future, in coerenza con la previsione dell'art. 3, comma terzo, Tratt. UE.

Nell'ambito di una comunità territoriale è più facile e immediato cogliere i bisogni di ciascuno e gli ambiti nei quali è necessario intervenire. L'intervento è tanto più efficace quanti più soggetti coinvolge. L'azione sperimentata tende a rendersi modulare e a moltiplicarsi, talvolta a pioggia, in un contesto territoriale definito, rendendo concreta la responsabilità sociale dell'azione in discorso. Il vantaggio della forma giuridica privata si coglie nella rapidità di reazione delle strutture delle fondazioni bancarie, agili e flessibili<sup>79</sup>. Il carattere pubblico o privato della proprietà comporta regole diverse quanto alla disciplina delle modalità di azione, ma non inficia la sostanza di un fenomeno che può essere colto, nei suoi tratti profondi, come sempre identico. Ineliminabile è la trasparenza, affermata anche nell'art. 11 del Protocollo di Intesa tra ACRI e MEF<sup>80</sup>. La concreta declinazione di queste idee è il "mantra" dell'azione delle più importanti tra le fondazioni bancarie esistenti e trova un riscontro nelle regole di autodisciplina contenute nella c.d. *Carta delle fondazioni*<sup>81</sup>, nella parte 2 relativa ai *Principi e criteri per la individuazione e la valutazione delle iniziative*.

Le regole specifiche dell'azione non sono quelle dell'azione pubblica e della tutela dei pubblici interessi, ma quelle del "privato sociale": lontane dall'essere definite oggi una volta per tutte, ma con alcuni principi di fondo. Inesistenza di posizioni di dominanza e di controllo, diffusione delle informazioni e attenzione all'apertura sociale del beneficio economico, rotazione dei destinatari, misurazione del risultato e restituzione alla collettività in termini di pubblicazione delle informazioni; relazione, sia in termini di *governance* sia sotto il profilo della destinazione dell'attività, con il territorio di riferimento; sperimentazione di nuovi modelli, assunzione privilegiata del ruolo di precursore e catalizzatore di iniziative destinate al cambiamento e, pertanto, ad alto rischio. In breve, la necessità di remunerazione del capitale che costringe l'azione delle organizzazioni lucrative in modelli<sup>82</sup> nei quali la responsabilità sociale potrebbe essere ad alto rischio di "greenwashing"<sup>83</sup>, sono assai meno accentuate nell'azione delle fondazioni

<sup>79</sup> Sulla rapidità e flessibilità di azione: G. FOSTI-V. DE STASIO, *Fondazioni di origine bancaria nell'esperienza Covid-19: il caso Fondazione Cariplo*, in *Oltre la pandemia*, a cura di G. PALMIERI, cit., vol. I, 233 ss.

<sup>80</sup> Sul rilievo della trasparenza nell'istruttoria e nelle motivazioni: G. VIOTTI, *Fondazioni bancarie e principio di trasparenza nell'adozione delle deliberazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 439; reputano doversi applicare, in via analogica, le regole di correttezza procedimentale elaborate dal diritto amministrativo: S. MORO, *Imparzialità e buon andamento nell'azione delle fondazioni di origine bancaria*, in *Le fondazioni di origine bancaria verso l'autoriforma*, cit., 155 ss.; J. BERCELLI, *L'obbligo di motivazione nell'attività di erogazione e la funzione pretoria del giudice ordinario*, *ibidem*, 167 ss.

<sup>81</sup> Testo approvato dall'Assemblea ACRI del 4 aprile 2012, reperibile nel sito [www.acri.it](http://www.acri.it).

<sup>82</sup> Sulle problematiche della sostenibilità e sui conflitti di natura distributiva che sottostanno alle scelte tra lungo e breve termine: F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Studi per Di Cataldo*, cit., vol. II, t. I, 290; M. STELLA-RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Studi per Di Cataldo*, cit., vol. II, t. II, 214 ss.; sui rischi di neoinstituzionalismo e di dirigismo economico che potrebbero emergere da un uso strumentale della CSR: G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post Covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della Costituzione)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 27 ss.

<sup>83</sup> F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, cit., 302, testo e nt. 44; D. CATERINO, *Nome e labeling della società benefit: nuove frontiere del contrasto al greenwashing*, in

bancarie. Fermo restando il vincolo della ragionevolezza, la fondazione bancaria può, nel rapporto con le organizzazioni di terzo settore e con gli enti pubblici, farsi promotore delle pratiche più avanzate di responsabilità sociale, in particolare nell'ambito delle attività erogative<sup>84</sup>.

Le linee guida dell'attività delle fondazioni bancarie costituiscono una singolare applicazione di dottrine in passato elaborate non con specifico riferimento al terzo settore o all'attività pubblica, ma allo sviluppo generale della società. Probabilmente tutto ciò deriva dalla declinazione laica di principi, relativi alle società intermedie<sup>85</sup>, che sono anche nella dottrina sociale della Chiesa<sup>86</sup> e nella visione politico sociale espressa nel c.d. Codice di Camaldoli<sup>87</sup>, alle radici della componente di ispirazione cattolica della nostra Costituzione: radici che hanno trovato una fioritura imprevista, in termini di solidarietà, nell'apparente "anomalia" delle fondazioni bancarie. I concetti di solidarietà e di reti all'interno di una comunità costituiscono il riferimento di molti progetti e iniziative filantropiche realizzati dalle fondazioni bancarie e sono lo sviluppo di idee germinate nella dottrina sociale della Chiesa. La filantropia non ha necessità della mano pubblica: essa è connaturata al concetto di destinazione universale dei beni<sup>88</sup>, che attribuisce alla titolarità di ricchezze economiche una posizione di particolare responsabilità nei confronti del resto della società.

Le fondazioni bancarie hanno visto nelle limitazioni alla loro attività, che non può essere volta a finanziare soggetti con finalità lucrative, né a imprese che non siano imprese sociali o dei settori individuati nell'art. 3, comma secondo, d.lgs. n. 153/1999<sup>89</sup>,

---

*L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. CATERINO-I. INGRAVALLO, cit., 227 ss.; M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili*, in *Riv. soc.*, 2021, 55 s., testo e nt. 9.

<sup>84</sup> Sulla specializzazione delle fondazioni bancarie nella erogazione di risorse a terzi piuttosto che nell'erogazione diretta di servizi: G. FIORENTINI, *Pluralismo e intervento pubblico nei servizi alla persona e alla comunità. Le fondazioni di origine bancaria*, in *Merc. conc. reg.*, 2004, 273.

<sup>85</sup> P. RESCIGNO, *Le società intermedie*, in *Il Mulino*, 1958, e ora in ID., *Persona e comunità*, Padova, 1987, 29 ss., ove è chiaramente delineato il ruolo delle società intermedie per la valorizzazione della persona ed evidenziata una contrapposizione tra le organizzazioni di interessi, proprie dell'attività economica del sistema capitalistico di mercato, e l'urgenza irresistibile della comunità, anzi delle comunità, la cui ricerca è "bisogno individuale di certezza".

<sup>86</sup> N. CAROZZA, *La DSC e le Fondazioni bancarie: le acquisizioni e le nuove sfide*, in *La società, rivista scientifica di dottrina sociale della Chiesa*, n. 4, luglio/agosto 2020, 153: «Le fondazioni bancarie possono coerentemente essere considerate oggi come un fattore di sostegno del pluralismo nelle società moderne e un'infrastruttura sociale indispensabile al mantenimento della solidarietà. Possono operare con logiche diverse sia da quelle di mercato sia da quelle autoritative-statali, contribuendo fattivamente a porre le basi, attraverso la diffusione di fiducia, di una cultura altruistica e solidale, per creare un clima umano sereno, che favorisca la crescita sociale».

<sup>87</sup> Sulla genesi del Codice di Camaldoli, elaborato nel luglio 1943 nel monastero benedettino di Camaldoli da un gruppo di intellettuali cattolici, pubblicato come testo con il titolo *Principi dell'Ordinamento sociale a cura di un Gruppo di studiosi amici di Camaldoli*, a cura di S. PARONETTO-E. VANONI-P. SARACENO-G. CAPOGRASSI, Roma, 1945, e sui suoi contenuti riguardanti la sfera dei rapporti economico-sociali: G. CAMPANINI, *Dal Codice di Camaldoli alla Costituzione*, in *Aggiornamenti sociali*, 2006, 399 ss.

<sup>88</sup> Destinazione universale dei beni: TOMMASO D'AQUINO, *Summa Theologiae*, II, II, q. 66, a. 7 (sulla relativizzazione della proprietà privata: M. SALVIOLI, *Ritorno al futuro: il pensiero economico medievale come ispirazione per un'alternativa al mainstream*, in *marcosalvioli.wordpress.com*); *Compendio di Dottrina sociale della Chiesa*, Capitolo Quarto, III, nn. 171 ss.; Lettera enciclica *Fratelli tutti*, Capitolo Terzo, nn. 118 ss.

<sup>89</sup> Cooperative che operano nel settore dello spettacolo, dell'informazione e del tempo libero e cooperative sociali di cui alla l. 8 novembre 1991, n. 381 e successive modificazioni.

la spinta a realizzare indirettamente la responsabilità sociale<sup>90</sup>: la costrizione legale dell'operatività delle fondazioni bancarie si rivela il felice approdo di un'ottica di *long termism* in un ruolo di minoranza. Spesso si sono poste all'intersezione tra il settore pubblico e il terzo settore, agevolando l'evoluzione e l'interazione, con la flessibilità che deriva dall'essere soggetti di diritto privato, vincolati sì a perseguire interessi generali, ma senza i condizionamenti burocratici, le rigidità e i limiti di programmazione e di risorse che sono propri degli enti territoriali e di altre pubbliche amministrazioni. Fortemente in bilico tra la dipendenza dal settore pubblico e l'aspirazione all'autonomia delle libertà sociale, il terzo settore italiano ha trovato nelle fondazioni bancarie un riferimento imprescindibile per la sua crescita, il suo sostegno e la sua innovazione.

Nei loro trent'anni di vita, le fondazioni bancarie sono diventate un attore specifico nell'ecosistema del terzo settore<sup>91</sup>. Le fondazioni bancarie sono, sì, *grant making*: ma il modello del ricco signore si è evoluto, entro i suoi limiti, costruendo un modello di interpretazione degli interessi generali nella trasparenza di bandi, sempre più elaborati, che mirano a realizzare un cambiamento: digitalizzazione, innovazione tecnologica, rafforzamento del terzo settore, crescita e tutela del patrimonio culturale, tutela dell'ambiente, contrasto alle povertà e rafforzamento dell'inclusione sociale. Tutto ciò avviene non soltanto mediante un'attenta tutela (realizzata a mezzo di regolamenti interni, non soggetti all'approvazione della vigilanza ministeriale) del capitale reputazionale della fondazione nella scelta dei destinatari, ma impiegando anche risorse notevoli, in termini di personale formato e di costi professionali specifici, nella elaborazione di idee di bando e nella verifica dei progetti che meglio realizzano l'idea alla base del bando. Ciò comporta la possibilità di costruire una teoria della proprietà con finalità di utilità sociale, in un ambito nel quale declinare la responsabilità come direttamente collegata alla proprietà stessa: secondo una prospettiva da alcuni anni oggetto di approfondimento in altri ambiti<sup>92</sup>.

La modalità delle erogazioni delle fondazioni bancarie è sempre più guidata, oltre che dalle meno impegnative erogazioni semplici (c.d. "patrocini onerosi"), dall'organizzazione di bandi, che – seppure situati in un'area totalmente intrisa e regolata dal diritto privato, e pertanto più flessibili rispetto a quelli pubblici – selezionano tra diverse idee, proposte ed enti, quelli più meritevoli di una "spinta" (*nudge*). Il pungolo, in ragione delle risorse che le fondazioni mettono a disposizione per ogni singolo bando, si concretizza in due direzioni:

a) una spinta "conformativa", nel senso che il bando disegna delle caratteristiche generali del progetto, dei suoi scopi, dei suoi impatti, della documentazione che deve

<sup>90</sup> Sul rapporto tra responsabilità sociale di impresa e terzo settore: G. ALPA, *Dalla riforma degli enti non profit alla nuova disciplina dell'impresa sociale*, in *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di G. CONTE, Bari, 2008, 74 ss.; E. BANI, *Il giurista di fronte alla sfida dell'impresa sociale*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2019, 162 ss.

<sup>91</sup> G. GUZZETTI, *Prefazione*, in A. GRECO-U. TOMBARI, *Fondazioni 3.0. – Da banchieri a motori di un nuovo sviluppo*, cit., 11 s.

<sup>92</sup> L'interpretazione più originale della proprietà privata come fonte di responsabilità sociale anche in ambiti collegati allo svolgimento dell'attività economica è dovuta, nel settore del diritto commerciale, all'analisi dei doveri che sorgono dall'affidamento fiduciario di una titolarità: E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, ed. provv., Torino, 2012, 105 ss.; ID., *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, cit., 294 ss.; S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, cit., 73 ss.

essere elaborata per accompagnarlo, dei controlli e delle verifiche successive (il tutto secondo una logica di proporzionalità e di induzione all'evoluzione delle capacità degli enti che al bando partecipano);

b) un sostegno economico,

i. che ambisce a porsi come *non* esclusivo: in una logica di sindacazione dei contributi con altre realtà, pubbliche o del terzo settore, la cui presenza e sacrificio erogativo contribuiscono a rafforzare le qualità di meritevolezza sociale e idoneità al perseguimento di un bene comune, insite nelle iniziative proposte dagli enti di terzo settore che al bando partecipano;

ii. e che non necessariamente avviene soltanto mediante erogazioni in danaro, dandosi iniziative nelle quali le finalità di trasformazione individuate come preminenti nelle finalità del bando inducono i redattori del medesimo a prevedere la fornitura di un servizio di assistenza professionale alle realtà vincitrici del bando, con l'intervento della fondazione bancaria come soggetto erogatore del compenso al terzo professionista che assiste il vincitore del bando nella realizzazione dell'individuato scopo di utilità sociale<sup>93</sup>.

Anche da queste modalità è dato cogliere il ruolo delle fondazioni bancarie rispetto al terzo settore, la cui specificità e meritevolezza si evidenziano nelle situazioni di fallimento di mercato che impediscono il superamento di individuati problemi. Innovazione e sostenibilità si concretano *in maniera indiretta*, indirizzando gli sforzi di altri soggetti e aggiungendo le risorse della fondazione per facilitare l'avvio di percorsi utili, ma non possibili nella medesima misura (o *tout court* impossibili) nel contesto che l'intervento della fondazione riesce a fertilizzare, catalizzando un cambiamento<sup>94</sup>.

La fondazione bancaria ha ritagliato per sé il ruolo del magnete, che mediante definiti programmi orienta, volta a volta in direzioni da essa guidate, l'attività di enti diversi. Tutto ciò avviene, in ogni caso, con la lievità della calamita, nel momento in cui si attiva il programma e per il tempo in cui il programma stesso si sviluppa, senza altri strumenti che restino nel controllo della fondazione bancaria. Vale a dire, l'ordine dato dall'azione magnetica non è costrittivo se non per il limitato tempo e ambito della vicinanza del polo magnetico. Altre forze possono intervenire e prevalere, non appena si allontanano il magnete, o continuare a sviluppare l'azione secondo l'ordine lasciato dall'intervento precedente.

<sup>93</sup> Questa modalità operativa può essere preferibile allorché sia opportuno non lasciare l'ente di terzo settore nella difficoltà dell'individuare le prestazioni professionali necessarie, così colmando l'asimmetria informativa che spesso impedisce agli enti del terzo settore di fornirsi del sostegno professionale adeguato allo scopo da raggiungere.

<sup>94</sup> M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili*, cit., 78, dall'analisi dei documenti vaticani trae la sollecitazione a «una sfida culturale, che impone anche uno sforzo di prognosi e una lungimiranza non marginali: non solo molto v'è di buono nello sviluppo tecnico ed economico che si va producendo ... ma vi sono altresì processi evolutivi, sul piano sociale, culturale, morale, che è giusto assecondare: non trattandosi di ritornare a modelli economico-finanziari di un passato più o meno lontano, difendendo pregiudizialmente posizioni di retroguardia, bensì di guidare lo sviluppo lungo direttrici che garantiscano l'approdo costante a nuove strutture di mercato e dinamiche armoniose e socialmente valide. Perciò alla visione d'insieme, e alla sinergia tra competenze, deve aggiungersi la capacità di un profondo e sapiente equilibrio, ingrediente parimenti indispensabili per affrontare la sfida».

# LA NUOVA CORPORATE GOVERNANCE DELLE ASSOCIAZIONI DEL TERZO SETTORE

di Rossella Rivaro

SOMMARIO: 1. L'ascesa del terzo settore: dal nuovo al vecchio continente. – 2. *Corporation*, società per azioni ed enti non profit. – 3. La “societarizzazione” delle regole organizzative degli enti nel Codice del terzo settore (d. lg. 3 luglio 2017, n. 117). – 4. Il rapporto fra assemblea degli associati e amministratori. – 5. La responsabilità gestoria nelle associazioni.

1. *L'ascesa del terzo settore: dal nuovo al vecchio continente.* – In base all'ultima rilevazione Istat, le istituzioni non profit attive in Italia sono 359.574 e, complessivamente, impiegano 853.476 dipendenti; dal 2001 il numero è aumentato con tassi di crescita medi annui, sostanzialmente costanti nel tempo, pari al 2%. I campi di attività prevalente sono quello della cultura, dello sport e della ricreazione, seguito dal settore dell'assistenza sociale, della protezione civile e delle relazioni sindacali e poi, a distanza, dai settori della società, dell'istruzione e della ricerca e dell'ambiente<sup>1</sup>. Nell'Unione europea il non profit occupa circa 11,9 milioni di lavoratori retribuiti, il 13% della forza lavoro complessiva, venendo soltanto dopo i settori manifatturiero e commerciale che contano, rispettivamente, 32 e 30,7 milioni di dipendenti<sup>2</sup>, e rappresenta in media circa il 7% del prodotto interno lordo degli Stati nazionali (il 5% in Italia)<sup>3</sup>.

Il terzo settore è dunque in rapida crescita, in Italia come nel resto d'Europa. Ed è immaginabile che un ulteriore stimolo possa derivare dalla pandemia da Covid-19, che, come noto, ha avuto non soltanto conseguenze sanitarie ma anche economiche e sociali, determinando un ampliamento delle aree di povertà materiale<sup>4</sup> ed educativa<sup>5</sup>. Da più

---

<sup>1</sup> Istat, *Struttura e profili del settore non profit*, 9 ottobre 2020, reperibile in [www.istat.it](http://www.istat.it).

<sup>2</sup> L.M. SALAMON-W. SOKOLOWSKI, *The Size and Composition of the European Third Sector*, in B. ENJOLRAS, *The Third Sector as a Renewable Resource for Europe*, Cham, 2018, 49 ss., 54.

<sup>3</sup> SRM (Centro studi e ricerche per il Mezzogiorno), *I nuovi scenari economici di fronte alla sfida del Covid-19*, [https://www.sr-m.it/wp-content/uploads/woocommerce\\_uploads/2020/07/Rapporto-Covid-Economia-Sociale.pdf](https://www.sr-m.it/wp-content/uploads/woocommerce_uploads/2020/07/Rapporto-Covid-Economia-Sociale.pdf), 7 s.; H. ANHEIER-S. TOEPLER, *Definition und Phänomenologie der Nonprofit-Organisation*, in K.J. HOPT-T. VON HIPPEL-W.R. WALZ, *Nonprofit-Organisationen in Recht, Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen, 2005, 17 ss., 22.

<sup>4</sup> Cfr. il rapporto Istat, 4 marzo 2021, reperibile in [www.istat.it](http://www.istat.it), dove si legge che «le stime preliminari del 2020 indicano valori dell'incidenza di povertà assoluta in crescita sia in termini familiari (dal 6,4% del 2019 al 7,7%), con oltre due milioni di famiglie, sia in termini di individui (dal 7,7% al 9,4%) che si attestano a 5,6 milioni. Nell'anno della pandemia si azzerano i miglioramenti registrati nel 2019».

<sup>5</sup> Cfr. il rapporto di *Save the children*, *Riviviamo il futuro. L'impatto del coronavirus nella povertà educativa*, 2020, in [http://53.savethechildren.it/public/files/uploads/pubblicazioni/limpatto-del-coronavirus-sulla-poverta-educativa\\_0.pdf](http://53.savethechildren.it/public/files/uploads/pubblicazioni/limpatto-del-coronavirus-sulla-poverta-educativa_0.pdf), nonché il rapporto dell'Osservatorio nazionale per l'infanzia e l'adolescenza. Gruppo emergenza COVID-19, coordinato da Chiara Saraceno, *Contrastare l'impatto della pandemia su bambine/i e adolescenti*, <http://famiglia.governo.it/media/2160/contrastare-limpatto-della-pandemia-su-bambine-i-adolescenti.it>.



parti si sono così levate voci che hanno rilevato l'incapacità delle misure pubbliche di far fronte da sole a questi drammatici effetti e hanno sollecitato un maggiore coinvolgimento proprio del terzo settore<sup>6</sup>. Ma, come detto, da anni il non profit è in sensibile ascesa: un fenomeno che si spiega con il progressivo ridimensionamento che ha segnato il ruolo dello Stato nel soddisfacimento e nel miglioramento delle condizioni di vita della collettività e, al tempo stesso, con l'inadeguatezza – e per certi versi l'impossibilità – del mercato di supplire da solo al vuoto lasciato dai governi nazionali<sup>7</sup>.

Negli Stati Uniti – caratterizzati, come noto, da un sistema liberale di welfare – il settore non profit ha trovato terreno fertile sin dalla seconda metà del XIX secolo, assistendo, poi, a partire dagli anni '50 del Novecento, ad una vera e propria esplosione di "commercial non-profits", ossia di enti non lucrativi non più interamente supportati da donazioni ma in grado di finanziare la propria attività filantropica attraverso la parallela prestazione di servizi a pagamento<sup>8</sup>. Qui risalgono ai primi anni Ottanta le riflessioni di Henry Hansmann sui fattori che hanno determinato il maggior successo delle organizzazioni non profit rispetto alle società lucrative (*corporation e partnership*) nel condurre alcune tipologie di attività di impresa, nel campo, specialmente, dei servizi sanitari, educativi e socio-assistenziali<sup>9</sup>. La principale ragione è stata individuata nella c.d. *contract failure theory*, secondo cui gli enti non profit sarebbero preferiti alle organizzazioni lucrative in tutti i settori in cui i meccanismi di contrattazione individuale non forniscono ai consumatori e agli utenti strumenti di controllo sui servizi acquistati, relegandoli così in posizioni di forte asimmetria informativa. Grazie al divieto di distribuzione degli utili (*non distribution constraint*) gli amministratori degli enti non profit avrebbero infatti minore incentivo a massimizzare i profitti a discapito dei servizi prestati ai consumatori. E sebbene l'assenza di uno scopo lucrativo non sia sufficiente a impedire agli amministratori di tenere comportamenti opportunistici dannosi per gli utenti, questo rischio sarebbe più ridotto che nelle organizzazioni lucrative in ragione del fatto che quegli incentivi a condurre una sana gestione dell'attività economica che vengono definiti "a bassa potenza", quali l'orgoglio personale, l'altruismo, la condivisione degli ideali perseguiti dall'ente, non sarebbero soffocati da altri tipicamente, invece, "high powered", primo fra tutti la prospettiva di trarre extraprofiti dalla prestazione di servizi di bassa qualità ogni qual volta una spiccata asimmetria informativa impedisca il corretto funzionamento del meccanismo regolatore del mercato<sup>10</sup>.

Nell'Europa continentale – come si è anticipato – è stata invece più tarda l'assegnazione agli enti non profit di una funzione (quantomeno) di affiancamento degli Stati

<sup>6</sup> Si veda, in particolare, SRM (Centro studi e ricerche per il Mezzogiorno), *I nuovi scenari economici di fronte alla sfida della Covid-19*, cit., 15 ss.

<sup>7</sup> Cfr. C. BORZAGA-S. LEPRI, *Oltre a Stato e Mercato: il «terzo sistema»*, in *Servizi sociali*, 1988, 1 ss., nonché, in prospettiva europea, K.J. HOPT, *The board of nonprofit organizations: some corporate governance thoughts from Europe*, in K.J. HOPT-T. VON HIPPEL, *Comparative Corporate Governance of Non-Profit Organizations*, Cambridge, 2010, 532 ss., 534.

<sup>8</sup> Sull'evoluzione del settore non profit nell'ordinamento statunitense si veda, per tutti, H.B. HANSMANN, *The Evolving Law of Nonprofit Organizations: Do Current Trends Make Good Policy*, in *Case W. Res. L. Rev.*, 1989, 807 ss., 808 s. e 812 ss.

<sup>9</sup> H.B. HANSMANN, *The Role of Nonprofit Enterprise*, in *Yale L. J.*, 1980, 835 ss.; ID., *The economics of nonprofit organizations*, in K.J. HOPT-T. VON HIPPEL, *Comparative Corporate Governance of Non-Profit Organizations*, cit., 60 ss.

<sup>10</sup> H.B. HANSMANN, *The economics of nonprofit organizations*, cit., 60 ss., 61 s.

nazionali nella prestazione dei servizi socio-assistenziali, determinata dal graduale ridimensionamento in questo campo del ruolo dello Stato e dei relativi oneri: oneri che hanno non di rado condotto a una espansione della spesa pubblica con disavanzi di bilancio e incremento della pressione fiscale e che con il passare degli anni sono stati quindi giudicati via via sempre meno compatibili con il tasso di crescita economica e in particolare con quello molto basso di natalità dei Paesi industrialmente avanzati.

In questo quadro si colloca la riforma che in Italia ha dato vita nel 2017 al Codice del Terzo settore, fra i cui obiettivi è appunto espressamente indicata la costruzione «di un nuovo Welfare partecipativo, fondato su una governance sociale allargata alla partecipazione dei singoli, dei corpi intermedi e del terzo settore al processo decisionale attuativo delle politiche sociali, al fine di ammodernare le modalità di organizzazione ed erogazione dei servizi del welfare, rimuovere le sperequazioni e ricomporre il rapporto tra Stato e cittadini, tra pubblico e privato, secondo i principi di equità, efficienza e solidarietà sociale»<sup>11</sup>.

2. Corporation, *società per azioni ed enti non profit*. – Con una riflessione meno azzardata di quanto possa apparire, l'ascesa del terzo settore è stata equiparata a quella di cui è stata protagonista la società per azioni nel corso della seconda metà del XIX secolo<sup>12</sup>. Il processo di industrializzazione portò con sé il bisogno di investimenti che solo la struttura azionaria avrebbe consentito di raccogliere e gestire in modo efficiente: di qui la diffusa richiesta di legislazioni più favorevoli allo sviluppo dell'economia, alla quale gli Stati fecero seguito anzitutto attraverso la progressiva abolizione del sistema di controllo pubblico autorizzativo delle società per azioni e delle altre forme di sindacato statale sulla vita societaria<sup>13</sup>. Naturalmente, a questo arretramento degli Stati fecero presto da contraltare, in chiave compensativa, nuove norme a tutela dei soci esterni al gruppo di controllo, dei creditori sociali e, in prospettiva macroeconomica, del mercato in generale. Ed è noto il ruolo assolutamente centrale che a questo scopo, nel diritto azionario moderno, occupano le regole di *corporate governance*, dirette come sono a garantire una gestione equilibrata dell'impresa attraverso la previsione di strumenti che direttamente o indirettamente consentano l'esercizio di un controllo adeguato sull'operato degli amministratori da parte di quei soggetti – azionisti, creditori, mercato – che, pur coinvolti, ne sarebbero altrimenti incapaci<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Così le Linee guida che hanno accompagnato la consultazione avviata dal Governo tra il 13 maggio e il 13 giugno 2014 in previsione dell'approvazione del disegno di legge delega, <http://cdn.fiscoetasse.com/upload/Linee-Guida-Riforma-Terzo-settore-Renzi.pdf>. In generale, sugli obiettivi della riforma del Terzo settore in Italia si vedano G. PONZANELLI, *Terzo settore: la legge delega di riforma*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 726 ss.; L. BOZZI, *Terzo settore: osservazioni a "prima lettura" su una riforma culturale prima che giuridica*, in *Contr. impr.*, 2017, 1253 ss.

<sup>12</sup> K.J. HOPT-T. VON HIPPEL, *Preface*, in K.J. HOPT-T. VON HIPPEL, *Comparative Corporate Governance of Non-Profit Organizations*, cit., xxxviii.

<sup>13</sup> V., per tutti, G. COTTINO, *Introduzione al trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. BONFANTE-G. COTTINO, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2001, 359 ss., e P. MARCHETTI, *La regolamentazione delle società quotate*, in AA.VV., *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di Borsa in Italia*, Roma, 2011, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/150-unita-d-italia>.

<sup>14</sup> Cfr. J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN-M. PARGENDLER, *What is Corporate Law?*, in

Ebbene, un analogo problema di carenza di controlli si riscontra nelle organizzazioni non profit, dove non ci sono all'evidenza soci capaci o anche soltanto interessati a vigilare sulla gestione dell'ente e dunque sulle relative prospettive di guadagno né tantomeno un mercato in grado di supplirvi; solo nell'eventualità che l'associazione o la fondazione eserciti attività di impresa potrebbe semmai provenire dal mercato concorrenziale in cui siano offerti i prodotti o i servizi un incentivo ad una gestione efficiente<sup>15</sup>.

Questa situazione non ha, negli anni, destato particolare preoccupazione, probabilmente in ragione della ritenuta marginalità del fenomeno. Ma ricollocata nel disegno di modello partecipativo di welfare delineato (anche) dal nostro legislatore, la prospettiva è destinata a cambiare. L'incremento della consistenza degli investimenti pubblici (anche sotto forma di agevolazioni fiscali) e privati, il più frequente ricorso all'attività di impresa e dunque il coinvolgimento di interessi maggiori e diversificati sono infatti elementi tali da giustificare una decisa intensificazione dei controlli.

La questione è nota da tempo negli Stati Uniti, dove in passato, in particolare, è stata stigmatizzata la scarsità di "accountability constraints" proprio in un settore, come quello del non profit, in cui la misura delle elargizioni pubbliche e private ne avrebbero addirittura richiesto di più rigorosi (c.d. *paradox of non-profit corporate governance*)<sup>16</sup>. La soluzione è stata però individuata piuttosto agevolmente: in un ordinamento in cui la *corporation* è forma organizzativa che può essere impiegata *for profit* o meno e la grande maggioranza di organizzazioni non lucrative è rappresentata proprio da *non profit corporation*, a queste sono state estese sostanzialmente le stesse regole di *corporate governance* previste per le *business corporation*. In estrema sintesi, dunque, anche gli amministratori di società non profit sono chiamati ad agire con diligenza nell'espletamento del loro incarico (*duty of care*), fondando la loro gestione su informazioni delle quali abbiano accertato l'attendibilità ed esercitando attenta sorveglianza sull'attività gestoria che non abbiano condotto in prima persona; e sono altresì tenuti al *duty of loyalty*, che anzitutto impone loro di informare analiticamente il *board* e di sottoporre alla sua approvazione tutte le operazioni rispetto alle quali siano portatori di interessi per conto proprio o altrui. L'amministratore che abbia assunto una decisione in modo disinteressato e ragionevolmente informato potrà poi beneficiare della *business judgment rule* e pertanto essere chiamato a rispondere dei danni che ne siano derivati alla società soltanto qualora se ne dimostri l'irrazionalità<sup>17</sup>.

---

AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2017, 1 ss., 13 ss., nonché J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, *ivi*, 29 ss.; e, per l'ordinamento italiano, *ex multis*, P.G. JAEGER-P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, I, 1997, 625 ss.; P. MONTALENTI, *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 713 ss.; L.A. BIANCHI, *Corporate governance. Considerazioni introduttive*, in *Riv. soc.*, 1996, 405 ss.

<sup>15</sup> Cfr. H. GOLDSCHMID, *The Fiduciary Duties of Nonprofit Directors and Officer: Paradoxes, Problems, and Proposed Reforms*, in *J. Corp. Law*, 1988, 631 ss.

<sup>16</sup> H. GOLDSCHMID, *The Fiduciary Duties of Nonprofit Directors and Officer: Paradoxes, Problems, and Proposed Reforms*, *cit.*, 631 ss., 632.

<sup>17</sup> H. GOLDSCHMID, *The Fiduciary Duties of Nonprofit Directors and Officer: Paradoxes, Problems, and Proposed Reforms*, *cit.*, 638 ss.; H. HANSMANN, *A Reform Agenda for the Law of Nonprofit Organizations*, in K.J. HOPT-D. REUTER, *Stiftungsrecht in Europa*, Hamburg, 2001, 241 ss., 255 ss.; T.L. HAZEN-L.L. HAZEN, *Punctilios and Nonprofit Corporate Governance – A Comprehensive Look at Nonprofit Directors' Fiduciary Duties*, in *Penn. J. Bus. L.*, 2012, 347 ss.

La tutela così apprestata, in verità, non è apparsa ancora del tutto soddisfacente. Pur non negandosi che negli enti non profit gli affari conclusi con gli stessi amministratori offrono di solito condizioni più vantaggiose di quelle praticate sul mercato – ragion per cui sono ancor più frequenti di quanto non lo siano nelle *business corporation* –, non si è potuto non constatare che le armi a disposizione dei soci per reagire alle condotte infedeli degli amministratori sono assai spuntate dal momento che a costoro difetta la capacità, ma ancor più spesso – assente il pungolo dell’aspettativa di guadagno – mancano l’interesse e la convenienza a vigilare sull’operato gestorio e ad agire contro gli amministratori<sup>18</sup>. Per queste ragioni è parso più efficace far slittare, almeno in parte, la tutela dell’interesse sociale sul piano del diritto tributario, che oggi prevede sanzioni severe, sino alla revoca delle esenzioni fiscali, qualora gli amministratori abbiano posto in essere operazioni in conflitto di interessi dannose per la società senza la preventiva autorizzazione e analitica motivazione da parte del *board*<sup>19</sup>.

3. La “societarizzazione” delle regole organizzative degli enti nel Codice del Terzo settore (d. lg. 3 luglio 2017, n. 117). – Collocata in questa prospettiva appare allora meno eccentrica e più comprensibile la “societarizzazione”<sup>20</sup> che il d.lg. 3 luglio 2017, n. 117 (Codice del Terzo settore, di qui anche CTS) ha operato delle regole organizzative degli enti del terzo settore e, in particolare, delle associazioni, oggetto di questo studio.

Il catalogo delle norme importate dal diritto societario è lungo.

L’art. 27 CTS stabilisce che al conflitto di interessi degli amministratori si applica l’art. 2475-ter c.c. mentre l’art. 28 CTS dispone che «gli amministratori, i direttori generali, i componenti dell’organo di controllo e il soggetto incaricato della revisione legale dei conti rispondono nei confronti dell’ente, dei creditori sociali, del fondatore, degli associati e dei terzi, ai sensi degli artt. 2392, 2393, 2393-bis, 2394, 2394-bis, 2395, 2396 e 2407 del codice civile e dell’art. 15 del d.lg. 27 gennaio 2010, n. 39, in quanto compatibili».

L’art. 26, settimo comma, CTS, dopo aver affermato – similmente all’art. 2384, primo comma, c.c. – il carattere generale del potere di rappresentanza degli amministratori, prevede che le limitazioni del potere di rappresentanza non sono opponibili ai terzi se non sono iscritte nel registro delle imprese o se non si prova che i terzi ne erano a conoscenza.

L’art. 13 CTS obbliga alla redazione del bilancio, almeno nella forma del rendiconto per cassa, prevedendo che il bilancio delle associazioni che esercitano attività d’impresa in via esclusiva o principale sia addirittura depositato presso il registro delle imprese, come prescritto per le società per azioni. L’art. 15 CTS (rubricato “Libri sociali obbligatori”) dispone che debbano essere tenuti il libro degli associati, il libro del-

<sup>18</sup> Cfr. H. HANSMANN, *A Reform Agenda for the Law of Nonprofit Organizations*, cit., 261.

<sup>19</sup> T.L. HAZEN-L.L. HAZEN, *Punctilios and Nonprofit Corporate Governance – A Comprehensive Look at Nonprofit Directors’ Fiduciary Duties*, cit., 363 ss.; J.J. FISHMAN, *Nonprofit organizations in the United States*, in K.J. HOPT-T. VON HIPPEL, *Comparative Corporate Governance of Non-Profit Organizations*, cit., 129 ss., 158 ss.

<sup>20</sup> Parla di “societarizzazione” della disciplina C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 62 ss. Di qui, rileva M.V. DE GIORGI, *Enti del primo libro e del terzo settore*, Pisa, 2021, 341 s., una «robusta e in gran parte inderogabile disciplina» che costringe gli enti del terzo settore a pagare un «alto prezzo normativo», per il quale tuttavia «non occorre scandalizzarsi o turbarsi o inveire contro il legislatore che ha cercato di normare uno scenario stratificato [...] come è spesso quello cui si rivolgono le c.d. leggi speciali, che inseguono il futuro e devono essere lette con occhio asciutto e privo di rimpianto».

le adunanze e delle deliberazioni delle assemblee e il libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo, autorizzando inoltre gli associati ad esaminare tutti i libri sociali secondo le modalità previste nell'atto costitutivo e nello statuto.

L'art. 30 CTS stabilisce la nomina obbligatoria di un organo di controllo, anche monocratico, in possesso dei requisiti fissati per i sindaci di s.p.a., allorché siano superati due dei tre limiti indicati, e precisamente: a) totale dell'attivo dello stato patrimoniale pari a 110.000 euro; b) ricavi, rendite, proventi, entrate comunque denominate pari a 220.000 euro e dipendenti occupati pari a cinque unità. Soglie dimensionali, a ben vedere, di molto inferiori a quelle previste dall'art. 2477 c.c. per le società a responsabilità limitata. L'eventuale organo di controllo è chiamato poi a vigilare «sull'osservanza della legge e dello statuto e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, anche con riferimento alle disposizioni del d.lg. 8 giugno 2001, n. 231, qualora applicabili, nonché sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e sul suo concreto funzionamento» (art. 30, sesto comma, CTS) nonché a esercitare «compiti di monitoraggio dell'osservanza delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale» (art. 30, settimo comma, CTS). Esso può inoltre svolgere la funzione di revisione legale dei conti quando prescritta (art. 30, sesto comma, e 31 CTS); ed è in ogni caso legittimato «in qualsiasi momento, a procedere, anche individualmente, ad atti di ispezione e di controllo» e a «chiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari» (art. 30, ottavo comma, CTS).

L'art. 29 CTS, infine, legittima ciascun associato a denunciare all'organo di controllo i fatti che ritenga censurabili e riconosce altresì ad almeno un decimo degli associati, all'organo di controllo, al soggetto incaricato della revisione legale dei conti ovvero al pubblico ministero i quali sospettino il compimento di gravi irregolarità nella gestione degli amministratori il diritto di denunciare i fatti al Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.

La decisione di estendere questa complessa disciplina di matrice societaria a tutte le associazioni – e non solo a quelle riconosciute o comunque esercenti attività d'impresa – e di limitarne l'operatività a quelle operanti nel terzo settore, con esclusione degli enti del libro I del codice civile, ha ingenerato numerose perplessità sia di legittimità che di opportunità. Non si è mancato infatti di ricordare che la legge delega, da un lato, imponeva di «disciplinare, nel rispetto del principio di certezza nei rapporti con i terzi e di tutela dei creditori, il regime di responsabilità limitata *degli enti riconosciuti come persone giuridiche* e la responsabilità, tenendo anche conto del rapporto tra patrimonio netto e il complessivo indebitamento degli enti medesimi» (art. 3, lett. b), l. 6 giugno 2016, n. 106) mentre, dall'altro lato, stabiliva di «prevedere che alle associazioni e alle fondazioni *che esercitano stabilmente e prevalentemente attività d'impresa* si applichino le norme previste dai titoli V e VI del libro V del codice civile, in quanto compatibili» (art. 3, lett. d), l. 6 giugno 2016, n. 106). Il legislatore delegante avrebbe così espresso una chiara opzione per la sottoposizione alle più rigorose regole di *governance* societaria di tutte e soltanto le fondazioni e associazioni (riconosciute e non) esercenti attività d'impresa, nella consapevolezza che si tratti pur sempre di norme «pensate e scritte per regolare enti esercenti attività d'impresa»<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 63; e v. anche E. QUADRI, *Il terzo settore fra diritto speciale e diritto generale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 708 ss., 713.

In realtà, però, di là dai profili di eventuale illegittimità costituzionale<sup>22</sup>, la scelta del legislatore delegato di scostarsi dalle linee tratteggiate nella legge delega sembrerebbe meno inappropriata di quanto possa apparire *prima facie*; parrebbe infatti riflettere la necessità di adottare una disciplina di *governance* gradatamente più rigorosa, a tutela di associati, creditori e terzi, ogniqualvolta possano venire in considerazione rapporti giuridici ed economici di una certa rilevanza e complessità che necessitino di garanzie ulteriori rispetto a quella offerta dal solo patrimonio dell'ente (e del soggetto agente nel caso di associazioni non riconosciute). Il che normalmente accade in conseguenza dell'esercizio dell'attività d'impresa ma – per le ragioni già esposte – potrebbe essere destinato a verificarsi con frequenza via via maggiore anche nelle ipotesi di attività puramente erogative o miste, sempre più sovente destinatarie di altrui erogazioni liberali di ammontare considerevole e rivolte ad ampie ed eterogenee platee di beneficiari. In altre parole, la complessità dell'attività esercitata da associazioni e fondazioni – sia essa imprenditoriale o meno – può essere oggi tale da far nascere in capo ad associati, oblatori e beneficiari dei servizi erogati interessi qualificati<sup>23</sup>. Interessi, patrimoniali e non, ai quali le norme di *corporate governance* importate dal Codice del Terzo settore possono accordare speciale protezione: sia attraverso la predisposizione di strumenti rafforzati di autotutela, e si pensi in particolare all'attribuzione della legittimazione ad agire contro gli amministratori anche a una minoranza di associati e all'organo di controllo, al diritto attribuito a ciascun associato di esaminare tutti i libri sociali o, ancora, al riconoscimento dei poteri di denuncia *ex artt.* 2408 e 2409 c.c.; sia tramite l'imposizione, in positivo, di precisi doveri di corretta e leale amministrazione, incluso quello di predisporre adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili, indipendentemente – parrebbe – dall'esercizio di attività d'impresa<sup>24</sup>.

Se quanto sin qui detto fosse coretto, risulterebbe allora ulteriormente confermata l'idea che il diritto societario, in generale, e delle società di capitali, in particolare, offra oggi modelli organizzativi disciplinati da regole molte delle quali transtipiche e pertanto applicabili anche a modelli diversi da quelli per i quali sono state originariamente

---

<sup>22</sup> Cfr. C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 64; L. GORI, *Il sistema delle fonti nel diritto del terzo settore*, reperibile all'indirizzo [www.osservatoriosullefonti.it](http://www.osservatoriosullefonti.it), 1/2018, 17 ss.

<sup>23</sup> Scrive che «evidentemente il codice del terzo settore ha ritenuto indispensabili, a tutela di tutti gli interessi generali coinvolti dall'ente, andare oltre le poche norme del codice civile, limitando in termini rigidi il ruolo dell'autonomia privata» R. COSTI, *Le linee portanti dell'ordinamento del terzo settore*, in *AGE*, 2018, 11 ss., 14.

<sup>24</sup> L'obbligatoria istituzione di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili, indipendentemente dall'esercizio di attività imprenditoriale, parrebbe discendere, più precisamente, dalla previsione, contenuta all'art. 30, sesto comma, CTS, secondo cui l'organo di controllo vigila, oltre che «sull'osservanza della legge e dello statuto e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione» anche «sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e sul suo concreto funzionamento». Al più ci si potrebbe interrogare se il legislatore, menzionando l'obbligo solo indirettamente nell'ambito di una norma dedicata ai doveri dell'organo di controllo, abbia inteso circoscriverlo ai casi in cui sia necessaria la stessa nomina dell'organo di controllo, e dunque nelle sole associazioni del terzo settore in cui «siano superati per due esercizi consecutivi due dei seguenti limiti: a) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 110.000,00 euro; b) ricavi, rendite, proventi, entrate comunque denominate: 220.000,00 euro; c) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità» (art. 30, secondo comma, CTS). Al contrario, sembrerebbe limitare l'obbligo alle ipotesi in cui gli enti del terzo settore esercitino attività di impresa, in linea con la recente previsione dell'art. 2086 c.c., A. FUSARO, *La revisione della disciplina degli enti del libro primo del codice civile*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 1358 ss., 1361.

pensate<sup>25</sup>. Nel caso del terzo settore è direttamente il legislatore a valorizzare questa transtipicità, estendendo ad enti non lucrativi e, soprattutto, non necessariamente imprenditoriali regole pensate in origine per società lucrative e normalmente esercenti attività d'impresa. Non può negarsi tuttavia che l'operazione di "trapianto" appare quanto mai complicata e dà luogo a non poche incertezze interpretative, anche sotto il profilo della complessiva coerenza sistematica della disciplina degli enti collettivi. Al tentativo di dipanare almeno qualcuno di questi nodi sono dedicate le prossime pagine.

4. *Il rapporto fra assemblea degli associati e amministratori.* – Già la prima disposizione che il Codice del Terzo settore dedica all'organo amministrativo, l'art. 26, laddove prescrive che «nelle associazioni, riconosciute o non riconosciute, del Terzo settore deve essere nominato un organo di amministrazione», è stata oggetto di opposte letture, che oscillano dal riconoscere carattere di sostanziale superfluità<sup>26</sup> al dedurvi l'inderogabile pluripersonalità e collegialità dell'organo<sup>27</sup>.

Nessuna di queste interpretazioni sembra però condivisibile. Non quella secondo cui l'art. 26, primo comma, CTS escluderebbe, a un tempo, sia la nomina di un amministratore unico sia l'operatività non collegiale dell'organo, trattandosi queste di soluzioni da sempre ritenute ammissibili negli enti associativi e che di per sé non possono ritenersi vietate dal riferimento alla necessaria presenza di «organo» – si badi, non un «consiglio» – di amministrazione<sup>28</sup>. E neppure convince l'affermazione che il legislatore si sarebbe limitato a esplicitare una soluzione già pacifica. Da un lato, infatti, è controverso se l'art. 36, primo comma, c.c., nel rimettere integralmente agli accordi degli associati l'ordinamento interno e l'amministrazione delle associazioni non riconosciute lasci libera l'autonomia privata anche di escludere la presenza dell'organo amministrativo o addirittura di optare per una forma associativa di tipo personalistico altresì priva di una vera e propria assemblea<sup>29</sup>. D'altro lato, poi, non sembra trascurabile il fatto che oggi allo stesso statuto della società a responsabilità limitata in molti ri-

<sup>25</sup> P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.

<sup>26</sup> C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 71 s.

<sup>27</sup> Cfr. C. AMATO, *Ordinamento e amministrazione*, in *Il codice del terzo settore*, a cura di M. GORGONI, Pisa, 2021, 255 ss.

<sup>28</sup> Cfr. anche C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 71.

<sup>29</sup> Ritengono che in assenza di un indice normativo chiaro e dell'ampia autonomia riconosciuta agli statuti sia legittima la costituzione di associazioni di stampo "personalistico" prive di un'organizzazione corporativa e dunque di entrambi gli organi – assembleare e amministrativo – o anche soltanto di uno di essi. F. FERRARA SENIOR, *Le persone giuridiche*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. VASSALLI, Torino, 1958, 77; G. VOLPE PUTZOLU, *La tutela dell'associato in un sistema pluralistico*, Milano, 1977, 95; M. BASILE, *Gli enti di fatto*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, II, 1, Torino, 1999, 499. Viceversa, sostengono l'assoluta inderogabilità della presenza di un'assemblea e di un organo amministrativo, monocratico o pluripersonale, G. PERSICO, *Sui poteri degli organi delle associazioni non riconosciute*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, II, 84 ss.; F. GALGANO, *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. SCIALOJA-G. BRANCA, Bologna-Roma, 1976, 37 ss.; C.M. BIANCA, *Diritto civile. I. La norma giuridica. I soggetti*, Milano, 1990, 388, secondo cui, stante l'unitarietà del contratto associativo, l'art. 38 c.c. fonderebbe la necessità di un'organizzazione di tipo corporativistico anche nell'associazioni non riconosciute; salva, tuttavia, la configurabilità di forme associative atipiche soggette, in materia di organizzazione interna, alla disciplina dettata per le società di persone (cfr., in particolare, F. GALGANO, *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, cit., 31 ss.).

conoscono la possibilità di muoversi in logica personalistica e di riservare quindi «qualsiasi materia, dunque anche gestoria, alla collettività dei soci, riuniti o meno in assemblea, sottraendola ad altri organi come appunto quello amministrativo»<sup>30</sup>.

In questo quadro l'art. 26, primo comma, CTS assume dunque il preciso significato di imporre nelle associazioni del terzo settore, siano o meno riconosciute, l'articolazione interna per organi, ciascuno dotato di funzioni e competenze proprie, nell'ambito di un sistema che non vede più l'organizzazione corporativa, quantomeno nella sua versione più rigorosa, come *pendant* essenziale della personalità giuridica<sup>31</sup>.

Nelle associazioni del terzo settore il legislatore avrebbe dunque avuto speciale riguardo per «l'interesse all'efficienza (intesa come combinazione delle esigenze di professionalità, coerenza, rapidità, ponderazione ed anche segretezza) della gestione»<sup>32</sup> cui tipicamente si riconnette l'imperatività dello schema corporativo; senza tuttavia giungere al rigore che caratterizza la distribuzione delle competenze fra gli organi delle società azionarie. Nel Codice del Terzo settore manca infatti una disposizione che, come fa l'art. 2380-*bis* c.c. per le società per azioni, riservi in via esclusiva la gestione dell'ente all'organo amministrativo, e d'altro canto, come accade invece per le s.r.l., l'art. 25 CTS, dopo aver indicato alcune prerogative affidate inderogabilmente agli associati, prevede che l'assemblea deliberi sugli altri oggetti attribuiti dall'atto costitutivo o dallo statuto alla sua competenza. Con il risultato – a prima vista – di ammettere il diretto coinvolgimento degli associati nella gestione dell'ente, al pari di quanto oggi ammesso, appunto, nelle società a responsabilità limitata. Non sembrerebbe, tuttavia, che questa conclusione possa trovare identica applicazione a tutte le associazioni. Non può infatti trascurarsi che relativamente alle associazioni non riconosciute l'art. 38 c.c. dispone che, per le obbligazioni assunte dalle persone che rappresentano l'ente, i terzi possono far valere i loro diritti sul fondo comune ma anche sul patrimonio personale di coloro che hanno agito in nome e per conto dell'associazione, che tipicamente ne sono gli amministratori. Ragion per cui non sembra possibile ritenere che gli amministratori, senza poterne sindacare l'opportunità, siano tenuti ad osservare direttive e ad eseguire operazioni delle quali essi stessi – e non l'organo deliberante – siano responsabili sotto

<sup>30</sup> G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, Milano, 2010, 927 ss., 933.

<sup>31</sup> R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, III, Padova, 2004, 26; A. GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABADESSA-G.B. PORTALE, 1, Milanofiori Assago, 2006, 43 ss.; A. MIRONE, *La società per azioni. Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, Torino, 2014, 362. Sostengono l'ammissibilità della devoluzione integrale delle competenze gestorie ai soci senza la necessaria presenza di un organo amministrativo G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 938; BENAZZO, *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Soc.*, 2004, 808 ss., 810; M. CIAN, *Le decisioni dei soci. Le competenze decisorie dei soci*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. IBBA-G. MARASÀ, IV, Padova, 2009, 35 ss., il quale ritiene però che i medesimi obiettivi possano essere più semplicemente realizzati mediante l'assegnazione a tutti i soci dell'incarico di amministratori; R. LENER, *Art. 2479. A. Le competenze legali e statutarie dei soci*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di A.A. DOLMETTA-G. PRESTI, Milano, 2011, 786 ss., 789. *Contra*, G.C.M. RIVOLTA, *I regimi di amministrazione nella società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, cit., 517 ss., 537 ss.; L. SALVATORE, *L'organizzazione corporativa nella nuova s.r.l.: amministrazione, decisioni dei soci e il ruolo dell'autonomia statutaria*, in *Contr. impr.*, 2003, 1342 ss., 1346; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, Padova, 2014, 219.

<sup>32</sup> A. MIRONE, *La società per azioni. Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in *Diritto commerciale*, cit., 362.



il profilo patrimoniale *ex art. 2740 c.c.*<sup>33</sup>. In senso contrario non pare neppure decisivo il richiamo che l'art. 18 c.c. fa alle regole sul mandato e l'eventuale qualificazione degli amministratori in termini di mandatari dell'associazione<sup>34</sup> siccome in virtù della disciplina generale del mandato con rappresentanza non può accadere che l'atto resti a carico del mandatario, neppure nel caso (opposto) in cui questi si sia discosto dalle istruzioni del mandante o abbia ecceduto i limiti impostigli. E del resto, anche in ordinamenti, come il tedesco, in cui gli amministratori delle associazioni sono ritenuti mandatari e dunque soggetti alle direttive vincolanti degli associati, essi mai possono essere chiamati a rispondere delle obbligazioni assunte in nome e per conto dell'ente<sup>35</sup>; al più si ritiene che trovi loro applicazione l'*Existenzvernichtungsverbot*, istituto trasversale alla disciplina delle persone giuridiche che, nel tentativo di controbilanciare la responsabilità limitata al fondo comune per le obbligazioni dell'ente, prevede che gli amministratori e gli associati siano responsabili a titolo risarcitorio nei confronti dei creditori per quegli atti che abbiano condotto a minare le basi economico-patrimoniali dell'associazione. Con il corollario che il *Vorstand* resta in ogni caso libero di disattendere quelle direttive che possano essere ritenute tali da condurre in modo ragionevolmente prevedibile all'insolvenza dell'ente, ferma restando peraltro la libertà dello statuto di assicurare agli amministratori dell'associazione un'autonomia decisionale finanche pari a quella propria del *Vorstand* delle *Aktiengesellschaften*<sup>36</sup>.

Non dissimile da quello tedesco è l'assetto organizzativo che sembrerebbe allora caratterizzare in Italia le associazioni riconosciute (anche) del terzo settore. Come già detto, manca nel Codice del Terzo settore e nel codice civile una disposizione che espressamente qualifichi la gestione come prerogativa esclusiva degli amministratori e neppure, dopo le radicali innovazioni di cui è stata protagonista la s.r.l., può ancora dirsi che la rigida distribuzione delle competenze tra gli organi rappresenti un inderogabile contrappeso sistematico ai benefici della personalità giuridica e della responsabilità limitata. Cade così il principale argomento della tesi secondo cui l'interprete che abbia a cuore una visione unitaria dei problemi degli enti collettivi deve concludere che «anche nelle associazioni riconosciute, al pari che in quelle non riconosciute, deve trovare realizzazione l'esigenza di una responsabile amministrazione e che anche agli amministratori di associazioni riconosciute deve ritenersi concessa – come il soddisfacimento di questa esigenza postula per ogni corporazione – una originaria ed esclusiva competenza ad amministrare»<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> F. GALGANO, *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, cit., 43 ss.; ID., *Le persone giuridiche*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, 2006, 262; G.B. BARILLÀ, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori di enti non profit*, Torino, 2020, 61 s.; V. MONTANI, *sub art. 36*, in *Le associazioni non riconosciute*, a cura di G. PONZANELLI, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2016, 83.

<sup>34</sup> F. FERRARA SENIOR, *Le persone giuridiche*, cit., 417; D. RUBINO, *Le associazioni non riconosciute*, Milano, 1952, 417.

<sup>35</sup> Cfr., *ex multis*, L. LEUSCHNER, § 27, in *Münchener Kommentar zum BGB*, München, 2018, Rn. 35 ss.

<sup>36</sup> L. LEUSCHNER, § 27, cit., Rn. 49.

<sup>37</sup> F. GALGANO, *Le persone giuridiche*, cit., 265; nonché G.B. BARILLÀ, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori di enti non profit*, cit., 62, secondo il quale la disciplina applicabile a questo riguardo alle associazioni non riconosciute si dovrebbe «estendere anche alle associazioni riconosciute, data l'identità del tipo contrattuale, posto che se è pacifico il principio per cui le disposizioni legislativamente previste per le associazioni riconosciute valgono, salva diversa disposizione espressa, per le asso-

Al contrario, è proprio da una visione complessiva della disciplina degli enti collettivi che oggi può dedursi la legittimità di un maggior coinvolgimento degli associati nella gestione dell'ente; come del resto parrebbe indirettamente confermato dal riconoscimento in capo a ciascun associato, come al socio di s.r.l. ma non di s.p.a., del diritto di esaminare i libri sociali, incluso il libro delle adunanze e delle delibere degli amministratori (art. 15 CTS).

Certo, però, è innegabile che una più chiara e precisa presa di posizione del legislatore sarebbe stata auspicabile. Anzitutto, sarebbe stata utile a individuare l'assetto organizzativo applicabile nel silenzio dello statuto, e cioè a chiarire se in tal caso la gestione spetti inderogabilmente all'organo amministrativo o se gli associati possano, come i soci di s.r.l., avocare a sé singole decisioni o ancora se gli stessi amministratori siano sempre liberi di sottoporre all'approvazione dell'assemblea tutte le questioni sulle quali ritengano opportuna una diretta ponderazione degli associati. In secondo luogo, una regolamentazione più compiuta dei rapporti fra associati e amministratori avrebbe consentito di definire meglio anche i contorni della responsabilità gestoria. Da un lato, come si dirà nel prossimo paragrafo, il rinvio che l'art. 28 CTS fa agli artt. 2392 ss. c.c. consente di ritenere gli amministratori responsabili anche direttamente verso i creditori dell'associazione e i terzi e pertanto di riconoscere loro la libertà di disattendere quelle direttive che ritengano possano tradursi in operazioni dannose per l'associazione e potenzialmente foriere di una loro personale responsabilità risarcitoria. D'altro lato, però, proprio perché ad essere richiamate sono le sole norme dettate per le società per azioni e non quelle previste per la s.r.l., resta di per sé esclusa la diretta applicabilità dell'art. 2476, ottavo comma, c.c., che come contropartita del loro potere gestorio, sancisce la responsabilità solidale con gli amministratori dei soci che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi. Di questa norma potrebbe essere nondimeno ipotizzata un'applicazione analogica, anche se le valutazioni circa un eventuale coinvolgimento dei membri di un'associazione senza scopo di lucro nella responsabilità gestoria degli amministratori meritano forse una cautela ancora maggiore di quella che già normalmente circonda le considerazioni degli interpreti in merito alla posizione dei soci gestori di s.r.l.

*5. La responsabilità gestoria nelle associazioni.* – L'eventualità che anche gli associati possano essere chiamati a rispondere per gli atti di *mala gestio* che abbiano concorso a decidere è solo una delle numerose questioni che il Codice del Terzo settore lascia aperte in tema di responsabilità gestoria.

Il trapianto degli artt. 2392, 2393, 2393-bis, 2394, 2395 e 2407 c.c. operato dall'art. 28 CTS nel campo delle associazioni appare delicato, e in particolar modo complessa si dimostra la verifica di compatibilità cui è condizionata l'estensione alle associazioni delle disposizioni che presidono alla responsabilità degli organi di amministrazione e controllo delle società per azioni. A cominciare dal rinvio che l'art. 28 CTS opera all'art. 2392, primo comma, c.c., in base al quale «gli amministratori devono adempie-

---

ciazioni non riconosciute, non può non valere anche il procedimento inverso, della integrazione della disciplina delle associazioni riconosciute per il tramite di principi desumibili dalla disciplina delle prime»: una tesi, questa, che però, per le ragioni illustrate nel testo, non pare condivisibile.

re i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze».

A questo proposito si è rilevato che il Codice del Terzo settore avrebbe assoggettato gli enti interessati ad una disciplina piuttosto severa e diversa da quella stabilita dall'art. 18 c.c., che regola la responsabilità degli amministratori delle associazioni e delle fondazioni del libro I del codice civile con il rinvio alle norme sul mandato: si tratterebbe pertanto di una soluzione poco giustificata sul piano sistematico e comunque di difficile attuazione nel mondo del non profit, dove spesso l'assunzione della carica di amministratore avviene a titolo gratuito<sup>38</sup>. Il timore è che la previsione di uno standard di diligenza più rigoroso di quello fissato dall'art. 18 c.c. possa disincentivare l'impegno di volontari nella direzione delle organizzazioni del terzo settore e al tempo stesso implichi una sottovalutazione delle competenze richieste dalla gestione degli enti collettivi del libro I del codice civile – si pensi, in particolare, ai partiti politici, alle associazioni sindacali e alle fondazioni industriali<sup>39</sup>. La preoccupazione è senz'altro condivisibile, ma forse non necessariamente destinata a concretizzarsi.

La distonia fra il contenuto dell'art. 2392, primo comma, c.c. e quello dell'art. 18 c.c. sembrerebbe infatti, a ben vedere, più apparente che reale.

Da tempo si è fatta strada una lettura dell'art. 18 c.c. che molto si avvicina a quella di cui è stato oggetto l'art. 2392 c.c. prima del d.lgs. n. 6/2003<sup>40</sup>, poi uscita sostanzialmente confermata dalla riforma. Il rinvio alle norme del mandato varrebbe soltanto a precisare che «l'obbligo degli amministratori di associazioni e fondazioni è, al pari di quello del mandatario, una obbligazione di mezzi, e non un obbligo di risultato»<sup>41</sup>, con la conseguenza che la diligenza che si richiede all'amministratore ex art. 18 c.c. non sarebbe semplicemente parametrata all'uomo medio, ma sarebbe quella normale in relazione all'incarico ricevuto, da valutarsi con diverso rigore a seconda delle circostanze, in particolare modo quando l'attività gestoria sia prestata a titolo gratuito. Come si vede, dunque, un grado di diligenza non molto dissimile da quello che oggi l'art. 2392 c.c. pretende dagli amministratori di società per azioni e che l'art. 28 CTS estende ai gestori di associazioni e fondazioni del terzo settore, la cui definizione dipende tanto dalle caratteristiche oggettive dell'ente, quali il tipo, le dimensioni, l'articolazione organizzativa e il settore di attività, quanto dalla posizione concretamente assunta dall'amministratore. In questo quadro, lo scopo non lucrativo dell'ente così come l'eventuale gratuità e il carattere non professionale dell'incarico potrebbero quindi guidare verso un'attenuazione della diligenza esigibile<sup>42</sup>. Viceversa, le rilevanti dimensioni, la specificità del settore di attività, il ricorso a considerevoli finanziamenti così come il

<sup>38</sup> Cfr. G.B. BARILLÀ, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori di enti non profit*, cit., 272 s.

<sup>39</sup> G.B. BARILLÀ, *Poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori di enti non profit*, cit., 272; nonché C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 74 s.

<sup>40</sup> Cfr., per tutti, F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992, 47 ss., nonché R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 143 ss.

<sup>41</sup> F. GALGANO, *Le persone giuridiche*, cit., 295.

<sup>42</sup> C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 74 s., il quale ritiene che «il parametro di diligenza enunciato nell'art. 2392 c.c., una volta inserito nel sistema del terzo settore, possa condurre a risultati pratici diversi da quelli cui esso conduce nel diritto azionario, favorendo un'attenuazione della responsabilità là dove si riscontri la connotazione non professionale degli amministratori e/o la gratuità del loro incarico».

possesto di particolari competenze potrebbero imporre all'amministratore uno standard di diligenza più elevato e forse maggiormente consono ai compiti più gravosi cui il terzo settore potrebbe essere chiamato in un futuro prossimo. In definitiva, dunque, il solo disallineamento tra il parametro fissato dall'art. 18 c.c. e quello stabilito dall'art. 2392 c.c., richiamato dall'art. 28 CTS, sembrerebbe ridursi alla circostanza che oggi l'art. 2392 c.c., quale parametro di valutazione dell'operato gestorio, aggiunge le specifiche competenze di cui sia in possesso l'amministratore, introducendo così un criterio di giudizio soggettivo, la cui possibilità di impiego era per lo più negata, quando, prima del 2003, nel diritto societario il riferimento era alla semplice diligenza del mandatario, al pari di quanto ancora si legge nell'art. 18 c.c.<sup>43</sup>.

Il dovere di diligenza degli amministratori è funzionale al perseguimento dello scopo associativo al pari del dovere di non agire in conflitto di interessi. A questo proposito, l'art. 30, settimo comma, CTS assegna all'organo di controllo (eventualmente presente) specifici compiti di monitoraggio sull'osservanza delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale mentre l'art. 27 CTS prevede che si applichi la disciplina stabilita per la s.r.l. dall'art. 2475-ter c.c., che regola la possibilità di invalidare contratti e decisioni assunte dagli amministratori in conflitto di interessi, senza spingersi ad introdurre – come invece fa l'art. 2391 c.c. per le società per azioni – analitici doveri informativi e di motivazione delle decisioni assunte in presenza di un qualsiasi interesse degli amministratori. All'indomani della riforma, questa differenza di disciplina era stata spiegata a partire dalla considerazione che la presenza di interessi degli amministratori in ordine a operazioni gestorie rivestirebbe particolare importanza e delicatezza «là dove agli interessi dei soci attivi, cioè di soci imprenditori, di soci di riferimento, di minoranze qualificate, di soci insomma “presenti e consapevoli”, si aggiungono gli interessi del risparmio diffuso che necessitano di una più intensa protezione», interessi che sarebbero invece assenti nella società a responsabilità limitata<sup>44</sup>. Di là dalla considerazione che forse oggi questa spiegazione già con riferimento alla stessa s.r.l. parrebbe vacillare alla luce dell'apertura al mercato che ha coinvolto in misura sempre maggiore anche questo tipo sociale<sup>45</sup>, è chiaro che la mancata previsione di specifici doveri di astensione e *disclosure* in capo all'amministratore interessato di associazione del terzo settore non può trovare giustificazione nel normale coinvolgimento degli associati nella gestione dell'ente. Perché, se è vero che gli associati possono essere chiamati a pronunciarsi anche in materia gestoria e hanno finanche il diritto di controllare i libri sociali, incluso quelle delle delibere e delle adunanze dell'organo gestorio, non può certamente dirsi normale la loro diretta partecipazione all'amministrazione dell'associazione, anzi. E quindi il richiamo che l'art. 27 CTS fa all'art. 2475-ter c.c. sembra piuttosto rispondere alla più concreta volontà di sollevare gli amministratori degli enti del terzo settore dalla osservanza di obblighi procedurali che, soprattutto nelle realtà di

---

<sup>43</sup> Cfr., *ex multis*, F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. Dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 179 ss.; A. ROSSI, *sub art. 2392*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, 791 ss.

<sup>44</sup> P. MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 243 ss., 249.

<sup>45</sup> Per una recente e interessante lettura dell'evoluzione della disciplina della s.r.l., si veda, in particolare, P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2020, 353 ss.

minori dimensioni, potrebbero risultare eccessivamente onerosi. Ciò, tuttavia, non esclude che nelle associazioni, nelle quali l'organo di controllo potrebbe non essere presente e gli associati non essere interessati né incentivati a vigilare sull'operato gestorio, l'osservanza di doveri di trasparenza potrebbe assolvere un'importante funzione preventiva. Ma del resto nemmeno il silenzio dell'art. 2475-ter c.c. è stato ritenuto insuperabile: con la conseguenza che, al pari di quanto prospettato con riguardo alle s.r.l., anche negli enti del terzo settore, a seconda delle dimensioni e dell'assetto organizzativo dell'ente nonché della natura e del valore dell'operazione, l'obbligo dell'amministratore in conflitto di interessi di comunicare la sua posizione agli altri amministratori e all'eventuale organo di controllo potrebbe nondimeno farsi discendere dal generale dovere di diligenza<sup>46</sup>.

Allo stesso modo, gli amministratori di enti del terzo settore devono ritenersi equiparati a quelli di società a responsabilità limitata sotto il profilo della soggezione al divieto di concorrenza; e ciò nonostante in entrambe le discipline sia assente una previsione analoga a quella dettata dall'art. 2390 c.c. in materia azionaria e nemmeno vi si faccia espresso rinvio. Anche il dovere di non svolgere attività concorrenziale – salvo espressa autorizzazione dell'ente – può infatti trarsi dai più generali doveri di diligenza e di non agire in conflitto di interessi<sup>47</sup> che fanno capo agli amministratori di s.r.l. così come di associazioni e di fondazioni del terzo settore. L'amministratore concorrente non espressamente autorizzato potrà dunque essere revocato, essere chiamato a risarcire il danno cagionato e, ancor prima, finanche essere chiamato in via inibitoria a cessare l'attività in concorrenza: un rimedio, quest'ultimo, che potrebbe rivelarsi particolarmente utile nel campo del terzo settore, in cui l'esercizio da parte dell'amministratore di attività concorrente, soprattutto rispetto a quella non lucrativa di interesse generale esercitata dall'ente, potrebbe gettare ombra sulla stessa reputazione dell'ente, screditandolo in particolare agli occhi dei finanziatori<sup>48</sup>.

Il Codice del terzo settore torna, infine, ad assimilare le associazioni – non alle s.r.l. bensì – alle società per azioni quanto ai soggetti legittimati a far valere la responsabilità degli amministratori che contravvengano ai loro doveri di diligenza, correttezza e lealtà.

A questo proposito, l'intervento del legislatore ha anzitutto il pregio di esplicitare una soluzione alla quale, non senza qualche difficoltà, si era già giunti in via interpretativa prima della riforma del 2017: il richiamo che l'art. 28 CTS opera degli artt. 2394 e 2395 c.c., oltre che dell'art. 2393 c.c., non lascia oggi adito ad alcun dubbio sul fatto che gli amministratori rispondono non solo nei confronti dell'associazione (o fonda-

<sup>46</sup> Cfr., per tutti, M. PERRINO, *Il conflitto d'interessi degli amministratori nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, cit., 559 ss., 565; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1025, e O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 245.

<sup>47</sup> Cfr., P. MONDINI, *Art. 2476.A. La responsabilità degli amministratori nei confronti della società: profili sostanziali*, in *S.r.l. Commentario*, cit., 629 ss., 634; *contra*, però, M. PERRINO, *Il conflitto d'interessi degli amministratori nella s.r.l.*, cit., secondo il quale il mancato richiamo dell'art. 2390 c.c. dovrebbe leggersi «in chiave di consapevole ed intenzionale ribaltamento regolativo» cosicché nella s.r.l. dovrebbe essere l'assemblea a vietare espressamente l'esercizio di attività concorrente all'amministratore, siccome «non soltanto tipicamente socio, e socio imprenditorialmente attivo; bensì anche, sovente, egli stesso imprenditore, o comunque professionalmente impegnato in attività d'impresa *altre* da quella sociale».

<sup>48</sup> Sulla possibilità di agire in via inibitoria contro l'amministratore che si trovi in concorrenza con la società M.S. SPOLIDORO, *Il divieto di concorrenza per gli amministratori di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1983, 1314 ss., 1374.

zione) ma anche dei creditori (i quali abbiano visto violati i doveri di conservazione dell'integrità del patrimonio dell'ente e così pregiudicate le loro *chances* di soddisfacimento) nonché dei singoli soci e terzi direttamente danneggiati dalla loro azione<sup>49</sup>.

Al contrario ha senz'altro portata innovativa il rinvio alle norme che nelle società per azioni legittimano a decidere l'esercizio dell'azione di responsabilità contro gli amministratori, in aggiunta all'assemblea degli associati, anche il collegio sindacale e una minoranza qualificata di associati che rappresenti almeno un quinto – naturalmente non del capitale sociale ma, deve ritenersi, – dei voti esprimibili in assemblea<sup>50</sup>.

È qui chiaro l'intento di incrementare le possibilità di *enforcement* dei doveri degli amministratori, tanto più se a questa previsione si aggiunge quella – più volte menzionata – che attribuisce direttamente a ciascun associato il diritto di accedere ai libri sociali nonché quella che estende nelle associazioni del terzo settore la possibilità di ricorrere agli strumenti di denuncia di cui agli artt. 2408 e 2409 c.c.

L'art. 29, secondo comma, CTS stabilisce, infatti, che «ogni associato, ovvero almeno un decimo degli associati nelle associazioni, riconosciute e non riconosciute, che hanno più di 500 associati, può denunciare i fatti che ritiene censurabili all'organo di controllo, se nominato, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea». Nel caso poi, più grave, in cui vi sia fondato sospetto che gli amministratori abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione potenzialmente dannose per l'associazione, almeno un decimo degli associati, l'organo di controllo, il soggetto incaricato della revisione legale dei conti ovvero il pubblico ministero possono denunciare i fatti direttamente al tribunale.

La societizzazione degli strumenti di cui gli associati possono servirsi per reagire alla *mala gestio* degli amministratori potrebbe inoltre avere l'effetto di tradursi in una maggiore, seppur ancora indiretta, tutela di interessi da sempre tenuti in considerazione ma mai ritenuti meritevoli di una protezione immediata, vale a dire gli interessi di finanziatori e beneficiari. Per questi il Consiglio di Stato, durante le consultazioni aperte sul progetto di legge delega, aveva addirittura auspicato il riconoscimento della «legittimazione ad agire per l'invalidazione delle scelte distrattive dei gestori delle risorse ovvero per la condanna degli stessi al compimento di azioni positive»<sup>51</sup>. A tanto non si è arrivati, ma il complesso di doveri imposti agli amministratori di associazioni del terzo settore dovrebbe comunque servire non solo a impedire, in negativo, azioni dannose

---

<sup>49</sup> E dunque, anche sotto questo profilo, parrebbe trovare applicazione identica disciplina alle associazioni del terzo settore e del libro I del codice civile: cfr. F. GALGANO, *Le persone giuridiche*, cit., 296 ss. e 300 ss., secondo cui la legittimazione dei creditori delle associazioni, dei singoli associati e dei terzi di far valere la responsabilità risarcitoria degli amministratori può farsi discendere dall'estensione analogica degli artt. 2394 e 2395 c.c. o comunque, almeno per quanto riguarda l'azione dei creditori sociali, dall'applicazione del generale principio sancito dall'art. 2043 c.c., che ammette la risarcibilità anche del danno derivante da lesione del credito (e su questo tema, per tutti, F.D. BUSNELLI, *La lesione del credito da parte di terzi*, Milano, 1964, *passim*).

<sup>50</sup> V. anche C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, cit., 73; *contra*, G.B. BARILLÀ, *La responsabilità degli amministratori di fondazioni tra diritto societario e Codice del Terzo Settore*, in *Riv. soc.*, 2019, 1046 ss., 1070, secondo cui l'art. 2393-bis c.c. sarebbe stato dettato «per un contesto giuridico-economico completamente diverso da quello pensato per le (associazioni e) fondazioni, a partire dal naturale richiamo al capitale sociale, che negli enti senza scopo di lucro è del tutto inappropriato».

<sup>51</sup> Consiglio di Stato, Adunanza speciale del 31 maggio 2017, n. 01405/2017, [https://www.giustizia-amministrativa.it/portale/pages/istituzionale/visualizza?nodeRef=&schema=consul&nrg=201700927&nomeFile=201701405\\_27.html&subDir=Provvedimenti](https://www.giustizia-amministrativa.it/portale/pages/istituzionale/visualizza?nodeRef=&schema=consul&nrg=201700927&nomeFile=201701405_27.html&subDir=Provvedimenti).

ma anche a incrementare il perseguimento attivo delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale nell'interesse degli associati così come dei finanziatori e degli stessi beneficiari dei servizi prestati. E se certamente non può negarsi il rischio che, al pari dei piccoli azionisti risparmiatori, anche gli associati si rivelino incapaci o disinteressati ad esercitare una vigilanza significativa, chissà che la nuova *corporate governance* pensata per gli enti del terzo settore non possa comunque contribuire a una nuova forma di "attivismo associazionistico", il cui esercizio è oggi reso possibile proprio dagli strumenti messi a disposizione dal Codice del Terzo settore; un equipaggiamento che per identiche ragioni forse non parrebbe allora sconveniente estendere anche alle associazioni del libro I del codice civile, soprattutto se si pensa alle note vicende di infedeltà gestoria che negli anni hanno visto coinvolti anche i partiti politici<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Sul complesso dibattito, a metà tra il diritto privato e il diritto costituzionale, relativo all'opportunità di un intervento legislativo riguardo ai partiti politici si veda, in particolare, M.V. DE GIORGI, *Enti del primo libro e del terzo settore*, cit., 279 ss.

PARTE VII

IL DIRITTO DELLA CRISI: ESPANSIONE  
ED EVOLUZIONE (DALL'IMPRENDITORE  
AL CONSUMATORE)





# ADEGUATEZZA DEGLI ASSETTI AZIENDALI, DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI E AZIONI DI RESPONSABILITÀ ALLA LUCE DEL CODICE DELLA CRISI

di *Stefano Ambrosini*

SOMMARIO: 1. L'adeguatezza degli assetti aziendali come doveri degli amministratori. – 2. I corollari sul piano operativo. – 3. La “funzionalizzazione” del precetto alla tempestiva emersione della crisi. – 4. L'esportazione dei precetti della disciplina azionaria alle s.r.l. – 5. Le azioni di responsabilità nella liquidazione giudiziale. – 6. (*Segue*): le azioni di responsabilità nel concordato preventivo. – 7. La previsione relativa alla quantificazione del danno risarcibile. – 8. La gestione dell'impresa in base ai principi generali del codice della crisi e alla disciplina della composizione negoziata. Implicazioni sul piano della *business judgment rule*.

1. *L'adeguatezza degli assetti aziendali come doveri degli amministratori*. – L'introduzione, attraverso l'art. 375 del codice della crisi e l'integrazione dell'art. 2086 c.c. da esso disposta, di un generale dovere dell'imprenditore in forma societaria (o comunque collettiva) di istituire “un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa” ha immediatamente attratto l'interesse degli studiosi<sup>1</sup>, a cominciare da alcuni di coloro che in passato – specie all'indomani della riforma del diritto societario del 2003 – avevano scandagliato il tema.

---

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, I, 11 e ss. (nonché destinato al volume collettaneo *Le crisi di impresa e del consumatore. Liber amicorum per Alberto Jorio*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, 2021, 701 e ss.); ID., *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta dalla “Proposta Rordorf” al Codice della crisi*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 482 e ss.; ID., *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 829 e ss.; M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, cit., 76 e ss.; ID., *La governance delle società private dopo il D. Lgs. 14/19*, in M. ARATO-G. D'ATTORRE-M. FABIANI, *Le nuove regole societarie dopo il codice della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2020, 3 e ss.; N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 e ss., ai quali può aggiungersi S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *IlCaso.it*, 15 ottobre 2019 (pubblicato anche, con diverse variazioni, come *Assetti adeguati e “ibridazione” del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, 433 ss.; M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 1160 e ss.; S.A. CERRATO, *Crisi, assetti adeguati e business judgement rule*, in *Corporate governance*, 2022, 303 ss.; A. LOLLI-M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti nel codice della crisi d'impresa*, in *IlCaso.it*, 1° aprile 2020. Quanto all'adeguatezza dell'assetto finanziario e sui relativi doveri di monitoraggio cfr., da

Superfluo ricordare come già in precedenza si fosse posto in evidenza, da parte della dottrina, che l'obbligo di corretta gestione andava declinato, soprattutto, alla luce di quanto disposto dagli artt. 2381 e 2403 c.c., come necessaria previsione di assetti organizzativi adeguati<sup>2</sup>, traducendosi ciò, nel contempo, nell'opportunità di un programma di valutazione del rischio di crisi<sup>3</sup>. E si era altresì rilevato che l'osservanza di detto obbligo fosse strettamente correlato alla salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario (integrante un principio generale del traffico giuridico), giacché la creazione di assetti adeguati andava vista (anche) in funzione dell'obiettivo di garantire la continuità aziendale<sup>4</sup>.

Oggi, riguardo al nuovo secondo comma dell'art. 2086, l'accento è posto giustamente in dottrina sul fatto che si tratta "di una vera e propria clausola generale che impone un dovere di corretta gestione, per così dire 'trasversale', rispetto ai modelli di organizzazione collettiva dell'attività e che riveste quindi un valore di novità sistematica di centrale rilevanza"<sup>5</sup>.

La norma infatti vale a individuare nella predisposizione di assetti adeguati – com'è stato osservato<sup>6</sup> – il cuore della funzione gestoria, la cui paternità – e quindi *responsabilità* – va riferita a coloro che di tale funzione sono investiti, riflettendo d'altronde i

---

ultimo, M. FABIANI, *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, in *Fallimento*, 2021, 1312 e ss.

<sup>2</sup> Sul tema cfr., in luogo di molti, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005; V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 e ss.; P. MONTALENTI, *Impresa, Società di capitali, Mercati finanziari*, Torino, 2017, *passim*. Con più specifico riferimento alla gestione di società in crisi cfr., *ex aliis*, A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 813 e ss.; M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in AA.VV., *Studi in onore di Belviso*, vol. I, Bari, 2011, 609 e ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304 e ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439 e ss.

<sup>3</sup> Si vedano *ex aliis*, con specifico focus sulla continuità aziendale, le indagini monografiche di M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017, e S. PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Milano, 2017, nonché, incentrata sulla insindacabilità del merito delle scelte gestorie, E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi"*, Milano, 2020. Spunti interessanti si rinvengono in A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Disciplina delle crisi dell'impresa societaria, doveri degli amministratori e strumenti di pianificazione: l'esperienza italiana*, in *IlCaso.it*, 1° novembre 2018, nonché nell'agile volume collettaneo *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di P. MONTALENTI-M. NOTARI, Milano, 2021, cui *adde* E. RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 13 ottobre 2021; M. ONZA, *Gli "adeguati assetti" organizzativi: tra impresa, azienda e società (Appunti per uno studio)*, *ivi*, 11 ottobre 2021. Nella dottrina aziendalistica cfr. F. MANCA, *Assetti adeguati e indicatori della crisi nel nuovo codice della crisi d'impresa: la visione aziendalistica*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 636 e ss.; P. BASTIA, *Gli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili nelle imprese: criteri di progettazione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 27 luglio 2021; A. QUAGLI, *Sulla necessaria rimodulazione nel Codice della Crisi degli indicatori e indici della crisi*, *ivi*, 28 agosto 2021; A. PANIZZA, *Adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili: aspetti (teorici ed) operativi*, *ivi*, 11 agosto 2021.

<sup>4</sup> M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, cit., 36 (la quale richiama, per la suddetta definizione, L. CALVOSA, *Fondo patrimoniale e fallimento*, Milano, 2003, 84).

<sup>5</sup> P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta*, cit., 483.

<sup>6</sup> Da N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, cit., 394-395.

principi sanciti dalla norma una caratteristica consustanziale all'impresa, che consiste nell'essere un'attività *organizzata*, il cui livello di complessità va dal minimo dell'impresa individuale al massimo del grande gruppo di società (dove per l'appunto il riferimento alle "dimensioni dell'impresa").

E proprio intorno al cardine concettuale dell'*organizzazione* si è proposta, fra i primi e più autorevoli commentatori, un'acuta e convincente distinzione riferita alla tendenziale insindacabilità nel merito delle scelte gestorie (c.d. *business judgment rule*): "le scelte di organizzazione – produzione di prodotti di nicchia o di largo consumo; mercato locale o internazionale; produzione con catena di montaggio o con isole di produzione e così via – sono scelte di merito strettamente connesse alle opzioni di mercato, coperte dunque dalla *business judgment rule*. Gli assetti organizzativi consistono invece nelle procedure di efficiente funzionamento aziendale, di gestione amministrativa in senso stretto, di processi contabili, di sistemi informatici che non sono affidati alla discrezionale libertà d'impresa ma devono, appunto, raggiungere la soglia dell'adeguatezza, cioè all'appropriatezza tra mezzo e fini: appunto, il principio di correttezza"<sup>7</sup>.

Restando al tema dei corollari del principio dell'adeguatezza degli assetti sul versante dei doveri degli amministratori e, quindi, della loro responsabilità nell'ipotesi di violazione di tali doveri, può ribadirsi quanto osservato all'indomani del varo del codice della crisi, vale a dire che non pare irragionevole pronosticare una ricaduta del nuovo quadro normativo sul piano delle responsabilità degli organi sociali, in termini di valutazioni tendenzialmente più rigorose nel caso di omessa o inadeguata istituzione di tali assetti; pur con i *caveat* circa la valutazione delle clausole generali giustamente messi in luce da attenta dottrina già in epoca anteriore al codice della crisi d'impresa<sup>8</sup>. Il che non significa che una negligenza di questo genere sia di per sé foriera di responsabilità in capo ad amministratori e sindaci, occorrendo pur sempre non solo l'esistenza di un danno, ma altresì la prova che esso non si sarebbe prodotto in presenza di assetti invece adeguati (c.d. giudizio controfattuale)<sup>9</sup>.

Di qui la necessità, correttamente evidenziata, di evitare "scorciatoie (indebitamente) semplificatrici volte a desumere automaticamente dall'accertamento della soprav-

<sup>7</sup> Così P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in AA.VV., *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, cit., 26. Sul tema cfr. altresì E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020, *passim*.

<sup>8</sup> P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 79, ove il rilievo che "in primo luogo le nuove clausole generali devono essere valutate in relazione a parametri tecnici che sono fortemente variabili in relazione alla tipologia, alle dimensioni, alle caratteristiche dell'impresa e, soprattutto, suscettibili di margini ampi di discrezionalità. (...) In secondo luogo si deve, conseguentemente, sottolineare che anche le linee guida, elaborate da associazioni di categoria, le norme deontologiche – si pensi, in particolare, a principi e regole prodotti dall'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili –, gli schemi tecnico-aziendalistici, costituiscono mere indicazioni di massima, contributi di specificazione delle regole generali, parametri relativi di riferimento, non, invece, paradigmi assoluti, regole fisse, in una parola *fonti eteronome di automatica integrazione della norma giuridica*. Diversamente si rischia di ricadere nell'inafausta inversione concettuale della responsabilità oggettiva: verificatosi il danno o, nel caso di crisi, l'insuccesso della procedura recuperatoria, si induce dal *default* l'inadeguatezza organizzativa, di controllo dei rischi o di prevenzione della crisi, e si imputa, per ciò solo, agli amministratori il pregiudizio occorso".

<sup>9</sup> S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, cit., 15.

venuta insolvenza la ‘prova’ dell’originaria inidoneità del modello predisposto dagli organi sociali ai fini della sua prevenzione”<sup>10</sup>.

Merita aggiungere che, se è pacifico che l’omessa – e comunque inadeguata – predisposizione di un sistema di adeguati assetti aziendali e la mancata verifica “in continuo” del loro funzionamento integra violazione dei doveri del buon amministratore, non altrettanto certo è che tali inadempimenti all’obbligo di corretta gestione integrino anche, di per sé, gli estremi delle gravi irregolarità *ex art.* 2409 c.c.

In proposito, va registrata una prima, rigorosa, presa di posizione della giurisprudenza, secondo la quale “in caso di crisi la mera ricerca di finanziatori o la mera valutazione di possibilità di cessione di beni sono condotte non idonee con il dovere di attivarsi per l’adozione e l’attuazione di uno degli strumenti previsti per il suo superamento”, poiché tali condotte risultano “di per sé non in linea con i doveri gestori oggi predicati dall’art. 2086 cc vigente”<sup>11</sup>.

Con riferimento a ciò, parrebbe predicabile l’assunto che la gravità dell’irregolarità dipenda, anche in questo caso come per regola generale, dall’intensità delle omissioni da parte degli amministratori nelle singole situazioni concrete, sicché non sembra potersi escludere *a priori* la configurabilità (anche se probabilmente non frequente nella pratica) di un comportamento irregolare seppur non grave e, come tale, estraneo al perimetro applicativo dell’art. 2409.

*2. I corollari sul piano operativo.* – La “codificazione” della regola degli assetti adeguati e la sua portata di carattere generale recano con sé implicazioni di ordine pratico, che peraltro da tempo corrispondono alla concreta adozione dei principi di corretta gestione, specialmente in caso di difficoltà economica dell’impresa.

L’aspetto più rilevante, come da tempo la dottrina aziendalistica insegna, risiede nella predisposizione dei piani economici, patrimoniali e finanziari. Ed è l’ultima di queste componenti a rivestire, probabilmente, la maggiore utilità, specie nell’ottica della prevenzione della crisi e della sua tempestiva emersione.

Come già in altra sede osservato, in effetti, il piano di tesoreria è indispensabile al fine di monitorare la sostenibilità dei debiti in chiave prospettica, vale a dire per l’intero arco temporale del piano. È chiaro infatti come non possa esservi sostenibilità del debito quando la liquidità di fine periodo è pari a zero (in assenza di affidamenti), oppure quando essa assume valori tali da non trovare idonea copertura negli affidamenti ottenuti.

La possibilità di ricavare dal piano di tesoreria elementi di effettiva utilità è subordinata alla verifica dell’andamento mensile della liquidità per almeno dodici mesi; e un’indicazione “andamentale” siffatta si rivela particolarmente importante nell’ipotesi di attività contraddistinte da uno spiccato livello di stagionalità (come ad esempio nei settori dell’abbigliamento e del turismo).

Beninteso, ai fini di cui trattasi risulta necessario – com’è stato osservato – “curare l’aggiornamento tempestivo della contabilità, anche tramite l’adozione di programmi

<sup>10</sup> N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d’impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, cit., 397.

<sup>11</sup> Trib. Milano, 18 ottobre 2019, in *Giur. it.*, 2020, 363 e ss. (con nota di O. CAGNASSO); sul tema v. anche Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Il Caso.it*; Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *DeJure.it*.

contabili che pre-impostino la prima nota sulla base della fattura elettronica ricevuta e che effettuino la riconciliazione automatica dei movimenti bancari. I termini per la contabilizzazione dei fatti di gestione sono di sessanta giorni, ma questi strumenti potrebbero consentire tempi molto più rapidi di aggiornamento a parità di forza lavoro impiegata”<sup>12</sup>.

In definitiva, la riforma conferma una volta di più l'estrema rilevanza, nell'ottica di una gestione attenta e lungimirante, della redazione di documenti previsionali e dell'effettuazione di verifiche periodiche: dal che deriva, sul piano degli obblighi in campo contabile, che “appare ormai riduttivo ed errato pensare che l'unico bilancio obbligatorio sia quello d'esercizio”<sup>13</sup>.

Con la precisazione – come si diceva all'inizio del paragrafo – che già prima della novella era richiesta all'organo amministrativo la predisposizione di sistemi di monitoraggio patrimoniale, economico e finanziario idonei a verificare la sussistenza delle condizioni che consentano la prosecuzione dell'attività aziendale, ricavandosi detto obbligo dalla disciplina in tema di bilancio (per tutti l'art. 2423-*bis*, primo comma, n. 1) e nei principi contabili, che richiedono agli amministratori di verificare l'esistenza del presupposto per l'applicazione dei criteri di valutazione basati sul c.d. *going concern*.

3. La “funzionalizzazione” del precetto alla tempestiva emersione della crisi. – Nel sancire in via generale, per ogni impresa collettiva, il dovere di istituire assetti adeguati, il secondo comma dell'art. 2086 c.c. ne indica al tempo stesso la principale, seppur non esclusiva, finalità: quella di rilevare tempestivamente la crisi e la perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti legali diretti al superamento della crisi e al recupero della predetta continuità.

E non a caso già all'indomani della pubblicazione del d.lgs. n. 14/2019 si è parlato in proposito, da parte di alcuni commentatori (fra cui chi scrive), di funzionalizzazione dell'adeguatezza degli assetti alla tempestiva emersione della crisi<sup>14</sup>.

Il rilievo, di per sé corretto, secondo il quale con l'utilizzo della congiunzione “anche” davanti all'espressione “in funzione” il legislatore ha “voluto mostrarsi consapevole che questa finalità (...) va soltanto ad *aggiungersi* agli *ulteriori*, ancorché non *verbatim* esplicitati, funzioni-scopi rispetto ai quali “da sempre” doveva essere (come continua a dover essere) misurata la adeguatezza degli assetti organizzativi”<sup>15</sup>, nulla toglie all'oggettiva centralità della dimensione finalistico-funzionale del precetto collegata a eventi patologici della vita dell'impresa quali la perdita della continuità e lo stato di crisi; precetto non *pour cause* sancito dal codice della crisi, sebbene attraverso la modifica di una disposizione codicistica.

Ciò trova conferma in quella previsione del codice della crisi (con la quale esordisce il Capo II sui principi generali) che rappresenta, in qualche modo, il *pendant* di quella

---

<sup>12</sup> P.G. CECCHINI, *Responsabilità organizzativa e assetti minimali per le PMI*, in *Atti del ciclo di incontri sul Codice della crisi e dell'insolvenza*, Modena, 14 marzo 2019, 15-16 del dattiloscritto.

<sup>13</sup> M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, cit., 80.

<sup>14</sup> S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, cit., 8.

<sup>15</sup> E. BARCELONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella “crisi”*, cit., 3.

codicistica: “l'imprenditore collettivo deve adottare un assetto organizzativo amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative” (art. 3, secondo comma, CCI).

Nella nuova sistematica dell'ordinamento concorsuale il principio dell'adeguatezza degli assetti assolve, ai sensi dell'art. 3, terzo comma, CCI, alle concorrenti funzioni di:

a) rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore;

b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4;

c) ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2.

4. *L'esportazione dei precetti della disciplina azionaria alle s.r.l.* – Com'è noto, il quarto comma dell'art. 377 ha modificato l'art. 2475 c.c., sancendo l'applicazione anche alle s.r.l. del principio dell'esclusività della gestione dell'impresa da parte degli amministratori. Ciò tuttavia è venuto a inserirsi in un tessuto normativo caratterizzato da ampie prerogative in capo ai soci, il che comporta la necessità di verificare se e come sia possibile rimediare a questa sopravvenuta aporia del sistema.

L'opinione prevalente sembra, almeno allo stato, incline a circoscrivere la portata innovativa della norma all'insegna dell'esigenza di compatibilità con il resto della disciplina in tema di s.r.l. Secondo questa prospettiva, solo la creazione e l'applicazione degli assetti adeguati spetterebbe agli amministratori, laddove l'operatività gestoria resterebbe di competenza degli amministratori o dei soci a seconda del modello concretamente adottato<sup>16</sup>.

Questo approccio ermeneutico, certamente consentito dalla non del tutto perspicua formulazione della norma (e dal difetto di coordinamento con altre disposizioni in materia), implica che la nuova previsione vada letta attraverso la lente del previgente sistema societario. Secondo un diverso angolo visuale, invece, sarebbe preferibile, sul piano metodologico, reinterpretare la vecchia disciplina alla luce della rilevante novità da ultimo introdotta e non il contrario, rientrando l'art. 377 nel novero di quelle previsioni che vanno a incidere direttamente sulla disciplina codicistica e che proprio per questo hanno valenza generale, prescindendo dall'esistenza di un contesto di crisi: di tal che non risulterebbe agevole limitarne la portata innovativa in termini di uniformazione al regime azionario, tanto più se si considera l'identità di formulazione letterale con il novellato art. 2380-*bis* c.c.

Ma anche valorizzando il rapporto della norma con il governo della crisi vale il rilievo in base al quale proprio in quest'ambito è utile poter contare su un unico – e qualificato – interlocutore quale l'organo gestorio piuttosto che dover interagire con la di-

<sup>16</sup> Orientati sostanzialmente in tal senso, fra gli altri, O. CAGNASSO, *Diritto societario e mercati finanziari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 849 e ss. e P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta*, cit., 486.

somogenea (e di regola meno tecnicamente attrezzata) compagine sociale<sup>17</sup>.

In quest'ottica, è stata valorizzata la rilevanza, sul piano esegetico, del riferimento della norma alla generalità delle operazioni necessarie all'attuazione dell'oggetto sociale.

Si è osservato, in proposito, che detto inciso “è palesemente relativo alla (e si sostanzia nella) gestione dell'impresa societaria. In altri termini, è tale inciso che a mio avviso deve costituire la chiave di lettura della norma del primo comma dell'art. 2475 c.c. e del principio di esclusività della gestione degli amministratori, in quanto esso, per così dire, chiude il cerchio della norma nel senso della attribuzione ai soli amministratori della gestione dell'impresa, estrinsecantesi nel compimento di tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale”<sup>18</sup>.

Rispetto alle letture testé riportate, si è proposta in dottrina una soluzione, per così dire, “mediana” in base alla quale le prescrizioni di cui agli artt. 2468, terzo comma e 2479, primo comma, c.c., andrebbero ridotte, per effetto della novella, allo stesso livello dell'art. 2364, primo comma, n. 5), c.c.: né il singolo socio, né l'assemblea dei soci potrebbero quindi vincolare gli amministratori. “In presenza, tuttavia, di attribuzione di competenze gestorie ai soci, nelle forme di particolari diritti individuali o di specifiche competenze assembleari, si dovrebbe capire se e in quali termini i soci che di quei poteri sono titolari possano risultare coinvolti nei doveri di rilevazione e superamento della crisi di cui al Codice della crisi. Verosimilmente, verrebbe da dire, tali doveri non possono che incombere sui titolari di competenze gestorie generali, e, in particolare, su coloro che sono chiamati a controllare periodicamente la situazione economico-finanziaria della società e che redigono i documenti di informazione finanziaria (pertanto gli amministratori in senso stretto)”<sup>19</sup>.

Probabilmente, come in altra sede si è avuto modo di osservare<sup>20</sup>, quest'ultima impostazione coglie maggiormente nel segno, rappresentando un confacente “punto di caduta” del dibattito senza correre il rischio di ipervalorizzare la discontinuità normativa, fors'anche al di là della plausibile *intentio legis*.

Sul piano delle implicazioni di carattere sistematico, ad ogni buon conto, appare corretta l'impressione secondo la quale, ferme naturalmente le regole proprie della s.r.l., si registra la tendenza dell'ordinamento a una spiccata “ibridazione” fra modelli, che a sua volta sembra condurre a una sostanziale “detipizzazione” societaria: il che conferma, in definitiva, la centralità dell'impresa (non soltanto nel campo del diritto della crisi) e con essa il prevalere, da tempo in atto come linea evolutiva del sistema, del diritto dell'impresa sul diritto delle società<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Le Società*, 2019, 800-801, inizialmente condivisa da chi scrive (*L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *IICa-so.it*, 15 ottobre 2019, 11 e ss.).

<sup>18</sup> L. CALVOSA, *op. cit.*, 800.

<sup>19</sup> V. DI CATALDO-S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 317, i quali precisano che “questa conclusione pare ragionevole in caso di attribuzione solo occasionale e specifica di poteri gestionali ai soci. Tuttavia, laddove la devoluzione di tali competenze ai soci assumesse carattere più esteso e generale, si dovrebbe verosimilmente ragionare su una analoga estensione agli stessi dei doveri di rilevazione e superamento della crisi”.

<sup>20</sup> S. AMBROSINI, *Assetti adeguati*, cit., 440 s.

<sup>21</sup> Per questa constatazione v., da ultimo e in luogo di altri, L. CALVOSA, *op. cit.*, 800.



5. *Le azioni di responsabilità nella liquidazione giudiziale.* – Veniamo ora a esaminare la tematica delle azioni di responsabilità quali regolate dal codice della crisi: aspetto la cui rilevanza, anche sul piano pratico, è ulteriormente accresciuta, a partire dalla riforma organica del 2006, per effetto del forte ridimensionamento del rimedio revocatorio, giacché dette azioni rappresentano ormai da tempo “una delle principali fonti di approvvigionamento delle procedure concorsuali e di possibile soddisfazione dei creditori”<sup>22</sup>.

La disciplina del codice della crisi sulla liquidazione giudiziale delle società (Capo VIII, artt. 254 e ss.) si apre con la previsione dei doveri di collaborazione degli amministratori e dei liquidatori nei confronti del curatore e del comitato dei creditori e prosegue, immediatamente dopo, con l’enucleazione delle azioni di responsabilità esperibili dal curatore, a puntuale conferma della notevole rilevanza, teorica e pratica, del tema. All’art. 255 si stabilisce infatti che questi può promuovere o proseguire, anche separatamente, l’azione sociale di responsabilità, l’azione dei creditori sociali prevista dall’art. 2394 e dall’art. 2476, sesto comma, c.c., l’azione prevista dall’art. 2476, ottavo comma, c.c., l’azione prevista dall’art. 2497, quarto comma, c.c., nonché tutte le altre azioni di responsabilità che gli sono attribuite da singole disposizioni di legge.

E proprio da quest’ultima previsione, di natura chiaramente (e volutamente) residuale, si ricava il carattere non tassativo dell’elencazione di cui sopra (basti pensare all’irrelevanza del mancato riferimento all’azione *ex art.* 2486 c.c., norma peraltro menzionata espressamente dall’art. 378), che risulta opportunamente arricchita in rapporto a quanto previsto dall’art. 146, l. fall., modificato dalla riforma del 2006 rispetto a una versione, quella del 1942, connotata da una laconicità tale da comportare in passato – com’è ben noto – un numero di questioni interpretative davvero eccessivo<sup>23</sup>.

Il tenore della norma in esame comporta tuttavia, al tempo stesso, che il curatore possa agire, al di là dei suddetti, tipizzati, casi, solo sulla scorta di quanto sancito da specifiche disposizioni di legge; ferma restando, naturalmente, la possibilità di convenire in giudizio soggetti terzi a titolo di concorso (tipicamente: gli istituti di credito per concessione abusiva di credito<sup>24</sup>).

Quanto alla menzione, nella norma, della duplice ipotesi dell’esperimento *ex novo* e della prosecuzione dell’azione, merita chiarire che essa, di là da una possibile apparenza *prima facie*, non è affatto idonea a mettere in discussione il consolidato assunto della c.d. inscindibilità dell’iniziativa del curatore<sup>25</sup>. Semplicemente, la nuova formulazione va interpretata “nel senso che il curatore può promuovere l’una e l’altra in processi distinti (ma con l’avvertenza che, poi, si potranno porre i problemi in tema di con-

<sup>22</sup> A. JORIO, *La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 150.

<sup>23</sup> Sul tema, fra i molti, G. CAVALLI, *Il fallimento delle società*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, diretto da A. JORIO- B.N. SASSANI, Milano, 2014, 255 e ss.; S. AMBROSINI, *Le azioni di responsabilità*, in S. AMBROSINI- G. CAVALLI-A. JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, XI.2, Padova, 2009, 735 e ss.

<sup>24</sup> Sul tema si veda, da ultimo, l’ampia e articolata sentenza della Cassazione n. 18610 resa in data 30 giugno 2021, in *Fallimento*, 2020, con nota di A.A. DOLMETTA, “*Merito del credito*” e *procedure di sovraindebitamento*, 1207 e ss.

<sup>25</sup> Cfr., anche per riferimenti, L. D’ORAZIO, *L’azione di responsabilità del curatore fallimentare nelle s.p.a. e nelle s.r.l.: profili sostanziali e processuali. carattere unitario ed inscindibile dell’azione ex art. 146 l.fall.*, in *Giur. Merito*, 2010, 707.

tinenza, di connessione e di cumulo oggettivo e soggettivo), fermo restando che il risarcimento non potrà essere duplicato”<sup>26</sup>.

6. (Segue): *le azioni di responsabilità nel concordato preventivo*. – La questione della legittimazione a promuovere l’azione di responsabilità è ancor più dibattuta in materia di concordato preventivo quale disciplinato dalla vigente legge fallimentare<sup>27</sup>, con particolare riferimento al caso in cui si verta nell’ipotesi di concordato con cessione di beni.

Per quanto concerne l’azione sociale di responsabilità<sup>28</sup>, si afferma da tempo giustamente che “non si vede perché la società non possa inserire nella proposta concordataria un’apposita clausola di cessione anche dell’eventuale ricavato dell’azione di responsabilità che intenda promuovere o abbia già promosso”<sup>29</sup>.

Si tratta quindi, come chi scrive ha in altra sede rilevato<sup>30</sup>, di stabilire se, nel caso concreto, il piano di concordato comprenda o meno l’esperimento dell’azione sociale di responsabilità, come “cespite” da alienare, ovvero come iniziativa da perseguire al fine di procurare la “provvista” per il successivo soddisfacimento dei creditori concordatari, da attuarsi attraverso la distribuzione del ricavato dell’azione stessa.

Non sembrano sussistere particolari dubbi in ordine all’ammissibilità dell’iniziativa né all’individuazione dei soggetti legittimati, allorché l’esperimento dell’azione sociale sia stato espressamente previsto nel piano e nella proposta di concordato e preventivamente deliberato dall’assemblea.

In seguito all’omologazione del concordato che preveda l’esperimento dell’azione sociale di responsabilità, la legittimazione all’esercizio dovrebbe spettare al liquidatore designato dal tribunale. Ed invero, il trasferimento – conseguente al decreto di omologazione del concordato con *cessio bonorum* – del potere di amministrazione e disposizione dell’attivo concordatario si riverbera anche sul piano processuale, dovendosi riconoscere al liquidatore la legittimazione ad agire (e a resistere) nei giudizi destinati ad influire sulle operazioni di liquidazione e di ripartizione del ricavato e, segnatamente: (i) nei giudizi per il recupero dei beni soggetti al concordato, (ii) nelle azioni patrimoniali relative ai beni ceduti, nonché (iii) nelle controversie aventi ad oggetto obbligazioni afferenti alle operazioni di liquidazione.

<sup>26</sup> Così M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali dopo il codice della crisi*, in M. ARATO-G. D’ATTORRE-M. FABIANI, *Le nuove regole societarie dopo il codice della crisi e dell’insolvenza*, cit., 124-125, ove la precisazione che “l’azione dei creditori sociali, in quanto volta alla reintegrazione della garanzia patrimoniale mediante l’aggressione di un patrimonio additivo (quello degli organi sociali) consente il ripristino della garanzia patrimoniale a favore di quei creditori insoddisfatti, ma nulla di più; diversamente l’azione della società può mirare ad accrescere il patrimonio sociale nella misura in cui gli atti di *ma-la gestio* addebitati agli organi della società abbiano impedito un incremento del patrimonio sociale”.

<sup>27</sup> Sul tema cfr., anche per gli opportuni riferimenti, A. ZANARDO, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo*, Torino, 2018, 107.

<sup>28</sup> In argomento, fra gli studi monografici recenti, si veda M. FABIANI, *L’azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015, ove ampia bibliografia.

<sup>29</sup> G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011, 341.

<sup>30</sup> Le considerazioni che seguono nel testo sono tratte da S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto da F. VASSALLI-F.P. LUISO-E. GABRIELLI, IV, Torino, 2014, 141 e ss.

Resta in ogni caso inteso che – come già accennato – l’esperimento dell’azione sociale deve essere preceduto, a norma dell’art. 2393 c.c., da apposita deliberazione assembleare.

Più complesso si rivela individuare una legittimazione attiva del liquidatore giudiziale nell’ipotesi, riscontrabile nella prassi con frequenza senz’altro maggiore, in cui il piano e la proposta di concordato nulla dispongano in relazione all’esperimento dell’azione sociale di responsabilità.

Ora, muovendo dalla circostanza che il liquidatore è legittimato a proporre soltanto le iniziative di carattere patrimoniale afferenti ai beni ceduti e funzionali all’incarico conferitogli (escludendosi invece la sua facoltà d’intervento in materie estranee alla liquidazione), l’esperimento dell’azione sociale sembra competere al liquidatore giudiziale esclusivamente nell’ipotesi in cui il credito risarcitorio da *mala gestio* sia ricompreso nel compendio da liquidare, il che probabilmente avviene sia nell’ipotesi in cui il piano preveda espressamente tale iniziativa, sia allorquando l’assemblea l’abbia preventivamente autorizzata, elevando la pretesa risarcitoria a componente attiva del patrimonio concordatario.

Come si è già avuto modo di rilevare, infatti, in caso di concordato *tout court* liquidatorio, la cessione – stando all’orientamento maggioritario – dovrebbe avere ad oggetto l’intero patrimonio del proponente, comprendendo necessariamente anche i beni e i diritti non espressamente menzionati nel piano. Ed invero, la giurisprudenza, non diversamente dal passato, tende ad escludere che il concordato per *cessio bonorum* possa prevedere la cessione solo parziale dei beni, sul presupposto che l’art. 2740 c.c., applicabile a qualsiasi debitore, vale *a fortiori* per l’imprenditore in stato di crisi<sup>31</sup>.

A tale stregua, dovendo l’attività di dismissione concernere l’intero complesso di beni e diritti della società istante, la questione della legittimazione del liquidatore giudiziale all’esperimento dell’azione sociale potrebbe essere risolta alla luce della possibilità di collocare tale iniziativa nel novero dei “beni” oggetto di liquidazione.

In tale cornice, si tratta allora di verificare se, costituendo oggetto della cessione i beni esistenti nel patrimonio della società alla data della domanda di concordato, la pretesa risarcitoria della società nei confronti degli amministratori e sindaci possa ritenersi esistente sin dal momento della presentazione del ricorso.

Orbene, pare che la risposta possa essere affermativa, sulla scorta del rilievo che le pretese in questione, benché non ancora determinate nel loro ammontare, trovano il proprio “momento genetico” in condotte anteriori alla domanda di concordato. Ciò del resto è confermato dalla natura giuridica dell’azione di responsabilità, la quale non culmina con una pronuncia costitutiva, atteggiandosi, invece, a domanda di accertamento cui accede una susseguente statuizione condannatoria.

Per quanto concerne l’azione di responsabilità spettante ai creditori sociali, merita ricordare come, relativamente alla legge fallimentare del 1942, parte della dottrina ritenesse, in passato, che l’azione *ex art.* 2394 c.c., mirando alla ricostituzione del patrimonio della società in funzione del soddisfacimento dei creditori sociali, non sarebbe stata compatibile con il concordato omologato, posto che, diversamente, i creditori avrebbero percepito di più di quanto l’effetto remissorio del concordato avrebbe loro riservato. Si era, in particolare, affermato che, una volta ottenuto il pagamento della

<sup>31</sup> S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo*, cit., 142.

percentuale concordataria, i creditori sociali cessano di essere tali, con conseguente “affievolimento” del diritto di promuovere l’azione *de qua*, che ai creditori sociali, per l’appunto, è riservata.

In tale prospettiva, ove si consentisse ai creditori sociali l’esercizio dell’azione di responsabilità *ex art.* 2394 c.c., il debitore sarebbe comunque tenuto a corrispondere, sia pure a mezzo del risarcimento conseguito dagli amministratori della società per i danni derivati dalla mancata conservazione dell’integrità del patrimonio sociale, la porzione dei propri crediti oggetto di falcidia, con il risultato sostanziale di elidere il principio dell’obbligatorietà del concordato.

L’argomento, tuttavia, non appare decisivo, dal momento che, a ben vedere, la disciplina del concordato omologato esclude che i relativi effetti liberatori possano riverberarsi su soggetti diversi rispetto al debitore, fatto salvo, naturalmente, il caso dei soci illimitatamente responsabili, a norma del secondo comma dell’art. 184 l. fall.; non a caso, lo stesso art. 184, al primo comma, prevede che l’effetto obbligatorio del concordato non esclude che il creditore possa agire nei confronti dei coobbligati e dei garanti per conseguire la differenza tra quanto aveva inizialmente il diritto di avere e quanto ha ricevuto in sede concordataria.

In tale luce, l’omologazione del concordato non può dispiegare i propri effetti nei confronti degli amministratori i quali non sono comunque parti del concordato, non costituendo ostacolo al promovimento dell’azione di responsabilità dei creditori, la quale, peraltro, ha ad oggetto un rapporto obbligatorio tra creditori e terzi, autonomo rispetto a quelli incisi dalla convenzione concordataria tra creditori e società<sup>32</sup>.

Quanto, infine, all’individuazione dei soggetti legittimati all’esperimento dell’azione nei confronti degli amministratori della società ammessa alla procedura di concordato preventivo per cessione dei beni omologato, sembra doversi escludere il trasferimento della legittimazione attiva in capo al liquidatore giudiziale. Questi appare, in effetti, privo del potere di avvalersi del rimedio posto a tutela dei creditori, in quanto è un soggetto terzo rispetto non solo all’imprenditore, ma anche a quanti vantino pretese creditorie, non essendo pertanto assimilabile a un loro mandatario.

A ciò si aggiunga che l’art. 2394-*bis* c.c. non contiene alcun riferimento al liquidatore, né pare ipotizzabile la sua applicazione in chiave analogica, trattandosi di disposizione di natura eccezionale.

L’ipotetica sussistenza del diritto di agire in capo al liquidatore, pertanto, si pone in contrasto con il principio di tassatività della legittimazione straordinaria cristallizzato nell’art. 81 c.p.c., donde la conclusione che l’azione di responsabilità dei creditori sociali, nel contesto del concordato preventivo, potrà essere spiegata dai creditori *uti singuli*, esattamente come accade nel caso in cui la società debitrice sia *in bonis*.

Vi è invece assai poco da dibattere circa il rapporto fra azione di responsabilità e concordato con continuità aziendale, in quanto la legittimazione ad esperire l’azione sociale (*nulla quaestio* per quella spettante ai creditori) compete in via esclusiva alla società. In dottrina si è peraltro giustamente presa in considerazione, ai fini che ci occupano, l’ipotesi dei piani concordatari cc.dd. misti, nei quali cioè coesistano una componente di prosecuzione dell’attività e una liquidatoria, occorrendo in tal caso interrogarsi circa l’allocazione della pretesa risarcitoria in parola. In proposito, si è osservato

<sup>32</sup> S. AMBROSINI, *ivi*, 146-147.

che “non sembra realistico fornire una risposta valevole per ogni piano perché si tratterà di verificare, di volta in volta, quali risorse della società siano destinate a finanziare la continuità (e, di poi, i creditori con i frutti della continuità) e quali siano direttamente dedicate al soddisfacimento dei creditori. In particolare, se il piano prevedesse una *good company* e una *bad company*, o altri metodi di separazione patrimoniale, l'azione potrebbe essere allocata sia nell'una che nell'altra, fermo restando che della scelta il debitore dovrà fornire una giustificazione razionale; così pure, nulla esclude, che nei piani “misti” si preveda la cessione dell'azione di responsabilità, al pari della cessione di qualunque altro *asset*”<sup>33</sup>.

Rispetto al quadro fin qui sunteggiato, il codice della crisi è intervenuto introducendo una disposizione opportunamente chiarificatrice.

L'art. 115 CCI<sup>34</sup>, infatti, stabilisce, al secondo comma, che il liquidatore esercita oppure, se pendente, prosegue l'azione sociale di responsabilità. Ogni patto contrario o ogni diversa previsione contenuti nella proposta o nel piano sono inopponibili al liquidatore e ai creditori sociali.

Quanto ai soggetti legittimati a promuovere l'azione dei creditori sociali, il terzo comma della norma sancisce, anche in pendenza della procedura e nel corso della sua esecuzione, la legittimazione di ciascun creditore sociale a esercitare o proseguire l'azione di responsabilità prevista dall'art. 2394.

Dal tenore dell'articolo in parola si evince chiaramente, dunque, la legittimazione del liquidatore giudiziale all'esperimento dell'azione sociale; attribuzione, questa, inderogabile ad opera dell'autonomia privata. E in ciò risiede indubbiamente, nel raffronto con la legge fallimentare, un fattore di minor appetibilità dell'istituto concordatario quale regolato dal codice della crisi rispetto, ad esempio, all'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Ed infine, il fatto che l'unica disposizione in materia di azioni di responsabilità nel concordato riguardi, come recita la rubrica dell'art. 115, le azioni del liquidatore giudiziale in caso di cessione dei beni costituisce puntuale e definitiva conferma della carenza di legittimazione in capo al commissario giudiziale, eccezion fatta per l'ipotesi di esercizio dell'azione in sede penale attraverso la costituzione di parte civile, come previsto dall'art. 347 del codice della crisi (sulla falsariga di quanto disposto dall'art. 240 l. fall.).

7. *La previsione relativa alla quantificazione del danno risarcibile.* – Com'è a tutti noto, uno dei problemi più delicati in materia di azioni di responsabilità è costituito, tradizionalmente, dalla quantificazione del danno risarcibile.

Il quadro della giurisprudenza che il legislatore del 2019 si è trovato davanti era abbastanza frammentario. Si andava infatti da pronunce che invocavano criteri differenziali – quello dei cc.dd. netti patrimoniali, ma in certi casi anche la differenza fra passivo e attivo fallimentari – a decisioni attestate invece sull'ossequio al principio di causalità materiale e alla conseguente necessità di individuare le singole operazioni foriere di pregiudizio.

<sup>33</sup> M. FABIANI, *Le azioni di responsabilità verso gli organi sociali dopo il codice della crisi*, cit., 141.

<sup>34</sup> Su questa disposizione cfr., *ex alis*, M. FABIANI, *op. ult. cit.*, 138-141; F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, Milano, 2019, 80-81.

Nel 2015 erano intervenute le Sezioni Unite della Cassazione<sup>35</sup> che, come si legge nella massima della sentenza in questione, avevano sancito il seguente principio: “Nell’azione di responsabilità promossa dal curatore del fallimento di una società di capitali nei confronti dell’amministratore della stessa, l’individuazione e la liquidazione del danno risarcibile deve essere operata avendo riguardo agli specifici inadempimenti dell’amministratore, che l’attore ha l’onere di allegare, onde possa essere verificata l’esistenza di un rapporto di causalità tra tali inadempimenti ed il danno di cui si pretende il risarcimento. Nelle predette azioni la mancanza di scritture contabili della società, pure se addebitabile all’amministratore convenuto, di per sé sola non giustifica che il danno da risarcire sia individuato e liquidato in misura corrispondente alla differenza tra il passivo e l’attivo accertati in ambito fallimentare, potendo tale criterio essere utilizzato soltanto al fine della liquidazione equitativa del danno, ove ricorrano le condizioni perché si proceda ad una liquidazione siffatta, purché siano indicate le ragioni che non hanno permesso l’accertamento degli specifici effetti dannosi concretamente riconducibili alla condotta dell’amministratore e purché il ricorso a detto criterio si presenti logicamente plausibile in rapporto alle circostanze del caso concreto”.

L’arresto, che nelle sue intenzioni avrebbe dovuto porre fine all’annosa *querelle*, si è tuttavia rivelato almeno in parte inidoneo allo scopo, non avendo esso obliterato in via definitiva – né forse sarebbe stato possibile – il criterio del c.d. deficit fallimentare.

A valle della legge n. 155/2017, che fra i principi di delega aveva previsto l’enucleazione dei “criteri di quantificazione del danno risarcibile nell’azione di responsabilità promossa contro l’organo di amministrazione della società”, la Commissione di riforma incaricata di redigere lo schema di decreto delegato aveva posto l’accento sul “pregiudizio arrecato al patrimonio sociale dai singoli atti” posti in essere in violazione del dovere, richiamando espressamente le disposizioni codicistiche in tema di risarcimento del danno da inadempimento delle obbligazioni (artt. 1223, 1225, 1226, 1227) e confinando la possibilità di ricorrere a metodi di calcolo differenziali al “caso di scritture contabili mancanti o comunque inattendibili”, con espressa “salvezza della prova contraria”.

Nel testo finale l’art. 378 risulta invece imperniato sul *criterio differenziale*, essendo il danno, beninteso previo accertamento della responsabilità, quantificato in misura “pari alla differenza tra il patrimonio netto alla data in cui l’amministratore è cessato dalla carica o, in caso di apertura di una procedura concorsuale, alla data di apertura di tale procedura e il patrimonio netto determinato alla data in cui si è verificata una causa di scioglimento di cui all’articolo 2484, detratti i costi sostenuti e da sostenere, secondo un criterio di normalità, dopo il verificarsi della causa di scioglimento e fino al compimento della liquidazione”.

La norma utilizza il verbo “si presume”, facendo espressamente “salva la prova di un diverso ammontare”, con ciò denotando il carattere inequivocabilmente relativo della presunzione<sup>36</sup>: fermo restando che è innegabile l’inversione dell’onere della prova operata a carico, e quindi a sfavore, dei soggetti convenuti in responsabilità, secondo

---

<sup>35</sup> Cass., S.U., 6 maggio 2015, n. 9100, in *Foro it.*, 2016, con nota di M. FABIANI, *La determinazione causale del danno nelle azioni di responsabilità sociali e il ripudio delle semplificazioni*, 282 e ss.

<sup>36</sup> Così già A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 306, che parla di “presunzione dichiaratamente *ius tantum*”.

alcuni in modo troppo afflittivo<sup>37</sup>, anche se si tratta di corollario discendente dalla struttura stessa dell'opzione normativa adottata.

Non può tuttavia negarsi che la norma omette del tutto di considerare il comportamento tenuto dagli amministratori nell'arco di tempo intercorso tra l'inverarsi della causa di scioglimento e la cessazione della carica o l'apertura di una procedura concorsuale, con ciò introducendo "una forma di automatismo nel calcolo del danno liquidabile, che trascura l'effettivo apporto causale imputabile al convenuto"<sup>38</sup>.

Il ricorso al c.d. *deficit* fallimentare (definito come "differenza tra attivo e passivo accertati nella procedura") è espressamente limitato ai casi in cui, aperta una procedura concorsuale, risulti che "mancano le scritture contabili o se a causa dell'irregolarità delle stesse o per altre ragioni i netti patrimoniali non possono essere determinati".

Con il complesso di questa previsione il legislatore si è prodotto in un commendevole sforzo di chiarificazione del problema<sup>39</sup>, che al tempo stesso si traduce in una disciplina "agevolativa" della quantificazione del danno, all'atto pratico rivelatasi troppo spesso, in passato, ai confini con la *probatio diabolica* (specie rispetto all'esatta determinazione del pregiudizio strettamente derivato da ogni singola operazione gestoria).

Lo sforzo chiarificatore di cui si diceva, tuttavia, non appare del tutto riuscito.

Perplexità sollevano infatti, in particolare, tre profili della disposizione in esame.

Il primo attiene all'indistinto riferimento al patrimonio netto della società alla data di apertura della procedura concorsuale: aspetto, questo, non esente da criticità, in quanto a ben vedere si sarebbe dovuta considerare l'ipotesi in cui la società sia stata messa previamente in liquidazione<sup>40</sup>; ad eccezione però, in questo caso, dell'eventualità in cui si tratti non di semplice perdita del capitale, ma di vero e proprio stato di insolvenza, perché allora la semplice messa in liquidazione non è di per sé sufficiente a scongiurare quell'aggravamento del dissesto derivante dalla maturazione di oneri finanziari sul debito chirografario, che solo l'accesso a una procedura concorsuale è in grado di bloccare (artt. 55 e 169 l. fall.).

Il secondo profilo attiene al fatto che la norma menziona erroneamente l'*apertura* della procedura anziché la *domanda* giudiziale funzionale ad accedervi. Dal punto di vista della concreta applicazione della legge, quindi, si tratta di valutare, da parte dei tribunali delle imprese, se formulare ai consulenti tecnici quesiti che contengano, in qualche modo *praeter legem* ma con interpretazione opportunamente correttiva, la

---

<sup>37</sup> A. BARTALENA, *op. cit.*, 307, che parla di un "aggravamento della posizione dell'amministratore convenuto, che non appare sorretto da una valida giustificazione".

<sup>38</sup> A. BARTALENA, *op. cit.*, 306.

<sup>39</sup> Ma si veda la critica di V. CALANDRA BUONAURO, *Amministratori e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 18: "con il chiaro intento di agevolare sul piano probatorio chi agisce in responsabilità si è adottata una soluzione drastica che si pone in evidente contrasto con i principi civilistici in tema di risarcimento del danno e del relativo onere della prova e con le conclusioni alle quali, facendo applicazione di tali principi, erano in precedenza pervenute le Sezioni Unite della Cassazione, nella nota sentenza n. 9100 del 6 maggio 2015, senza, peraltro, ottenere il risultato voluto di eliminare ogni incertezza e troncare ogni discussione sul punto".

<sup>40</sup> Osserva infatti F. DIMUNDO, *Le azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali*, cit., 500, che non è possibile addebitare legittimamente agli amministratori "la perdita incrementale registratasi dopo l'avvio – sia pure tardivo – della liquidazione e fino alla dichiarazione di fallimento (*rectius*, liquidazione giudiziale) o al deposito della domanda di apertura di altra procedura concorsuale". L'autore non sembra peraltro farsi carico del problema segnalato subito qui in appresso nel testo.

menzione di questo diverso momento, tenuto conto, in particolare, che l'art. 182-*sexies* – i cui effetti si producono appunto dal deposito della domanda – sterilizza l'operatività della causa di scioglimento per tutta la durata della procedura.

Il terzo punto riguarda l'automatismo stesso sul quale è imperniata la norma, la cui formulazione parrebbe incompatibile con il ricorso alla valutazione equitativa del giudice ex art. 1226 c.c. spesso utilizzato fin qui dalla giurisprudenza: ciò che ha sollevato la severa critica di una parte della dottrina<sup>41</sup>.

Sul piano esegetico, merita sottolineare che il criterio di normalità invocato dalla legge a proposito dei costi di liquidazione da detrarre dall'ammontare del danno pare alludere – com'è stato osservato – “al fatto che detti costi debbano essere individuati in quegli oneri che si sarebbero prodotti nel tempo ragionevolmente necessario a liquidare una società avente oggetto e dimensioni corrispondenti a quella fallita”<sup>42</sup>.

Un dubbio interpretativo non trascurabile, poi, riguarda l'utilizzo dell'espressione “altre ragioni” là dove la norma contempla l'impossibilità di determinare i netti patrimoniali, accanto – come si diceva – alla mancanza e all'irregolarità delle scritture contabili.

Non potendosi ritenere pleonastica questa sorta di previsione residuale, si è ipotizzato che la regolarità della tenuta di dette scritture “debba intendersi quale regolarità formale, e che le ulteriori «ragioni» comprendano quindi tutte le ipotesi – «mediane» –, in cui le scritture contabili della fallita siano state (solo) formalmente tenute, ma risultino nel loro complesso sostanzialmente inattendibili”<sup>43</sup>. L'ipotesi appare corretta, anche se forse non esaurisce l'intero spettro della possibile casistica.

Il punto da sottolineare con forza, in ogni caso, è che non dev'essere consentito, attraverso forzature interpretative *contra rationem legis*, far rientrare dalla finestra, per così dire, ciò che la norma ha voluto, in linea di principio, mettere alla porta, vale a dire il ricorso al criterio del deficit fallimentare. Ad esso può dunque legittimamente attingersi *soltanto* in quelle situazioni – il cui verificarsi è piuttosto raro nella pratica – nelle quali (i) mancano del tutto le scritture contabili; (ii) la loro irregolare tenuta o, per l'appunto, altre ragioni precludono la determinazione dei netti patrimoniali; (iii) non sono disponibili altre fonti (ovviamente diverse dalle scritture contabili) attraverso le quali ricostruire il movimento degli affari e in questo modo addivenire a tale determinazione.

8. *La gestione dell'impresa in base ai principi generali del codice della crisi e alla disciplina della composizione negoziata. Implicazioni sul piano della business judgment rule.* – Non è certamente nuovo il dibattito, in dottrina e in giurisprudenza, in ordine alla “curvatura” che gli amministratori devono imprimere alla gestione di una società in crisi, o che si trovi in quella condizione definita in letteratura come *emerging insolvency* (o *vicinity of insolvency*)<sup>44</sup>. Il tema, gravido di ricadute sul versante della

<sup>41</sup> Cfr. in luogo d'altri, A. BARTALENA, *op. cit.*, 307, il quale evidenzia che il parametro della differenza tra attivo e passivo “*tout court* criterio di liquidazione del danno, con un'amplificazione spropositata della responsabilità risarcitoria degli amministratori, sui quali finiscono per gravare anche i costi e gli oneri che la società avrebbe, comunque, dovuto sopportare se la liquidazione fosse stata aperta sollecitamente, e, soprattutto, con un automatismo sul piano applicativo che può portare a risultati intrinsecamente iniqui”.

<sup>42</sup> F. DIMUNDO, *op. cit.*, 501.

<sup>43</sup> F. DIMUNDO, *ivi*, 502.

<sup>44</sup> Fra gli altri cfr. A. ZOPPINI, *Emersione della crisi ed interesse sociale (spunti alla teoria del-*



responsabilità, è di tale latitudine da risultare difficilmente suscettibile di sintesi.

Può comunque non essere inutile ricordare che, secondo l'insegnamento di risalten- te, autorevole, dottrina, ove si ponga l'accento sul canone di diligenza, vengono in ri- lievo esclusivamente gli interessi dei soci; se invece si dà spazio agli obblighi in tema di conservazione del patrimonio sociale, allora anche gli interessi dei creditori diven- gono meritevoli di tutela<sup>45</sup>.

Più di recente si è prospettato<sup>46</sup>, e da chi scrive condiviso<sup>47</sup>, l'assunto secondo il quale, anche in virtù dell'ampia formulazione dell'art. 2394 c.c. (dove non si parla di integrità del capitale bensì, appunto, di patrimonio), fra gli obblighi conservativi in pa- rola rientra anche, implicitamente, il dovere di diligente gestione.

Ciò non risolve ancora, tuttavia, la questione se gli obblighi posti dalla legge in capo agli amministratori si atteggiino diversamente a seconda che la società versi o meno in stato di crisi e quale sia, nella prima eventualità, il limite alle loro scelte discrezionali.

In linea generale, merita ribadire quanto chiarito, con icastica semplicità, a valle della riforma del 2003, cioè che quella degli amministratori è "una responsabilità per inadempimento, cioè per *violazione dei loro obblighi*: poiché non esiste un obbligo degli amministratori di gestire la società senza commettere errori, il giudice non può sanzionare – anzi, non può nemmeno sindacare – eventuali errori commessi dagli ammini- stratori, anche se si tratta di errori gravi che amministratori periti non avrebbero com- messo (...). Anche oggi, come prima della riforma, può quindi ritenersi che la legge «perdona» agli amministratori gli errori commessi nell'esercizio diligente e senza con- flitti di interesse dei loro poteri discrezionali, anche se si tratta di errori gravi ed evita- bili da altri amministratori; «non perdona», invece, e impone il risarcimento di quei danni che gli amministratori abbiano causato per negligenza, o per aver agito in conflit- to di interessi, o per violazione di altri loro obblighi"<sup>48</sup>.

Con più specifico riguardo alle situazioni di crisi, una diffusa corrente di pensiero ha messo in luce che, ove la società versi in tali condizioni, l'interesse dei creditori in- tegra un limite alla discrezionalità dei suoi amministratori: "la conservazione dell'im- presa si configura certamente come interesse al mantenimento dello scopo lucrativo ma nel limite di una migliore protezione dell'interesse dei creditori"<sup>49</sup>.

In senso contrario, si è di recente sostenuto – e diffusamente argomentato – che gli amministratori non siano tenuti, per il solo effetto della crisi, a osservare il dovere di

---

*l'emerging insolvency*) e V. DE SENSI, *Evoluzione della concorsualità, emerging insolvency e fiduciary duties degli amministratori nella fase di pre-insolvenza*, entrambi nel volume collettaneo *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, diretto da S. AMBROSINI, Bologna, 2017.

<sup>45</sup> G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 329; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità degli amministratori*, Milano, 1979, 100 e ss. E sul punto si vedano anche le sempre attuali riflessioni di R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 210.

<sup>46</sup> F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di di- ritto civile*, XXIX, 1, Padova, 2004.

<sup>47</sup> S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in N. ABRIANI-S. AMBROSINI-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV.1, Padova, 2009, 668.

<sup>48</sup> F. BONELLI, *Prefazione*, in AA.VV., *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, a cura di S. AMBROSINI, Milano, 2007, XIV-XV.

<sup>49</sup> P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, cit., 77.

diligenza tenendo necessariamente conto dell'interesse dei creditori e che, pertanto, la loro discrezionalità non risulti modificata in chiave restrittiva rispetto ai consolidati principi in tema di *business judgment rule*<sup>50</sup>.

La distanza fra le due tesi, sul piano concettuale, è innegabile, sebbene vi sia chi, autorevolmente, avverte "l'impressione che si tratti di una discussione prevalentemente terminologica", sulla scorta del rilievo che anche le determinazioni gestorie attinenti alle modalità organizzative dell'impresa "debbono soddisfare il criterio dell'adeguatezza prescritto dal codice. Non mi sembra però si possa seriamente negare che pure questo secondo tipo di decisioni presenti un notevole margine di discrezionalità, non foss'altro perché anche tali decisioni debbono essere rette da un criterio di proporzionalità riferito alla dimensione ed alla natura dell'impresa e, per quanto le si voglia proceduralizzare e ricondurre a modelli prestabiliti, è inevitabile – anzi, direi, auspicabile – che esse dipendano da come le esigenze organizzative di ciascuna singola impresa in concreto si manifestano. La relativa valutazione non può dunque non presentare ampi margini di opinabilità. Il che sta a significare, in definitiva, che anche in questo settore sarà solo la manifesta irrazionalità dei comportamenti degli amministratori, o l'insanabile loro contrarietà a criteri noti e consolidati di buona organizzazione aziendale, a poter implicare una qualche forma di responsabilità per i danni derivati dalla cattiva organizzazione dell'impresa, così come per quelli causati da una scelta non corretta degli strumenti da adoperare per fronteggiare eventuali situazioni di crisi"<sup>51</sup>.

Ed in effetti, è probabile che proprio il ricorso, sul piano pratico, a criteri quali l'anzidetta proporzionalità, o a quello di ragionevolezza da altri invocato<sup>52</sup>, finiscano in concreto per ridurre le differenze fra le due impostazioni sul piano teorico.

Passando alla nuova disciplina del CCI, bisogna porre in evidenza, anche per la intuibile rilevanza sul piano sistematico, che l'art. 4 del codice ("Doveri delle parti") stabilisce, al secondo comma, che il debitore ha fra l'altro il dovere di (i) assumere tempestivamente le iniziative idonee alla individuazione delle soluzioni per il superamento delle condizioni di cui all'art. 12, comma 1, durante la composizione negoziata, e alla rapida definizione dello strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza prescelto, anche al fine di non pregiudicare i diritti dei creditori; (ii) gestire il patrimonio o l'impresa durante i procedimenti nell'interesse prioritario dei creditori.

Con specifico riferimento alla composizione negoziata, l'art. 21 ("Gestione dell'impresa in pendenza delle trattative") sancisce il seguente principio in tema di gestione dell'impresa, diversamente declinato a seconda delle condizioni in cui versa il debitore.

L'imprenditore in *stato di crisi* gestisce l'impresa in modo da evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività. Quando invece risulta, nel corso della composizione, che l'imprenditore è *insolvente* ma esistono concrete prospettive di risanamento, lo stesso gestisce l'impresa nel prevalente interesse dei creditori. Restano ferme le responsabilità dell'imprenditore.

---

<sup>50</sup> E. BARCELLONA, *Business judgment rule e interesse sociale nella "crisi"*, cit., *passim*, e in particolare v. 133-134.

<sup>51</sup> R. RORDORF, *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi nell'ambito dei principi generali del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2021, 594.

<sup>52</sup> S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. Società*, 2019, 960.

Si noti intanto che la situazione cui fa riferimento in via generale l'art. 4 è espressamente mutuata dalla norma (l'art. 12) in tema di composizione negoziata: sono quindi le "condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario" che rendono probabile la crisi o l'insolvenza dell'imprenditore a far scattare l'obbligo di assumere a tempo debito le iniziative idonee a superare dette condizioni, nella prospettiva e con la finalità – pur non esclusive – di non recare danno ai creditori. Ciò vale anche, alla luce del disposto dell'art. 12, per l'imprenditore che versi in una condizione di c.d. *pre-crisi*, laddove in base all'art. 21 sembra essere solo l'imprenditore in *stato di crisi* che deve scongiurare pregiudizi alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività.

L'aspetto di maggiore rilevanza risiede, a ben vedere, nella "curvatura" da imprimere alla gestione nell'interesse dei creditori e nel *quando* ciò debba aver luogo.

In base all'art. 4, la gestione del patrimonio o dell'impresa nell'interesse *prioritario* dei creditori è espressamente riferita, come si diceva, alla pendenza dei "procedimenti" (composizione negoziata e strumenti di regolazione della crisi), con il che risulta arduo, a rigore, predicarne la necessità in un momento anteriore.

Analogamente, l'art. 21 richiede che l'impresa venga gestita nel *prevalente* interesse dei creditori solo nel caso in cui risulti che l'imprenditore è insolvente.

Dal combinato disposto delle due norme sembra potersi trarre un corollario gravido di implicazioni sul piano sistematico: l'impresa in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario, o di vera e propria crisi (già in atto), va gestita in modo da evitare pregiudizio alla sostenibilità dell'attività e quindi alle ragioni dei creditori, ma non anche nell'interesse prioritario o prevalente<sup>53</sup> di costoro; quest'ultimo obbligo scatta infatti *esclusivamente* al cospetto di uno stato di *insolvenza*.

È dunque chiaro che la predetta distinzione non può non avere ricadute sulla c.d. *business judgement rule*, dal momento che non potrà censurarsi il comportamento di quegli amministratori – e di quei sindaci sotto il profilo dell'ipotetica *culpa in vigilando* – che, pur nel rispetto di quanto previsto dagli artt. 4 e 21 (quest'ultimo nel caso di composizione negoziata), non abbiano gestito la società nell'interesse prioritario o prevalente dei creditori. Con la precisazione, pur forse superflua, che all'atto pratico spesso non è agevole distinguere fra le due situazioni di crisi e insolvenza, venendo per lo più in evidenza, secondo l'*id quod plerumque accidit* in termini di patologia delle situazioni, l'obbligo di evitare l'aggravamento del dissesto<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> S. AMBROSINI, *Doveri degli amministratori e azioni di responsabilità alla luce del Codice della Crisi e della "miniriforma" del 2021*, in *dirittobancario.it*, 11 novembre 2021, p. 23 ove si è rimarcato, sul piano terminologico, "l'utilizzo del termine 'prevalente' in luogo di 'prioritario', adoperato invece, come si diceva, dal codice della crisi. La distinzione potrebbe non rappresentare, in realtà, solo una sfumatura di tipo lessicale: quest'ultimo aggettivo viene infatti definito nei vocabolari come ciò che 'deve avere la precedenza su tutto; che deve essere svolto o realizzato prima di ogni altra cosa', laddove per 'prevalente' s'intende ciò 'che ha maggiore diffusione, importanza o consistenza; predominante, preminente, dominante'. Sembra ne consegua, quindi, una lievemente minor pregnanza del concetto di prevalenza rispetto a quello di priorità, di tal che l'interesse dei creditori, anziché essere perseguito prima di ogni altro, deve semplicemente risultare preminente rispetto agli altri, pur perseguibili in contestualità. Va peraltro soggiunto che, all'atto pratico, la differenza non comporta, verosimilmente, particolare rilevanza".

<sup>54</sup> In argomento cfr., all'indomani del d.lgs. 83/2022, S. AMBROSINI, *Il codice della crisi dopo il d.lgs. n. 83/2022: brevi appunti*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 837 ss.

# GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI PER LA PREVENZIONE DELLA CRISI NEI CONTROLLI NELLE SOCIETÀ PER AZIONI

di *Gianvito Giannelli*

SOMMARIO: 1. Interessi pubblici e privati nella disciplina delle imprese societarie. – 2. L'articolazione dei controlli nelle s.p.a. – 3. L'adeguatezza degli assetti organizzativi di prevenzione della crisi e le gravi irregolarità ex art. 2409 c.c. – 4. L'articolazione dei controlli nell'organizzazione di impresa e il rischio reputazionale. – 5. Qualche riflessione sulla responsabilità degli amministratori.

1. *Interessi pubblici e privati nella disciplina delle imprese societarie.* – Autorevoli studiosi del diritto commerciale si sono dedicati al tentativo di costruire una specificità della disciplina attorno al nucleo fondante dell'impresa come luogo di compenetrazione di diverse branche dell'ordinamento e, in particolare, del diritto pubblico e del diritto privato<sup>1</sup>. Nella riflessione degli studiosi, l'apertura a temi pubblicistici veniva considerata come una possibilità di conservare una idea distintiva e unitaria del diritto commerciale<sup>2</sup>. Tentativo che già denota, per la stessa scelta del nucleo fondante prescelto (l'impresa), la necessità di un dialogo con altri rami del sapere giuridico, perché la disciplina dell'impresa non riguarda solo le forme di organizzazione e di finanziamento delle medesime, temi di competenza delle discipline giusprivatistiche, ma anche la disciplina dell'attività di impresa, tradizionalmente oggetto di regolamentazione sia dal punto di vista giuspubblicistico, che dal punto di vista penale.

Il quadro normativo attuale è caratterizzato da farraginosità e i confini tra le diverse discipline, in un territorio dai contorni incerti e male illuminati, sono tutti da ricostruire e, quindi, ancor più apprezzabili sono i tentativi di razionalizzazione.

In una visione ancora tradizionale ma purtuttavia già aperta a prospettive ermeneutiche non banali, la tradizionale distinzione tra pubblico e privato si risolve in un tentativo di armonizzazione tra disciplina pubblicistica dell'attività e disciplina privatistica dei rapporti tra i proprietari dell'impresa e coloro che con l'impresa vengono in contatto; cioè disciplina degli assetti organizzativi da un lato e disciplina dei rapporti con gli *stakeholders* dall'altro. O, se si preferisce, compete alla disciplina giuspubblicistica il procedimento di selezione degli interessi da tutelare; la regola-

---

<sup>1</sup> L. BUTTARO, *L'autonomia del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 421 ss.

<sup>2</sup> P. GROSSI, *Il diritto civile tra le rigidità di ieri e le mobilità di oggi*, in M. LOBUONO, *Scienza giuridica privatistica e fonti del diritto* (a cura di), Bari, 2009; P. GROSSI, *Una postfazione*, in F. MACARIO-M. LOBUONO, *Il diritto civile nel pensiero dei giuristi*, Padova, 2010, 417; N. IRTI, *Introduzione*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1999; ID., *L'età della codificazione*, Milano, 1999.

zione degli effetti, invece, è affidata alle regole del diritto privato<sup>3</sup>.

Per quanto riguarda il più diffuso strumento di esercizio dell'attività di impresa e di organizzazione dei finanziamenti a ciò necessari e cioè la società, in un tentativo di armonizzazione delle regole, al potere pubblico dovrebbe competere la selezione degli interessi (ovviamente pubblici) meritevoli di tutela, secondo procedimenti "a monte" che, quanto a profili motivazionali e ad aspetti di evidenza e trasparenza, sono per l'appunto squisitamente pubblicistici; laddove poi la gestione dei rapporti tra i proprietari (i soci, quindi, anche l'esercizio dei diritti sociali) e i finanziatori dell'impresa avverrebbe con strumenti squisitamente privatistici; secondo l'insegnamento di Natalino Irti e di Giorgio Oppo<sup>4</sup>, i quali hanno sostenuto che l'utilizzo della struttura giuridica della società non possa arrivare fino a una sua completa distorsione e che tantomeno si potesse chiedere alla disciplina privatistica più di quanto essa non potesse dare.

Ulteriore complessità è data da una rimodulazione delle tradizionali aree di intervento e di regolamentazione della materia, di cui un esempio abbastanza significativo è la disciplina dettata dal d.l. 24 giugno 2014, n. 90, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 114, in tema di amministratori di società di nomina prefettizia. L'intervento del diritto amministrativo, tradizionalmente relegato alla disciplina dell'attività di impresa – *recte*, alla regolazione dell'attività di impresa –, si è esteso fino ad incidere sulla organizzazione societaria che è, come è noto, uno degli strumenti (cioè il principale) di gestione e di finanziamento di una attività imprenditoriale.

Quella che si propone rischia, però, di essere una visione ancora riduttiva e pur sempre ancorata alla tradizionale dicotomia pubblico-privato. Secondo un autorevole studioso<sup>5</sup>, il rischio di una frammentazione derivante dalla iperproduttività del legislatore e dal moltiplicarsi di norme che determinano una costante espansione dell'oggetto del diritto commerciale non appare in grado di snaturarne il nucleo centrale della materia, identificabile nel diritto dell'impresa<sup>6</sup>.

Come ho anticipato, il discorso è inevitabilmente più complesso e per diversi motivi.

La tradizionale ricostruzione dell'impresa come fattispecie<sup>7</sup> cui applicare una de-

<sup>3</sup> G. OPPO, *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. BUONOCORE, Torino, 2002; ID, *Diritto civile e diritto commerciale*, in *Il codice civile*, Atti del Convegno dedicato a FRANCESCO SANTORO PASSARELLI, Roma, Accademia dei Lincei, 15-16 dicembre 1992, Roma, 1994; N. IRTI, *Introduzione*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1999; ID., *L'età della codificazione*, Milano, 1999.

<sup>4</sup> G. OPPO, *Principi*, cit., 38; N. IRTI, *Introduzione*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1999; ID., *L'età della codificazione*, cit., 35.

<sup>5</sup> V. BUONOCORE, *L'impresa*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. BUONOCORE, Torino, 2002; ID., *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, 2006; ID., *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, 216.

<sup>6</sup> Queste intuizioni sono riprese da Portale, (G.B. PORTALE, *Il diritto commerciale italiano alle soglie del XXI secolo*, in *Riv. soc.*, 2008, 15), che riprende lo sforzo di tendere alla ricostruzione del sistema nel contesto normativo frastagliato dell'attuale diritto dell'impresa: l'Autore afferma la necessità del tentativo di ricondurre sempre a sistema attraverso l'elaborazione di concetti nuovi e di nuove categorie alluvionali e spesso disordinate normative di cui per lo più consta l'attuale diritto dell'impresa, al fine di potere anche ad esso attribuire la storica funzione, sempre appartenuta al diritto commerciale, di produrre sicurezza e rapidità nella circolazione del credito e della ricchezza in generale: F. MACARIO-M. LOBUONO, *Il diritto civile nel pensiero dei giuristi*, cit., 84. La dottrina, però, ci mette al tempo stesso in guardia contro il rischio del recupero di posizioni neocorporative; e cioè di ricostruzione del diritto commerciale come diritto di classe, accusa che ha finito per mettere in discussione la stessa autonomia della materia (G. OPPO, *Principi*, cit., 35).

<sup>7</sup> P. SPADA, *Note sull'argomentazione giuridica in tema di impresa*, in *Giust. civ.*, 1980, I, 2270; G. OP-

terminata disciplina non può trascurare la riflessione che l'impresa è concetto polisemico e che ogni ordinamento (dal tributario al diritto commerciale per rimanere solo nell'ambito giuridico ma anche, se vogliamo allargare il discorso, con riguardo alle discipline non giuridiche, alle scienze aziendali) si ritaglia una nozione autonoma di impresa; perché, anche l'impresa, come fattispecie, è pur sempre oggetto di normazione e anche la fattispecie non è un *a priori* ma è pur sempre frutto di una selezione normativa, a sua volta inevitabilmente influenzata in una prospettiva valoriale, da scelte di carattere assiologico.

La disciplina dell'impresa assume pur sempre rilievo costituzionale e però con una specificazione: che ciò che nella Costituzione è costruito come oggetto di una libertà, sia pure all'interno di confini di regolazione e con soggezione alla riserva di legge, nel diritto nazionale è costruito in termini di diritto, di obbligo o di onere. Nella Costituzione, la libertà di iniziativa economica è anche libertà di autoorganizzazione; la autoorganizzazione è costruita come oggetto di libertà nella l. 11 novembre 2011 n. 180, art. 2 che contiene una serie di regole che, pur aventi natura di principi dell'ordinamento giuridico dello stato (art. 1, comma 2) non disegnano uno statuto organizzativo o regole di comportamento delle imprese, quanto una rete di diritti e posizioni di tutela delle imprese nei confronti dello Stato; ma non precostituiscono, però, doveri di comportamento.

Nella disciplina dettata dal d.lgs. n. 231 del 2001, invece, l'adozione di modelli organizzativi di prevenzione del rischio, il cui contenuto è pur sempre lasciato all'autonomia organizzativa dell'imprenditore, è oggetto di un onere per evitare l'assoggettamento a sanzioni di carattere penale; nel codice della crisi (d.lgs. n. 14 del 2019 l'adozione di strumenti adeguati di prevenzione dei rischi è oggetto di un obbligo, anzi si parla di dovere, previsto dall'art. 2086 c.c., riformato dal d.lgs. n. 14 del 2019 (c.d. CCII) di dotarsi di strumenti adeguati di prevenzione dei rischi. Si delinea un sistema a cerchi concentrici (costituzionale, civilistico, civilistico a regime speciale e penal-pubblicistico) dove l'autoorganizzazione dell'impresa è diversamente regolata attingendo a categorie giuridiche tanto collaudate quanto disomogenee nel loro contenuto (libertà, diritto, obbligo ed onere); il che non esime, anzi impone la necessità di una valutazione in termini di ragionevolezza della compatibilità con il diritto costituzionale degli obblighi e degli oneri previsti dalla normativa nazionale<sup>8</sup>.

Questo è tanto più evidente nel codice della crisi di impresa (d.lgs. n. 14 del 2019)<sup>9</sup> dove convivono esigenze di autoregolamentazione della crisi con esigenze di interventi

---

PO, *L'impresa come fattispecie*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, I, 109 ss.; ID., voce *Impresa e imprenditore*, in *Enc. Giur.* Treccani, vol. XVI, Roma, 1989, 8.

<sup>8</sup>F. MACARIO-M. LOBUONO, *Il diritto civile nel pensiero dei giuristi*, cit., 216; sulla necessità di una lettura costituzionalmente orientata a proposito dei "doveri" imposti agli amministratori delle società dal Codice della crisi, v. V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell'impresa e business judgement rule*, in *Giur. comm.*, 2021, 80/I ss.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 960.

<sup>9</sup>N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Le società*, 2019, 393 ss.; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali tra diritto "comune" e codice della crisi di impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, 1152; ID., *Il Codice della crisi d'impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 254; V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 80/I ss.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi*, cit., 960; P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*,

autoritativi esterni, ciascuna delle quali sottintende evidentemente una dialettica di valori e di scelte giuspolitiche, con la necessità di delineare un regolamento dei confini, al di là del quale le istanze dell'autonomia privata finiscono (devono finire) per tramutarsi in fenomeni etero diretti o eteroregolati della crisi; o, se si preferisce, dove il governo della impresa in crisi diventa governo dell'impresa da parte dei creditori sotto la supervisione degli organi della procedura concorsuale.

Inoltre, il superamento del monopolio nazionale di produzione delle regole primarie e il concorso di regole primarie non legittimate da istituzioni sovraordinate hanno generato complessità, spesso ingovernabili, sia sul versante della gerarchia dei fatti di produzione di regole primarie, sia su quello delle compatibilità precettive<sup>10</sup>.

2. *L'articolazione dei controlli nelle s.p.a.* – Con il codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (d.lgs. n. 14 del 2019, entrato in vigore il 15 luglio 2022 in forza del d.l. 30 aprile 2022 n. 36, convertito in l. 29 giugno 2022 n. 79, nonché ancora modificato con d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83), le cui disposizioni in tema di governo societario e di impresa sono entrate immediatamente in vigore, è stato stabilito (art. 375 CCII che ha modificato l'art. 2086 c.c.) che l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.

Di questa norma va colto da un lato, il rilievo offerto legislativamente alla continuità aziendale che da un dato meramente contabile diventa indice dell'assenza di uno sta-

---

in *Giur. comm.*, 2020, 829/I ss.; ID., *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi adeguati e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, 951 ss. M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c., con una postilla sul ruolo dei soci*, in *Riv. soc.*, 2019, 253.

<sup>10</sup> P. SPADA, *La lotta al sostanzialismo nel linguaggio giuridico e la scienza del diritto commerciale*, in M. LOBUONO, *Scienza giuridica privatistica e fonti del diritto* (a cura di), Bari, 2009; G. MONTEDORO, *Il giudice e l'economia*, Roma, 2015, 35; G. ALPA, *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Roma-Bari, 2000, 375; G. OPPO, *Diritto civile e diritto commerciale*, 173; V. SCALISI, *Complessità e sistema delle fonti di diritto privato*, in M. LOBUONO, *Scienza giuridica privatistica e fonti del diritto* (a cura di), cit., 81; F. MACARIO-M. LOBUONO, *Il diritto civile nel pensiero dei giuristi*, cit., 419.

Tutto questo comporta la ricerca di parametri di valutazione e di argini che non possono che essere rinvenuti nell'esistenza di diritti soggettivi e sociali anche temperati ma non sopprimibili dalle scelte di carattere politico, secondo appunto un processo interpretativo che non può non essere lasciato agli interpreti.

Già G. OPPO, *Diritto civile e diritto commerciale*, cit., 173 aveva ammonito che i nuovi scenari del mercato e del commercio, soprattutto se inteso nella dimensione transnazionale, per sua natura tendente a vincere le battaglie giuridiche di stampo territoriale, non devono far dimenticare che "funzione e bisogno, sia pure del mercato, possono presiedere (causalmente) alla formazione di una fattispecie giuridica, non possono costituirla perché non hanno di per sé capacità di (produzione di) effetti giuridici". A ciò aggiungasi la proliferazione di codici di condotta contenenti precise norme di coordinamento alle quali i contraenti devono attenersi: P. GROSSI, *Il diritto civile tra le rigidità di ieri e le mobilità di oggi*, in M. LOBUONO, *Scienza giuridica privatistica e fonti del diritto* (a cura di), 37; codici di comportamento che, in quanto costituiscono oggetto di rinvio nei contratti di diritto internazionale, non solo definiscono ed integrano il contenuto delle pattuizioni contrattuali, ma incidono sulla stessa organizzazione di impresa (e, quindi limitano l'autonomia organizzativa dell'imprenditore) per essere appetibili nei confronti dei grossi *players*.

to di crisi, ma in una visione prospettica e proattiva e cioè come capacità di produrre reddito anche nel futuro<sup>11</sup>; dall'altro, l'adozione di un assetto organizzativo adeguato diventa oggetto di un dovere per tutti gli imprenditori che svolgano attività di impresa in forma collettiva o societaria, mentre gli imprenditori individuali devono adottare misure idonee per rilevare tempestivamente uno stato di crisi.

Sul piano sistematico, è dato cogliere un profilo destinato ad incidere stabilmente sulla ridefinizione dell'oggetto dei controlli il cui asse si sposta da una valutazione *ex post* ad una prevenzione *ex ante*<sup>12</sup>.

Per gli imprenditori collettivi (e quindi non solo per le società ma anche per altre forme di collettività organizzate) l'adozione di un assetto organizzativo adeguato è oggetto di un dovere e, quindi è imposto in termini di doverosità di dotarsi di una organizzazione stabile, mentre nel caso degli imprenditori individuali, la doverosità si limita alla adozione di misure di rilevamento della crisi<sup>13</sup>.

Il sistema (ma sarebbe preferibile chiamarlo modello) degli adeguati assetti organizzativi per la rilevazione della crisi va ad arricchire la vasta gamma di strumenti di controllo previsti per le società di capitali; alcuni, come si è accennato, introdotti dal legislatore come strumento esimente dalla responsabilità penale delle persone giuridiche; altri introdotti dalla legge a carattere generale o dalla disciplina regolamentare per determinate imprese, ad esempio quelle bancarie.

Al fine di individuare possibili vie per superare le problematiche sovrapposizioni di funzioni tra organi, è stato suggerito, anche e soprattutto da Paolo Montalenti, di procedere ad una puntuale tipizzazione delle funzioni di controllo<sup>14</sup>. Invero, un sistema di

---

<sup>11</sup> P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1553; M. IRRERA, *La business judgement rule e gli adeguati assetti*, in *Società e contratti. Bilancio e revisione*, 2020. S. FORTUNATO, *Codice della crisi*, cit., 964; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società alla luce del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 940; ma v. già L. STANGHELLINI, *Director's duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "ricapitalize or liquidate" rule*, in *Il Diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di G. Zanarone*, diretto da P. BENAZZO-M. CERRA-S. PATRIARCA, Torino, 2011, 731 ss.; ID., *Il codice della crisi d'impresa: una prima lettura (con qualche critica)*, in *Corr. giur.*, 2019, 540.

<sup>12</sup> N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa*, 393 ss.; P. BENAZZO, *Il Codice della crisi d'impresa*, cit., 292.

<sup>13</sup> V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 86/1 ss.

<sup>14</sup> G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 42 ss.; P. MONTALENTI, *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, 979; ID., *Struttura e ruolo dell'organismo di vigilanza nel quadro della riforma del diritto societario*, in *I controlli societari – Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. BIANCHINI-C. DI NOIA, Milano, 2010, 86; ID., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, n. 3, 296; M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 26-36; ID., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 70; P. PETTITI, *Appunti sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile del nuovo 2381 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, n. 7-8-9, 599-602; F. CUCCU, *L'impianto normativo dei controlli interni e le nuove regole di autodisciplina*, Napoli, 2012, 43 ss.; M. DE MARI, *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità degli organi sociali*, in *Il Nuovo diritto delle società*, 2009, n. 3, 51 ss.; S. AMBROSINI, *Il controllo interno nelle società di capitali. La nuova disciplina del collegio sindacale*, Bologna, 2004, 116; C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Controllo contabile e sistema dei controlli interni nelle società per azioni in Italia: un'indagine empirica*, in *Il sistema dei controlli societari: una riforma incompiuta?*, a cura di C. BELLAVITE PELLEGRINI-M. BIANCO-M. BOELLA-L. CARDIA-F. DE BORTOLI-F. DENOZZA-B. ERMOLLI-P. GNUDI-P. MARCHETTI-P. MONTALENTI-M. NOTARI-A. PASETTI-R. PERROTTA-M. REBOA-G. SQUINZI, Milano,



controllo che voglia dirsi efficace sembra non possa prescindere da una adeguata separazione delle funzioni e da una precisa attribuzione di compiti e responsabilità che, diversamente, sovrapponendosi le une con le altre, possono venire a confliggere e causare inefficienze<sup>15</sup>.

Emergono così a fianco dell'organo di controllo (collegio sindacale o comitato di controllo interno), ipotesi di articolazione del controllo all'interno dell'organo preposto alla gestione<sup>16</sup> (comitati di controllo e rischi<sup>17</sup>, comitato nomine e remunerazione<sup>18</sup>, comitato parti correlate).

Se scendiamo al livello della organizzazione di impresa, abbiamo controlli di primo, secondo e terzo livello; tra i secondi il *risk manager* e la *compliance*<sup>19</sup>, mentre al terzo

---

2008, 24; R. PERROTTA, *Il collegio sindacale: natura del controllo e competenze richieste*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, n. 2, 285. P. SFAMENI, *Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno*, in *An. giur. econ.*, 2009, 2, 265 ss.

<sup>15</sup> F. CUCCU, *L'impianto normativo*, cit., 43; già G. MINERVINI, *Introduzione*, in AA.VV.,  *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005, 97; B. LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, 300 ss.

<sup>16</sup> L'organo di controllo è individuato dal Codice per la corporate governance nell'"organo collegiale cui sono attribuite le funzioni di 'audit committee' (in Italia denominato 'comitato per il controllo interno e la revisione contabile') ai sensi della Direttiva 2006/43/CE o funzioni a queste assimilabili per le società che non hanno sede legale in un Paese dell'Unione Europea cui non si applica tale Direttiva". Come è stato correttamente osservato, ci troviamo di fronte ancora una volta ad una definizione di stampo funzionale: se quelle funzioni sono assegnate ad un organo interno al consiglio, avremo il caratteristico *monitoring* valutativo che connota il sistema monistico, che, anche sotto tale profilo, si conferma il paradigma di riferimento del nuovo Codice; se, viceversa, è esterno, avremo la vigilanza "in purezza" del collegio sindacale: N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, relazione tenuta al convegno "La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance", Courmayeur, 9 aprile 2021, di prossima pubblicazione su *RDS*, di cui ho potuto prendere visione per cortesia dell'Autore; ID., *Successo sostenibile e regole statutarie: il ruolo del board nel codice di corporate governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 1, 7 ss.; per i primi commenti al nuovo Codice di Corporate Governance, v. G. ALPA, *Il nuovo codice della Corporate Governance delle società quotate*, in *Contr. e impr.*, 2020, 567 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M. STELLA RICHTER, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, febbraio 2020, in *dirittobancario.it*; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss.; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 1, 1 ss.; O. CAGNASSO, *La dimensione dell'impresa e il Codice di Corporate Governance*, *ibidem*, 19 ss.

<sup>17</sup> Sul quale v. P. MONTALENTI, *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 821 ss.; G. OLIVIERI, *Prime osservazioni sui controlli interni nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, a cura di R. ALESSI-N. ABRIANI-U. MORERA, Milano, 2007, 302; sul ruolo di coordinamento dei controlli affidato al comitato di controllo interno nel sistema bancario v. gli artt. 53 e 67 t.u.b., nonché BRESCIA MORRA, in BRESCIA MORRA-MORERA, *L'impresa bancaria*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, Napoli, 2006.

<sup>18</sup> F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 181.

<sup>19</sup> P. BENAZZO, *Organizzazione ed efficienza dell'"impresa complessa": compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020, 1197; M. IRRERA, *Collegio sindacale e assetti adeguati*, M. IRRERA, *Collegio sindacale e assetti adeguati*, in *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, a cura di R. ALESSI-N. ABRIANI-U. MORERA, cit., 271 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 265 ss.

livello si pone l'*internal audit*<sup>20</sup> nel quale confluiscono i report degli altri controlli e che, però si rapporta direttamente al consiglio di amministrazione e non al capo dell'esecutivo, rispetto al quale conserva l'indipendenza<sup>21</sup>.

Si impongono alcune riflessioni: innanzi tutto l'articolazione dei controlli si colloca sia all'interno della organizzazione societaria (collegio sindacale o comitato di controllo sulla gestione e comitato di controllo e rischi all'interno del c.d.a., comitato nomine e remunerazioni e comitato parti correlate) sia all'interno della organizzazione di impresa tra controlli di primo, secondo e terzo livello, secondo però uno schema di articolazione che è verticale su più livelli e non necessariamente tra loro giustapposti (fatto salvo il collegio sindacale che si giustappone, ove presente, al consiglio di amministrazione). Fa eccezione a questo schema l'organismo di vigilanza *ex d.lgs. n. 231* che si pone per definizione in posizione di autonomia ed indipendenza sia rispetto agli organi societari, sia rispetto alle funzioni apicali dell'impresa.

La seconda considerazione è che gli organi di controllo possono presentare profili di indipendenza più o meno accentuati, che, però, prescindono dai meccanismi di nomina: è il caso del responsabile dell'*internal audit* che, pur essendo normalmente un dipendente della impresa, sia pure in posizione apicale, si rapporta direttamente al consiglio di amministrazione; o dell'organismo di vigilanza *ex d.lgs. n. 231* che, nominato dal consiglio di amministrazione, conserva, rispetto a questo la propria indipendenza, rapportandosi direttamente all'organo di gestione senza alcuna subordinazione gerarchica.

Inoltre, da quanto precede è possibile ricavare l'ulteriore corollario che la funzione di controllo, nelle sue diverse articolazioni, è una componente della funzione di amministrazione di impresa, non solo perché costituisce una fase imprescindibile del corretto agire amministrativo, ma anche perché è affidata, secondo un modello di ripartizione concorrente, sia al collegio sindacale (artt. 2403 ss. c.c.; art. 19 d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39) che, all'interno del consiglio di amministrazione, ad una serie di comitati, dal comitato controllo e rischi (art. 7 codice di autodisciplina per le società quotate)<sup>22</sup>, al

---

<sup>20</sup> G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, in *La governance delle società di capitali*, a cura di M. VIETTI, Milano, 2013, 85 ss.

<sup>21</sup> Nel Codice della Corporate Governance, sullo sfondo è relegata l'opzione dualistica v. N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, *op. loc. cit.*

<sup>22</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, vol. I, *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU-F. MESSINEO-L. MENGONI, Milano, 2012, 371, testo e note; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1558; P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. BIANCHINI-C. DI NOIA, Milano, 2010, 115 ss.; P. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in *I controlli societari- Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. BIANCHINI-C. DI NOIA, Milano, 2010, 33 ss. nel senso che la funzione imprenditoriale, in quanto organizza i fattori di produzione e sulla base di un principio di divisione del lavoro, richiede necessariamente per il suo svolgimento tecniche di analisi e verifica dei modi in cui concretamente per essa si opera; v. anche N. ABRIANI, *Collegio sindacale e "comitato per il controllo interno e la revisione contabile" nel sistema policentrico dei controlli*, in *Riv. dir. soc. (RDS)*, 2013, 2 ss.; B. FRANCO-NE, *Il sistema dei controlli interni. Profili ricostruttivi*, Bari, 2013, 33 ss. La necessità di una riflessione unitaria che permetta di ricucire il dialogo tra giuristi e aziendalisti è stata sottolineata da P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica*, a cura di L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2010, 317. Sulla unitarietà del sistema dei controlli interni dal punto vista aziendale a livello internazionale v. G. FERRARINI, *Funzioni del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI-C. DI NOIA, (a cura di), *I controlli societari- Molte regole, nessun sistema*, cit.,

comitato sulle remunerazioni, al comitato per le operazioni con parti correlate, i quali partecipano in alcuni casi della funzione istruttoria, in altri sono investiti di una vera e propria funzione di controllo, distinta dalla attività di gestione propriamente detta<sup>23</sup>.

L'articolazione dell'attività di gestione dell'impresa sociale in diversi momenti (attività istruttoria, attività di gestione ordinaria, alta amministrazione e controllo e valutazione), ciascuno dei quali fa capo a uno o più articolazioni interne del consiglio di amministrazione e della struttura amministrativa, si atteggia, quindi, come un riparto di competenze non solo in senso orizzontale ma anche in senso verticale: perché, almeno nelle discipline degli ordinamenti settoriali, ampio spazio è dedicato alla regolamentazione del rischio organizzativo e cioè a quei profili di criticità nella struttura organizzativa che possono determinare effetti negativi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria. Questa preoccupazione è causa di ed è originata, in un processo che si può solo definire circolare, da una maggiore complessità dell'agire amministrativo ma anche dal decentramento del potere decisionale e dalla concentrazione nel consiglio di amministrazione di funzioni di indirizzo, supervisione strategica e controllo.

Si tratta di una scelta in primo tempo emersa, come si è anticipato, nell'ambito degli ordinamenti settoriali dove l'adeguata organizzazione amministrativa, contabile e patrimoniale è considerata come un presidio a tutela non solo dell'impresa, ma anche dei soggetti esterni che possono essere coinvolti dall'agire della stessa; così, prima nella disciplina dell'attività bancaria, poi nel d.lgs. n. 231/2001 (responsabilità delle persone giuridiche e degli enti), nel d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (normativa antiriciclaggio), nella disciplina della *privacy* (d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196), in quella in materia di sicurezza sui luoghi di lavoro (d.lgs. 19 settembre 1994, n. 626), nel Codice del turismo (artt. 32 ss. d.lgs. 23 maggio 2011, n. 79) e naturalmente negli artt. 2381 e 2403 c.c., i principi di adeguatezza dell'apparato amministrativo sono oggetto di specifica normazione<sup>24</sup>; senonché, mentre nelle discipline di settore l'adeguatezza amministrativa è oggetto di un onere, volto ad evitare di incorrere in sanzioni laddove si verificano patologie funzionali (cosicché la sanzione non è di per sé legata alla mancata adeguatezza dell'apparato amministrativo quanto al verificarsi di un determinato evento,

---

50 ss.; ID., *Controlli interni, governo societario e responsabilità. Esperienze statunitense ed italiana a confronto*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005, 110 ss.; ID., *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, vol. III, Torino, 2006, 5 ss.; v. anche P. MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca e borsa*, 2011, 543; ID., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, 295; ID., *La società quotata*, cit., 196 ss. Per riferimenti, anche in chiave comparatistica, alla dottrina aziendalista v. C. VAN DER ELST-M. VAN DAELEN, *Risk Management in European and American Corporate Law*, in *ECGI Working Paper* n° 122/2009 (Aprile 2009), 5; C. VAN DER ELST, *Risk Management in Corporate Law and Corporate Governance*, in AA.VV., *Corporate Governance and the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2011.

<sup>23</sup> Prima della nuova denominazione assegnata ad esso dal nuovo codice di autodisciplina, di cui si è detto, comitato per il controllo interno, su cui v. F. PARMEGGIANI, *Il collegio sindacale e il comitato per il controllo interno: una convivenza possibile?*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 306; C. SOTTORIVA, *Il comitato per il controllo interno e per la revisione contabile introdotto dall'art. 19 d. lgs. 39/2010: riflessioni in sede di prima istituzione alla luce delle indicazioni dell'Unione europea*, in *Riv. dott. comm.*, 2011, 129.

<sup>24</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 373; B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 3 ss.; M. IRRERA, *Collegio sindacale e assetti adeguati*, cit., 267; G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, cit., 88.

non impedito da un presidio amministrativo adeguato), nella disciplina codicistica si fa strada l'idea dell'adeguatezza come oggetto di un obbligo da parte degli amministratori il quale può essere di per sé oggetto di sanzione o condanne risarcitorie<sup>25</sup>.

3. *L'adeguatezza degli assetti organizzativi di prevenzione della crisi e le gravi irregolarità ex art. 2409 c.c.* – Come ho anticipato, si registra una normazione delle funzioni amministrative per processi<sup>26</sup> e non solo per competenze: ancorché il potere di amministrare sia concepito come destrutturato, l'esercizio dell'attività gestoria si articola, per scelta legislativa, in diversi momenti, ognuno strettamente consequenziale all'altro. Così abbiamo una fase istruttoria, di competenza certo della struttura amministrativa, ma avente per oggetto piani cui sono responsabili in ultima analisi gli organi delegati (art. 2381, commi 3 e 5, c.c.: «sulla base delle informazioni ricevute»); attività a sua volta prodromica alla valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, l'emanazione di direttive da parte del consiglio di amministrazione (art. 2381, comma 3, c.c.), la redazione dei piani strategici, industriali e finanziari della società (di competenza degli organi delegati), l'esame dei medesimi (da parte del consiglio di amministrazione) e la loro valutazione da parte degli organi preposti al controllo.

Si può allora affermare che la differenza terminologica abbia un peso e che l'adozione di un assetto adeguato sia legata all'oggetto della vigilanza dell'organo di controllo sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e cioè che il legislatore intenda riferirsi alla adozione di misure stabili che impattano sulla organizzazione; mentre l'adozione di misure, per gli imprenditori individuali, potrebbe anche non riferirsi a interventi sulla organizzazione, quanto piuttosto anche ad interventi che esternalizzano il controllo a soggetti terzi e che cioè si pongano, piuttosto che su un piano organizzativo, su di un piano intersoggettivo (contrattuale).

Una seconda riflessione che sorge spontanea è che l'art. 2086 c.c. fa riferimento ad assetti adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e sembra porre la doverosità degli strumenti di allerta e prevenzione e segnalazione della crisi nell'ambito della organizzazione di impresa e non solo societaria, a differenza dell'art. 2381 c.c.<sup>27</sup>.

Direi, quindi che l'art. 375 CCII che ha novellato l'art. 2086 c.c. non solo specifica il contenuto dell'art. 2381 c.c. ma, rispetto a questo, assume un contenuto innovativo<sup>28</sup> e non solo perché estende la doverosità dell'adozione degli assetti adeguati anche alle collettività organizzate diverse dalla società, ma anche perché colloca il modello organizzativo di rilevazione della crisi non (solo) nell'ambito della organizzazione societaria ma anche nella organizzazione di impresa.

<sup>25</sup> G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, cit., 88.

<sup>26</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 373; B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, cit., 3 ss.; M. IRRERA, *Collegio sindacale e assetti adeguati*, cit., 267.

<sup>27</sup> S. FORTUNATO, *Codice della crisi*, cit., 958; critico, invece, P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa*, cit., 953 parla di confusione lessicale tra assetti organizzativi dell'impresa (...), assetti organizzativi societari (...) e amministrazione; concetti non coestensivi; v. anche N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi*, cit., 400.

<sup>28</sup> Critici sulla innovatività del contenuto dell'art. 2086 novellato P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa*, cit., 953; S. FORTUNATO, *Codice della crisi*, cit., 964; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche*, cit., 253.

Non si può non rilevare, inoltre, la coerenza terminologica con le gravi irregolarità disciplinate dall'art. 2409 c.c. che ha spostato l'attenzione dalla amministrazione alla gestione. Il punto merita una riflessione perché significa innanzi tutto che non ogni violazione è di per sé rilevante ma solo quelle che attengono alla gestione della società e, quindi, alla gestione dell'impresa sociale.

Anche nel caso delle gravi irregolarità, esse devono attenersi non solo alla violazione di obblighi di corretta gestione della società e, quindi alla violazione di obblighi di natura societaria, cioè inerenti alla corretta amministrazione della società, ma anche di obblighi inerenti alla gestione dell'impresa.

La precisazione non è scontata perché comporta l'emersione, a livello di disciplina societaria, di regole di corretta gestione dell'impresa, la cui violazione, in quanto violazione di doveri per legge incombenti sugli amministratori, comporta l'applicabilità dell'articolo in commento. In secondo luogo, il riferimento alla gestione impone di verificare l'esistenza delle irregolarità nell'esercizio non tanto di singoli atti, ma dell'attività di gestione dell'impresa societaria nel suo complesso<sup>29</sup>.

Quindi, nell'esegesi dell'art. 2409 c.c., il riferimento alla attività di impresa si può intendere tanto in senso stretto come riferimento alla gestione corrente, quanto, più in generale con riferimento alla amministrazione della società, tale intendendo anche l'amministrazione strategica<sup>30</sup>. Se il tenore letterale dell'art. 2409 c.c. si riferisce alla attività di impresa nel suo complesso e non a singoli accadimenti<sup>31</sup>, comprende anche problematiche di tipo continuativo e strutturale; sotto questo profilo, la gestione è termine dal significato complesso che abbraccia non solo l'amministrazione corrente ma anche le scelte strategiche e tutte le scelte che attengono all'assetto organizzativo della società; in quest'ottica, la società rileva come struttura organizzata per l'esercizio dell'impresa.

Se questa intuizione è corretta, si può allora ipotizzare che rientrino tra le irregolarità sia l'amministrazione corrente dell'impresa sociale, sia la c.d. alta amministrazione o amministrazione strategica, sia la definizione degli assetti organizzativi dell'impresa, inclusi quelli preposti alla funzione di controllo; e ciò perché la stessa funzione di controllo fa parte della gestione in senso lato dell'impresa sociale<sup>32</sup> nonché dell'apparato organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2403 c.c.), alla cui adeguatezza devono provvedere gli amministratori e sulla cui adeguatezza devono vigilare i componenti dell'organo di controllo. Cioché non solo le irregolarità attinenti alla gestione dell'impresa propriamente detta, ma anche quelle attinenti alla predisposizione di idonei apparati organizzativi e di presidio rientrano nella sfera di applicazione dell'art. 2409 c.c.

<sup>29</sup> G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario sulla gestione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, Utet, vol. XVI; ID., *Commento all'art. 2409*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, Jovene, 2004, II 788; BENCINI, *I sindaci tra denuncia di gravi irregolarità ed azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, in *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, a cura di ALESSI-ABRIANI-MORERA, Giuffrè, 2007, 482 ss.; G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2409*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, tomo I, Milano, 2016, 1744.

<sup>30</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 66 ss.

<sup>31</sup> N. ROCCO DI TORREPADULA, *Le gravi irregolarità nell'amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2005, 16, 22.

<sup>32</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 66 ss., 348, 357 ss.

Questo significa che l'adozione dell'assetto adeguato non riguarda solo l'organizzazione societaria e cioè la presenza e i compiti dell'organo di controllo ma anche i presidi aziendali che possano rilevare l'insorgere di rischi di crisi o di insolvenza che, senza ingessare troppo l'attività di impresa possano stabilire dei filtri o dei paletti ad operazione potenzialmente rischiose, nonché, ancora, nella distribuzione delle deleghe, ad un rafforzamento o duplicazione dei livelli decisionali per le operazioni maggiormente rischiose<sup>33</sup>.

In sintesi, rientrerebbe tra le irregolarità la violazione di regole di organizzazione dell'impresa sulla adeguatezza dell'apparato organizzativo, amministrativo e contabile; quindi, anche la violazione dei doveri di predisporre adeguati assetti organizzativi per rilevare l'emergere della crisi<sup>34</sup>.

Dal momento che la denuncia *ex art. 2409 c.c.* è un rimedio che può essere attivato purché vi sia la potenzialità e non l'attualità del danno, la violazione dei doveri di dotarsi di adeguati assetti di rilevazione e prevenzione della crisi può essere rilevata, in funzione preventiva, ben prima che la crisi sia emersa<sup>35</sup>.

Se questo assunto è da condividere, si può allora affermare che rientra tra i doveri la cui violazione può essere grave irregolarità oggetto di denuncia ai sensi dell'art. 2409 c.c. anche la mancata adozione degli adeguati assetti organizzativi per la tempestiva rilevazione della crisi.

Identica riflessione va fatta per quanto riguarda la violazione del modello organizzativo disciplinato dal d.lgs. n. 231 del 2001; e non perché l'adozione di tale modello sia obbligatorio (costituendo essa piuttosto un onere che un obbligo per evitare l'imputazione della responsabilità alla società in caso di commissione di determinati reati da parte degli esponenti apicali), quanto perché, una volta recepito il modello *ex d.lgs. n. 231/2001*, le sue regole entrano a far parte dell'assetto organizzativo della società e la loro violazione, in quanto non ha impedito la commissione del reato, può costituire una grave irregolarità ai sensi dell'art. 2409 c.c.; per essere ancora più espliciti: l'adozione del modello *ex d.lgs. n. 231* non è, come è noto, obbligatoria, di talché la sua mancata adozione non costituisce una ipotesi di (grave) irregolarità. Ma l'adozione del modello è tale da costituire esimente dall'imputabilità della società per i reati commessi dagli esponenti apicali se il modello è adeguato e se vi è una adeguata vigilanza sul-

---

<sup>33</sup> Questa impostazione è coerente con la nozione di gestione dell'impresa sociale che si ricava dall'art. 2380-bis c.c. e che si riferisce, per espressa scelta del legislatore, sia alla gestione corrente che alla gestione strategica o alta amministrazione; non solo, ma consente di risolvere un problema più volte riproposto nella esegesi della norma sia prima che dopo la riforma del 2003 e cioè i rapporti tra gravi irregolarità e funzione di controllo: G. TERRANOVA, *Controllo giudiziario e tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, a cura di P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Vol. III, Torino, 2007, 144).

<sup>34</sup> P. BENAZZO, *Il Codice della crisi d'impresa*, cit., 299.

<sup>35</sup> Inoltre, il riferimento ai doveri non solo è nozione più ampia di obblighi, ma consente di inglobare tutte le ipotesi di violazione (purché gravi) di regole non solo di carattere legale o statutario, ma anche di regole di comportamento adottate dalla società (per esempio l'adesione a codici di autodisciplina o codici etici); e ciò non tanto perché l'adesione a tali codici sia obbligatoria (il che evidentemente non è) quanto perché, una volta adottati, la scelta di autonomia si traduce nell'assunzione di doveri di comportamento e, quindi, nella perdita dell'autonomia organizzativa che è alla base dell'adesione spontanea ad un determinato modello (ROCCO DI TORREPADULA, *Le gravi irregolarità*, cit., 17; N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità amministrativa – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, 693).

l'applicazione del modello; cosicché nel caso in cui il modello sia stato recepito e, però, non sia né adeguato, né implementato, né oggetto di verifica e vigilanza, allora sussisterebbe la violazione di regole organizzative di cui la società si è liberamente dotata<sup>36</sup>.

Infatti, la violazione dei doveri (che può costituire ipotesi di grave irregolarità ex art. 2409 c.c.) non può che riferirsi alla violazione degli obblighi di legge, sia a quelli a contenuto generico (quali ad esempio i doveri di amministrare nel rispetto delle regole di buona amministrazione ex art. 2403 c.c. o di predisporre un adeguato assetto amministrativo, organizzativo e contabile) sia quelli a contenuto specifico, la cui violazione, oltretutto, è suscettibile di arrecare danno alla società, quanto meno dal punto di vista sanzionatorio.

Non solo, ma l'utilizzo della categoria giuridica dei doveri, di incerta delimitazione, acquista un senso se si consideri che l'adempimento da parte degli organi della società si pone al di fuori del rapporto intersoggettivo (tra amministratori e/o sindaci e società) nel cui ambito è più facile collocare la categoria giuridica delle obbligazioni, e si colloca su un piano per così dire organizzativo o oggettivo; o, se si preferisce, la categoria dei doveri evoca il rilievo non solo contrattuale degli interessi dei terzi coinvolti dalla disciplina in esame<sup>37</sup>.

Considerazione, questa che rinvia a quanto abbiamo anticipato e cioè che il codice della crisi non pone solo una istanza di autoregolamentazione degli strumenti di prevenzione della crisi ma anche impone il dovere di dotarsi di assetti organizzativi adeguati; l'autonomia imprenditoriale è subvalente rispetto alla esigenza di tutela degli interessi ulteriori rispetto a quelli dell'impresa o della sua proprietà tra i quali acquistano rilievo quelli dei creditori.

A conforto di questa ipotesi di lettura è possibile osservare costituisca patrimonio acquisito nella letteratura scientifica che l'insorgere di una situazione di crisi determina non solo un cambio di focus di tutela dagli interessi dei soci a quelli dei creditori, ma anche una riconsiderazione della proprietà sostanziale dell'impresa che passa dai soci ai creditori<sup>38</sup>.

<sup>36</sup> G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2409*, 1745. Inoltre, se l'art. 2409 c.c. fa riferimento alla violazione dei doveri che incombono sugli amministratori in ciò riecheggiando il disposto dell'art. 2392 c.c. la identità di terminologia non è casuale non solo perché le irregolarità di cui si sospetta possono consistere anche nella violazione di regole statutarie, ma anche perché esse possono consistere nella violazione di regole di corretta gestione societaria e imprenditoriale (art. 2497 c.c.) non recepite specificamente in norme di legge: A. PATRONI GRIFFI, *Il controllo giudiziario sulle società per azioni*, Napoli, 1971, 335; *contra* N. ROCCO DI TORREPADULA, *Le gravi irregolarità*, cit., 18.

<sup>37</sup> Mi sembrano dello stesso avviso V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 84/I che preferiscono parlare di obblighi a contenuto specifico, anche se con forti dubbi di incostituzionalità; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa"*, cit., 261.

<sup>38</sup> I creditori, quindi, diventano progressivamente i proprietari in senso economico dell'impresa in crisi, all'aumentare dell'indebitamento vi è un assottigliamento dell'«equity dei proprietari in senso giuridico», R. SACCHI, «La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria», in *Giur. comm.*, 2014, II, cit. 319, il quale si riferisce a quanto sostenuto da A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 813.

In tale senso potrebbe azzardarsi un parallelismo fra Stato e impresa: come rilevato da M. DRAGHI in un'audizione al Parlamento Europeo del Gennaio 2019, «Quando il debito è troppo alto un Paese perde sovranità», il debito «viene prodotto dalle decisioni politiche prese dai governi», ma quando il suo livello aumenta «sono i mercati che decidono» (cfr. M. BRESOLIN, *Draghi: «Un Paese con il debito troppo alto per-*

4. *L'articolazione dei controlli nell'organizzazione di impresa e il rischio reputazionale*. – Il riferimento alla impresa significa inoltre che è tutta la filiera dei processi decisionali e gestionali ad essere interessata e che gli adeguati assetti di rilevazione della crisi si possono collocare anche su più livelli della catena di comando.

In sintesi, le misure potranno andare dalla individuazione di figure apicali cui è demandata la rilevazione dei rischi (per esempio un *risk manager*, o anche l'*internal audit*) alla duplicazione dei livelli decisionali di intervento sulle operazioni maggiormente rischiose, dalla adozione di sistemi digitali *early warning* che blocchino o che accendano dei segnali (*flags*) ad operazioni potenzialmente rischiose<sup>39</sup>.

Più in dettaglio, emerge la necessità dell'adozione di sistemi di prevenzione quali: i) sistemi di monitoraggio dei rischi (alla stregua del processo ICAAP per le banche); ii) la corretta implementazione della *governance* come strumento di gestione del rischio di reputazione, che preveda sia la supervisione del processo strategico, sia il dovere di *accountability*, e cioè nell'attività di rendicontazione trasparente e veritiera della propria attività agli *stakeholder*; iii) l'adozione di una struttura di *enterprise risk management*, e cioè una struttura autonoma dedicata sistematicamente ai rischi operativi e reputazionali; iv) almeno nelle grandi imprese o nei gruppi, la definizione di principali strategie di assunzione dei rischi (quali quelle declinate nel Risk Appetite Framework (RAF)<sup>40</sup>; l'adozione di tecniche di valutazione del rischio (*VAR Value at risk*)<sup>41</sup>.

---

*de sovranità*», in *www.lastampa.it*, 28 gennaio 2019). Come per uno Stato sovrano, il quale dovrà ponderare le proprie azioni politiche in base a potenziali reazioni dei mercati, un'impresa, su cui grava un forte indebitamento a causa di scelte gestionali erranee, perde la propria sovranità poiché il raggiungimento dello scopo sociale verrà fortemente veicolato (se non addirittura "sacrificato") dalle esigenze dei creditori.

<sup>39</sup> Più in generale sull'adozione di strumenti di gestione dell'impresa societaria digitalizzati non solo nella dimensione propriamente esecutiva del *management*, ma anche come strumento per rendere più incisiva la funzione di *monitoring* e *advisory* del *board* v. N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, cit., M.L. MONTAGNANI-M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione*, Milano, 2021.

<sup>40</sup> F. FALASCONI, *Il rischio reputazionale per le banche*, in *www.diritto.it*; F. ALDRIGO, *Il rischio reputazionale nel settore bancario*, Tesi di laurea, Politecnico di Milano, Dipartimento di ingegneria gestionale, 2011, p. 20, 27, 31 ss., 35 p. 108. Il *Reputational Risk Clearing* ha l'obiettivo di individuare e valutare *ex ante* i potenziali rischi reputazionali connessi alle operazioni di *business* più significative, ai principali progetti strategici e alla selezione dei fornitori/*partner* della impresa attraverso la formulazione di un parere consultivo, l'attività di *clearing* si propone di evidenziare i potenziali profili di rischio connessi ad una specifica operazione e/o controparte consentendo, per i processi decisionali interessati, un'assunzione consapevole del rischio. In alcune banche sono attivati processi di *Reputational Risk Monitoring* che permettono di monitorare l'evoluzione nel tempo del posizionamento reputazionale dell'azienda e di rilevare le principali aree di esposizione, attraverso l'analisi periodica della *web reputation* o l'osservazione di opportuni indicatori. I processi di monitoraggio si sviluppano a partire dalle dimensioni reputazionali identificate a livello di gruppo e consentono di integrare il punto di vista interno (che raccoglie dati e valutazioni interni alla banca quali ad esempio quelli derivanti dall'attività di gestione del rischio di *compliance*, monitoraggio dell'applicazione del Codice Etico) con quello esterno (che raccoglie analisi/indagini realizzate da organismi terzi per monitorare percezione e aspettative degli *stakeholder*, quali ad esempio *stakeholder engagement*, *web reputation*). Rientrano in questa categoria i modelli di gestione e prevenzione del rischio ambientale (artt. 3-ter e 301 del codice dell'ambiente l. n. 15 del 2005): G. CONTE, *L'impresa responsabile*, G. CONTE, *L'impresa responsabile*, Milano, 2018, 182. V. P. GIANGUALANO-L. SOLIMENE, *Sostenibilità in cerca di imprese*, Milano, 2019, 85 ss.

<sup>41</sup> P. GIANGUALANO-L. SOLIMENE, *Sostenibilità in cerca di imprese*, cit., 46 ss., 50, 60.



Particolare attenzione va anche posta al controllo del rischio reputazionale<sup>42</sup> il quale assolve pur sempre una funzione di protezione del valore del patrimonio dell'impresa, che è una funzione di protezione dell'investimento dei soci ma non solo.

Dal punto di vista giuridico, è vero che non è obbligatorio (o non *sempre* obbligatorio) conformarsi a determinate regole di responsabilità etica, ma è altrettanto vero che conformarsi a determinate regole di responsabilità etica può assolvere una funzione importante di protezione del valore dell'investimento dei soci e dei creditori<sup>43</sup>.

Al tempo stesso, se il rischio reputazionale discende da *operational failures*, vuol dire che a determinarlo è l'assenza o il fallimento di un modello organizzativo<sup>44</sup>.

Quindi il rischio reputazionale è un rischio c.d. di secondo livello (per tutte le imprese), nel senso che è connesso ad errori operativi, a problemi di organizzazione o anche alla violazione di regole di *compliance*, rispetto alle quali, però, conserva una propria autonomia<sup>45</sup>.

Negli ordinamenti regolamentati, il rischio reputazionale si affianca ma non si sovrappone al rischio *compliance*; e deriva dal fallimento (o dalla mancata adozione) di un modello di prevenzione del rischio<sup>46</sup>.

<sup>42</sup> R. ZERBE, M. FOLTYN-ZARYCHTA, *The Economics of csr: the role of citizen-consumer mix in the social responsible investing*, in *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. CASTELLANETA-F. VESSIA, Napoli, 2019, 115; G. GIANNELLI, *Investimento reputazionale e rating di legalità*, *ibid.*, 135.

<sup>43</sup> Ad esempio, nel caso delle banche, la percezione di comportamenti non corretti può comportare sia una fuga di depositi, sia la difficoltà di reperire investitori (soci) disposti a sottoscrivere gli aumenti di capitale con conseguente aumento del costo che la banca deve corrispondere a quelli che sono gli *shareholders* o più in generale i sottoscrittori di capitale di qualità primaria. La necessità della banca di avere una certa dotazione patrimoniale di fronte a comportamenti non virtuosi degli amministratori e ad una fuga dei depositanti si traduce in un incremento del costo del capitale. E un aumento del costo del capitale (inclusi i prestiti subordinati) finisce per impattare negativamente sul conto economico.

<sup>44</sup> Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2003), *Prassi corrette per la gestione e il controllo del rischio operativo*.

<sup>45</sup> La Banca d'Italia, nella Circolare 263/2006 (al già citato Titolo III, sez. III, all. A) nel considerarlo come da sottoporre a valutazione dell'ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*), lo definisce come segue: «Il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell'immagine della banca da parte di clienti, controparti, azionisti della banca, investitori o autorità di vigilanza».

<sup>46</sup> Negli ordinamenti settoriali e regolamentati, il problema del rischio reputazionale va tenuto distinto dalla *compliance* (dello stesso avviso le linee di *governance* dell'IVASS per quanto riguarda le compagnie di assicurazioni – Regolamento IVASS, n. 38, 3 luglio 2018, art. 19 – e della Banca d'Italia per quanto riguarda le banche – Circolare 263/2006, Titolo III, sez. III, all. A), perché non è legato necessariamente alla violazione di regole giuridicamente vincolanti. Così come va anche tenuto distinto sia dal rischio operativo sia dal rischio di carattere strategico.

Nella disciplina bancaria, ad esempio, negli accordi di Basilea 2, il rischio reputazionale viene introdotto tra quelli da monitorare a livello bancario e viene individuato come un rischio derivante da *operational failures to comply with relevant rules and regulations or various sources*. Il rischio reputazionale danneggia particolarmente le banche nella misura in cui finisce per colpire quella che è la *confidence of deposit*, etc.

Il Comitato di Basilea offre la seguente definizione del rischio reputazionale: “*Reputational risk can be defined as the risk arising from negative perception on the part of customers, counterparties, shareholders, investors or regulators that can adversely affect a bank's ability to maintain existing, or establish new, business relationships and continued access to sources of funding (eg through the interbank or securitisation markets). Reputational risk is multidimensional and reflects the perception of other market participants*” (BIS, 2009).

Il rischio reputazionale comporta una lesione del valore sia per gli *stakeholders* che per gli azionisti. Quindi, ancorché il rischio reputazionale finisca per incrinare la fiducia degli *stakeholders*, esso finisce anche per ledere lo *shareholders value*; si parla di rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante dalla percezione negativa della banca da parte dei clienti. Nella riflessione degli economisti, il rischio reputazionale è stato tradizionalmente concepito come una distinzione competitiva che, in termini di valore, si traduce una alterazione del giudizio e del rapporto di fiducia da parte della clientela.

D'altro canto, la (soprattutto grande) impresa esercita pur sempre un momento di potere che incide su una pluralità di interessi anche conflittuali<sup>47</sup> e non vi è dubbio che il rischio reputazionale coinvolga la percezione che della stessa hanno non solo gli azionisti ma anche gli *stakeholders* e però si traduca in una perdita di valore per i primi.

Da tutto questo emerge che il rischio che nasce dall'adozione di comportamenti non corretti nei confronti degli *stakeholders* può avere per effetto una diminuzione di valore dell'impresa in quanto tale, colpendo gli *shareholders*<sup>48</sup>.

---

Secondo il Comitato di Basilea: «*Reputational risk arises from operational failures, failure to comply with relevant laws and regulations or other sources. Reputational risk is particularly damaging for banks since the nature of their business requires maintaining the confidence of depositors, creditors and the general marketplace. The risk of legal or regulatory sanctions, material financial loss or loss to reputation a bank may suffer as a result of its failure to comply with laws, regulations, rules related self-regulatory organization standards and codes of conduct applicable to its banking activities (together compliance laws, rules and standards)*». Quindi, il Comitato di Basilea offre una definizione di rischio reputazionale più ampia rispetto alla violazione delle regole di *compliance*, in quanto comprende la inosservanza di regole etiche o di modelli organizzativi liberamente adottati.

<sup>47</sup> U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, cit., 5.

<sup>48</sup> La dottrina ha ritenuto il rischio di reputazione inteso come la conseguenza economica del giudizio del rapporto fiduciario percepito dagli *stakeholders* in termini di *potential to affect long term trust ... of the organization by its stakeholders thus affecting areas such as customer loyalty, ... and shareholder value* VEYSEY S., *To manage brand risk, be aware, plan, communicate, Business Insurance*, 2001, vol. 35, 46. Se tradizionalmente la collocazione del rischio reputazionale si colloca all'interno del rapporto con gli *stakeholders* si è posto, però il problema se le tecniche di mitigazione del rischio anche attraverso il perseguimento di finalità di CSR in termini di investimento possano andare in contrasto con lo *shareholders value*: VEYSEY S., *op. cit.*, 46, «*Any event which has the potential to affect the long-term trust placed in the organisation by its stakeholder, thus affecting areas such as customer loyalty, staff retention and shareholder value.*»; S. EISENBERG, *Broader Horizons*, in *Credit Union Management*, vol. 22, 38- 39: «*The current and prospective impact on earnings and capital arising from negative public opinion that may expose the institution to litigation, financial loss or a decline in its customer base.*»; U. BECK, *World Risk Society*, Cambridge: Polity, 1999, 28 «*(Reputational) risk and responsibility are intrinsically connected, as are risk and trust, risk and security.*»; E.A. LUDWING, *Banking policy report*, 15 gennaio 1996, in V.S. SCOTT, G. WALSHAM (2002), *Banking on trust: Managing Reputational Risk in Financial Services Organizations*, 135 Working Paper Series 117, July, Department of Information Systems. London School of Economics and Political Science.: «*As it implies, reputation risk involves the impact on a bank from negative public opinion. Reputation risk affects a bank's ability to establish new relationship with customers or vendors as well as a bank's ability to continue existing relationships...it is inherent in all bank activities.*»; F. ALDRIGO, *Il rischio reputazionale nel settore bancario*, cit., 97 ss.; J. RAYNER, *Managing Reputational Risk: curbing threads, leveraging opportunities*, Wiley, Chichester, 2004, 20: «*Reputation risk is any action, event or circumstance that could adversely or beneficially impact an organisation's reputation. Reputation is a collection of perceptions and beliefs, both past and present, which reside in the consciousness of an organization's stakeholders.*».

5. *Qualche riflessione sulla responsabilità degli amministratori.* – L’articolazione di un modello organizzativo non può non spiegare effetti anche per quanto riguarda la perimetrazione delle responsabilità dei singoli amministratori; nel senso che se prima della riforma del 2003, in assenza di ulteriori indicazioni ed affermato il principio della responsabilità solidale (art. 2392 c.c. 1942), l’approccio della giurisprudenza<sup>49</sup> è stato nel senso di giustificare una responsabilità collettiva per *culpa in vigilando*, anche per gli amministratori sforniti di deleghe, l’art. 2392 c.c., nel testo riformato, parametrata la responsabilità degli amministratori con riferimento alla natura dell’incarico, tale essendo non solo l’attività in concreto esercitata dalla società, ma anche la specifica attribuzione di funzioni nell’ambito dell’assetto organizzativo concretamente predisposto all’interno del consiglio<sup>50</sup>.

In questo ambito, mi pare vada intesa anche la disciplina della crisi delle imprese, sia perché non vi è dubbio che è nell’organo di amministrazione che si accentrano le responsabilità per la mancata percezione e prevenzione della crisi (artt. 2257, 2480-bis, 2475 cc.) perché, come è stato correttamente osservato<sup>51</sup>, la crisi delle imprese è anche crisi di un modello di organizzazione e di gestione, che non ha saputo prevenire il rischio, cosicché le disfunzioni di un modello gestionale e organizzativo possono dare origine alla incapacità di adempiere regolarmente alle obbligazioni, cioè all’insolvenza;

---

Favorevole chi ha sostenuto che anche investire in pratiche socialmente utili possa assolvere a una funzione di protezione dello *shareholders’ value*, così come comportamenti scorretti nei confronti degli *stakeholders* possono comportare un abbattimento del valore della società.

In altre parole, si è posto il problema se l’investimento reputazionale debba intendersi come obiettivo fine a sé stesso (di per sé produttivo di utilità) o uno degli obiettivi che anche in un’ottica di contenimento di interessi gli amministratori debbano perseguire: U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, 10; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI-C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, 51; v. B. BRANCH-J. MERTON, *Fiduciary duty and social responsibility*, in <https://www.westga.edu/~bquest/2017/fiduciary2017.pdf>, p. 4; J. BERLE JR., A. ADOLF, *Corporate Powers as Powers in Trust*, *Harvard Law Review* 44 (1931): 1049-1074; II.DD. *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, *Harvard Law Review* 45 (1932): 1365-1372; DODD, MERRICK, E., *For Whom Are the Corporate Managers Trustees*, *Harvard Law Review* 45 (1932): 1145-1163. C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., 16; ID., *Note minime sull’«interesse sociale»*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 263. È stato inoltre correttamente osservato che le prassi socialmente responsabili, che inevitabilmente comportano costi, possono venire rispettate nella misura in cui si traducano in norme giuridiche di condotta assistite da sanzioni efficaci; al di fuori di questa situazione un’impresa può permettersi scelte etiche autonome solo nel caso in cui tali scelte corrispondano a risultati positivi o, almeno neutri, sul piano dell’efficienza produttiva aziendale: M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale di impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 23; G. CONTE, *L’impresa responsabile*, cit., 295.

<sup>49</sup> Cass., 29 agosto 2003, n. 12696, in *Giur. it.*, 2004, 557; in *Giur. comm.*, 2004, I, 2095.

<sup>50</sup> V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quinto del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.; v. già G. CABRAS, *La responsabilità per l’amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002, 4 ss.; ampi spunti in N. ABRANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, cit.

<sup>51</sup> C. ANGELICI, *Diligentia quam suis e business judgement rule*, in *Attività e organizzazione, Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 290 ss.; B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione*, cit., 3 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 213; P. PETTITI, *Appunti sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile del nuovo art. 2381*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 585 ss. G. FERRI JR., *Insolvenza e crisi dell’impresa organizzata in forma societaria*, in *La riforma della legge fallimentare. Atti del convegno (Palermo, 18-19 giugno 2010)*, a cura di S. FORTUNATO-G. GIANNELLI-F. GUERRERA-M. PERRINO, Milano, 2011, 37 ss.; C. VAN DER ELST, *Risk Management in Corporate Law and Corporate Governance*, in AA.VV., *Corporate Governance and the Global Financial Crisis*, cit., *passim*.

al contrario, la presenza di un modello organizzativo adeguato si pone come precondizione per gestire la liquidità dell'impresa societaria in una prospettiva di soddisfacimento dei creditori ma anche di (auto)finanziamento dell'attività di impresa; cosicché la scelta di un modello organizzativo non è indifferente per l'impresa societaria sia per la fase di gestione che per la gestione delle crisi.

L'articolazione del potere gestorio per processi consente di sviluppare ulteriori corollari: in primo luogo, essa consente di scomporre la decisione finale in una serie di momenti ed indicare così l'eventuale sede in cui la singola disfunzione o violazione di legge può essersi verificata; il che non è conseguenza di poco momento, perché l'articolazione dell'attività amministrativa fuoriesce dagli schemi della discrezionalità assoluta degli organi sociali nella predisposizione degli assetti interni per diventare, dovendosi conformare a regole e principi, sindacabile da parte dell'autorità giudiziaria o delle attività regolatrici di un determinato settore<sup>52</sup>.

Una ulteriore considerazione è che l'articolazione dell'attività amministrativa per processi e funzioni consente di individuare un soggetto responsabile per ciascun processo, il che è particolarmente evidente per le normative di prevenzione di rischi e reati (d.lgs. n. 231 del 2001) ma anche laddove le norme prescrivono la necessità di un certo apparato organizzativo a tutela di interessi diffusi o della controparte debole (artt. 32 ss. d.lgs. 23 maggio 2011, n. 79, Codice del turismo).

Le considerazioni che precedono consentono di porre nel suo giusto rilievo e di contestualizzare i termini della discrezionalità degli amministratori e della c.d. *business judgement rule*<sup>53</sup>. La responsabilità degli amministratori incontra un limite neled è espressione del *duty of loyalty e duty of care*.

---

<sup>52</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 371, testo e note; P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, cit., 115 ss.; P. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, cit., 33 ss. nel senso che la funzione imprenditoriale, in quanto organizza i fattori di produzione e sulla base di un principio di divisione del lavoro, richiede necessariamente per il suo svolgimento tecniche di analisi e verifica dei modi in cui concretamente per essa si opera; v. anche N. ABRIANI, *Collegio sindacale e "comitato per il controllo interno e la revisione contabile" nel sistema policentrico dei controlli*, in *Riv. dir. soc. (RDS)*, 2013, 2 ss.; B. FRANCONI, *Il sistema dei controlli interni. Profili ricostruttivi*, Bari, 2013, 33 ss. La necessità di una riflessione unitaria che permetta di ricucire il dialogo tra giuristi e aziendalisti è stata sottolineata da P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica*, a cura di L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Milano, 2010, 317. Sulla unitarietà del sistema dei controlli interni dal punto vista aziendale a livello internazionale v. G. FERRARINI, *Funzioni del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI-C. DI NOIA, (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, 50 ss.; ID., *Controlli interni, governo societario e responsabilità. Esperienze statunitensi ed italiana a confronto*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005, 110 ss.; ID., *Controlli interni e strutture di governo societario, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, vol. III, Torino, 2006, 5 ss.; v. anche P. MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca e borsa*, 2011, 543; ID., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, 295; ID., *La società quotata*, cit., 196 ss. Per riferimenti, anche in chiave comparatistica, alla dottrina aziendalista v. C. VAN DER ELST-M. VAN DAELEN, *Risk Management in European and American Corporate Law*, in *ECGI Working Paper n° 122/2009* (Aprile 2009), 5; C. VAN DER ELST, *Risk Management in Corporate Law and Corporate Governance*, in AA.VV., *Corporate Governance and the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2011.

<sup>53</sup> Su cui si veda, con specifico riferimento all'adozione degli adeguati assetti organizzativi, P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, 829/1 ss. M.S. SPOLIDORO, *Note critiche*, cit., 253.

Quindi, la *business judgement rule*, costituisce una regola di insindacabilità dell'operato degli amministratori ma nella misura in cui si siano comunque conformati ad un *duty of care*. L'adozione di adeguati assetti organizzativi e di modelli di prevenzione e monitoraggio del rischio di impresa potrebbe costituire una esimente da responsabilità a patto e condizione che tali modelli siano a loro volta monitorati ed implementati; il che significa però che il sindacato giurisdizionale scenderebbe nel merito della scelta dell'assetto e della valutazione di adeguatezza. Viceversa, la *business judgement rule* non spiegherebbe i suoi effetti di insindacabilità delle decisioni degli amministratori sulla scelta del modello organizzativo o sulla sua adeguatezza quanto sugli atti gestori propriamente detti.

Secondo un'altra tesi, anche la scelta di un assetto organizzativo adeguato non si sottrarrebbe a spazi di discrezionalità e, quindi all'esimente della *business judgement rule*<sup>54</sup>. Su una posizione intermedia chi preferisce parlare di discrezionalità tecnica<sup>55</sup> ed afferma che il sindacato del giudice non si dovrebbe appuntare sulla correttezza in sé della decisione cioè sul contenuto degli assetti quanto sulla correttezza del processo decisionale che abbia portato alla scelta o alla costruzione di un determinato modello<sup>56</sup>.

Da questo punto di vita, la dottrina penalistica ha sottolineato come il modello di *compliance* ex d.lgs. n. 231, pur non obbligatorio<sup>57</sup>, possa offrire indicazioni e supporti utili per costruire un modello di prevenzione delle crisi di impresa; in particolare, come la stesura e l'effettiva attuazione del modello, l'efficace vigilanza, la instaurazione di flussi informativi tra funzione preposta alla prevenzione delle crisi, *governance* della impresa e organo di controllo, soprattutto con riferimento alle attività più sensibili, le segnalazioni di difficoltà di fornire all'impresa per ritardi nei pagamenti (con riferimento ai reati contro la P.A., artt. 24 e 25 d.lgs. n. 231), la rilevazione dell'evasione fiscale o dei ritardi nei pagamenti dei tributi, consentano di creare un ambiente organizzativo in grado non solo di prevenire la commissione dei reati presupposto, ma anche di incidere sul controllo di gestione e sulla prevenzione della crisi<sup>58</sup>; più in dettaglio, come il modello del decreto 231, per le sue finalità di regolazione dei processi de-

<sup>54</sup> L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 425; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale*, in *Riv. soc.*, 2017, 357 ss.; M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 3 ss.

<sup>55</sup> V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 89/I; P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi*, cit., 839/I.

<sup>56</sup> V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 89/I; P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi*, cit., 839/I, secondo cui gli assetti organizzativi consistono nelle procedure di efficiente funzionamento aziendale, di gestione amministrativa in senso stretto che devono raggiungere la soglia dell'adeguatezza e rientrano nell'osservanza del principio di correttezza; come tali, non sono coperte dalla *business judgement rule*; nello stesso senso V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi*, Intervento in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari di Montalenti*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439; S. FORTUNATO, *Codice della Crisi*, cit., 952.

<sup>57</sup> È stato osservato come anche se il comma 2 dell'art. 2086 non possa sicuramente imporre l'adozione obbligatoria dei modelli 231, in linea del resto con l'impostazione del 2001: G. BONGIORNO, *Il nuovo codice della crisi di impresa e la modifica dell'art. 2086 c.c.: obbligatorietà dei modelli organizzativi 231?*, in *www.diritto.it*, 2019; E. PERUSIA-C. SANTORIELLO, *Dal modello organizzativo agli adeguati assetti organizzativi richiesti dal codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Il fallimentarista*, 2020.

<sup>58</sup> R. DE LUCA, *Prevenzione della crisi e compliance 231: binomio irrinunciabile per la governance d'impresa*, in *Giur. pen.*, 2021/1-bis.

cisionali aziendali e di gestione delle risorse finanziarie, possa rappresentare un concreto supporto per la costruzione di adeguati assetti organizzativi di un'impresa<sup>59</sup>, al pari di altri modelli organizzativi o *best practices* desunte dalle discipline aziendalistiche<sup>60</sup>.

Premesso che il modello *ex d.lgs. n. 231* e gli adeguati assetti organizzativi *ex art. 2086 c.c.* non sono esattamente sovrapponibili, non solo per le finalità (uno avendo la funzione di prevenire la commissione di reati presupposto, gli altri l'insorgere della crisi di impresa), ma anche perché l'adozione di uno non è obbligatorio e l'adozione degli altri lo è, sia pure nei termini sopra chiariti, ci troviamo pur sempre di fronte a due ordini di previsioni che, attraverso il richiamo ad esplicite misure organizzative, intendono proteggere l'impresa da minacce, cattive pratiche e patologie che possano comprometterne i parametri vitali<sup>61</sup>.

Inoltre, prendendo spunto dai modelli *ex d.lgs. n.231*, si può affermare che anche una adeguata distribuzione delle deleghe operative possa essere coerente con gli obiettivi di assicurare i necessari flussi informativi all'organo amministrativo ed ai preposti al controllo di gestione, di rispondere alle sollecitazioni ed alle richieste di approfondimenti istruttori dell'organo di gestione o degli amministratori esecutivi, e di intercettare i primi sintomi della crisi incipiente<sup>62</sup>.

Questo significa che in termini di responsabilità degli amministratori non sarà tanto sindacabile la decisione nel merito, quanto il processo che ha portato alla adozione di una determinata decisione<sup>63</sup>; quindi con il richiamo del CCII all'obbligo degli amministratori di garantire assetti adeguati si potrebbe imporre una rivisitazione della insindacabilità delle scelte gestionali e, quindi, l'adeguatezza del modello costituirà un parametro per valutare non tanto la sindacabilità delle scelte, quanto il rispetto delle procedure attraverso le quali tali scelte sono state adottate, trovando così un punto di equilibrio tra l'insindacabilità assoluta delle decisioni e la facile imputabilità *ex post* della responsabilità della crisi di impresa all'organo gestorio<sup>64</sup>.

---

<sup>59</sup> R. DE LUCA, *Prevenzione della crisi*, cit., 4.

<sup>60</sup> R. RORDORF, *Doveri e responsabilità*, cit., 941.

<sup>61</sup> R. DE LUCA, *Prevenzione della crisi*, cit., 8.

<sup>62</sup> R. DE LUCA, *Prevenzione della crisi*, cit., 24.

<sup>63</sup> V. DI CATALDO-D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative*, cit., 89/I; P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi*, cit., 839/I, secondo cui gli assetti organizzativi consistono nelle procedure di efficiente funzionamento aziendale, di gestione amministrativa in senso stretto che devono raggiungere la soglia dell'adeguatezza e rientrano nell'osservanza del principio di correttezza; come tali, non sono coperte dalla *business judgement rule*; nello stesso senso V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione*, cit., 439; S. FORTUNATO, *Codice della Crisi*, cit., 952.

<sup>64</sup> Anche N. ABRIANI-A ROSSI, *Nuova disciplina della crisi*, cit., 397 escludono che si possa desumere automaticamente dall'accertamento della sopravvenuta insolvenza la prova dell'originaria inidoneità del modello predisposto dagli organi sociali ai fini della prevenzione della crisi.

# CRISI D'IMPRESA E RISANAMENTO AZIENDALE: LA RILEVAZIONE ANTICIPATA DELLA CRISI TRA ADEGUATEZZA DEGLI ASSETTI ORGANIZZATIVI E AVVIO DELLA COMPOSIZIONE NEGOZIATA

di *Ilaria Pagni*

1. Quando si leggono i commenti alla composizione negoziata, si riscontra che chi ne tratta muove quasi sempre dalla preoccupazione di possibili abusi da impedire o dalla prospettiva di dover individuare ad ogni costo quale sia, tra il risanamento dell'impresa e la tutela dei creditori, il valore prevalente. Meno frequente è che l'interprete si ponga davanti al nuovo istituto semplicemente con lo spirito di cogliere il sistema complessivo che emerge da quell'intervento. Si dimentica spesso, per esempio, che il D.L. 24 agosto 2021, n. 118 si inserisce in una fase di transizione dalla legge fallimentare del 1942 al nuovo Codice della crisi, e perciò nel passaggio tra due sistemi caratterizzati da regole diverse, che il legislatore ha dovuto tenere necessariamente entrambi in considerazione.

Sorprende anche vedere che di solito nel dibattito si utilizzano le sole lenti del diritto concorsuale, trascurando i presidi del codice civile e dimenticando l'esistenza di norme, figure e istituti di altri settori dell'ordinamento che pure, in una prospettiva interdisciplinare, consentirebbero di intendere meglio le peculiarità della composizione negoziata. Una visione laica, scevra da impostazioni eccessivamente ideologiche, aiuterebbe a comprendere meglio l'istituto e a trovare tutte le risposte agli interrogativi che necessariamente un raccordo difficile, come quello tra autonomia negoziale ed eteronomia giudiziale, pone all'interprete. Soprattutto in un momento storico così complicato come l'attuale.

2. Equilibrato, invece, è l'approccio alla composizione negoziata nelle prime riflessioni dedicate al nuovo istituto dal Maestro cui questi scritti sono offerti.

In un breve intervento comparso nell'ottobre 2021 su *Il Nuovo Diritto delle Società*, Paolo Montalenti ricorda ancora una volta come “l'early warning [sia] il punto debole dell'intero sistema delle procedure concorsuali”: la diffusa e purtroppo ricorrente incapacità di intercettare tempestivamente i segnali di crisi impedisce all'imprenditore di adottare senza indugio strumenti appropriati alla soluzione dei problemi.

In questa logica, Montalenti evidenzia l'importanza della previsione contenuta nel nuovo testo dell'art. 2086 c.c., in tema di assetti organizzativi adeguati e idonei alla rilevazione della perdita della continuità aziendale, che “*ha gettato un ponte sistematico tra il diritto dell'impresa, il diritto societario e il diritto della crisi*”. Una norma che, richiamando l'imprenditore ai principi di corretta amministrazione, ha “*un ruolo sistematico di vertice nella disciplina dell'impresa e della crisi*”, e alla quale il legislatore ha voluto affiancare quell’*“intervento negoziale assistito professionalmente, tecnicamente presidiato, in funzione preventiva e ripristinatoria dell'equilibrio aziendale”*, la

composizione negoziata, che, come possibile strumento per il recupero della continuità aziendale, viene messo a disposizione in aggiunta agli strumenti tradizionali del diritto fallimentare.

Due istituti, la composizione negoziata e gli assetti organizzativi adeguati in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa, che, se correttamente intesi e soprattutto se collegati opportunamente tra loro, tracciano quella "*strada verso una nuova cultura del recupero dell'impresa in crisi*", senza pregiudizio per la tutela dei creditori, la cui importanza e necessità Paolo Montalenti sottolinea da tempo.

3. Il collegamento tra la composizione negoziata, e la previsione novellata dell'art. 2086 c.c., si coglie plasticamente nel decreto legislativo di recepimento della direttiva *Insolvency*, con cui il legislatore ha inserito le previsioni del D.L. n. 118/2021 nel titolo II del Codice della crisi, sostituendo quelle originarie, e riscritto la disposizione relativa agli assetti organizzativi adeguati.

Tra i doveri dell'imprenditore, che nell'art. 3 del Codice vengono declinati in modo più puntuale di quanto non avesse fatto il D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (non per negare quella "*flessibilità antitetica a rigide schematizzazioni*" che Montalenti reputa necessaria, ma per offrire una guida più chiara a un imprenditore spesso ritroso a "*corroborare lo spirito innovativo schumpeteriano con una visione prospettiva solidamente costruita su parametri tecnico-aziendalistic*"), c'è anche quello di attrezzarsi non soltanto per rilevare gli "*eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore*", che, se non tempestivamente intercettati, determinano il manifestarsi della crisi, ma anche per poter agevolmente ricavare in qualunque momento le informazioni necessarie a seguire la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il *test* pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento che serviranno per l'accesso alla composizione negoziata, ove quella crisi venga a rivelarsi.

Il legislatore, insomma, ha cercato di disegnare una via ulteriore per l'imprenditore a rischio di crisi: una via che, senza quello che Renato Rordorf aveva definito "il volto arcigno" dell'allerta originaria del Codice, gli indichi una possibile soluzione prima che la crisi si trasformi in insolvenza e quest'ultima diventi irreversibile. Perché se è vero che la composizione negoziata è un percorso che, a certe condizioni e con particolari cautele, accoglie anche l'imprenditore insolvente, è altrettanto vero che il suo impiego fisiologico presuppone piuttosto un imprenditore che si muova tempestivamente, senza attendere il momento in cui l'unica scelta possibile dovrebbe essere semmai il ricorso per la dichiarazione di insolvenza (e che invece, fino a oggi, ha continuato ad essere un avvio del concordato con riserva, malamente inteso, dal debitore e dai suoi professionisti, come un modo per impedire l'istanza di fallimento dei creditori o del pubblico ministero).

4. Per comprendere le scelte del legislatore del 2021, e collegarle a quelle che sarebbero state poi compiute nel 2022, è utile partire da quattro punti:

1. il già intervenuto rinvio, quando la Commissione istituita dal Ministro della Giustizia ha iniziato a lavorare, dell'allerta esterna ad opera del Parlamento, con l'art. 5, comma 14, D.L. n. 41/2021, c.d. Decreto Sostegni, conv. in L. n. 69/2021, e il venir



meno, con essa, della base su cui si reggeva tutto l'impianto della composizione assistita regolata dal Codice della crisi;

2. i ritardi, dovuti alla pandemia, nell'attuazione degli strumenti operativi del titolo II del Codice (l'elenco da cui si sarebbero dovuti trarre i componenti dell'OCRI, la piattaforma che avrebbe dovuto interfacciarsi anche con i tribunali delle imprese, la nuova ossatura del processo telematico) e l'opportunità, anche per questa ragione, di rivedere l'intero meccanismo di ingresso nelle procedure;

3. la necessità, per chi era stato chiamato a rivedere il Codice della crisi, di avere più tempo per riflettere sulle reali esigenze di adeguamento alla Direttiva n. 1023/2019, che la L. n. 14/2019 aveva tenuto in considerazione solo in parte (anche per la comprensibile resistenza a importare concetti nuovi come quello delle "parti interessate", che avrebbe avuto l'effetto di modificare radicalmente il sistema italiano del voto nelle procedure di concordato, o a sostituire nozioni consolidate in punto di distribuzione del valore con altre di più difficile adattamento alla nostra tradizione giuridica) e sull'opportunità, comunque, di interventi di aggiustamento tramite decreto correttivo, già previsti dall'art. 1 L. 9 marzo 2019, n. 20, per rispondere alle perplessità degli interpreti su punti specifici della nuova disciplina. Una necessità che si univa all'altra, di intervenire comunque con immediatezza – vista la crisi economica determinata dalla pandemia – per offrire al debitore in crisi o già insolvente un percorso in cui questi, senza dover necessariamente ricorrere al concordato con riserva per proteggere le trattative e al tempo stesso senza pregiudicare la tutela dei diritti dei soggetti interessati, potesse trattare con i creditori le condizioni delle proprie relazioni contrattuali e cercare di ristrutturare i propri debiti;

4. la necessità, soprattutto, di una ricomposizione coerente dell'intero mosaico alla fine dell'*iter* di revisione delle norme.

Cosa fare, allora?

5. Se era necessario avere un po' di tempo in più per ricomporre quel mosaico, era altrettanto necessario prevedere uno strumento di "compensazione" del rinvio dell'entrata in vigore del Codice della Crisi, per far fronte alle difficoltà dovute o comunque aggravate dalle chiusure, restrizioni o anche soltanto mutamenti nelle abitudini di vita causati dalla pandemia.

Uno strumento che, per quanto ovviamente in linea con la Direttiva, non voleva, né poteva, essere lo strumento di attuazione della Direttiva. E tantomeno pretendeva di risolvere, da solo, i problemi della crisi economica (per i quali gli interventi necessari potevano essere affidati soltanto alla legislazione emergenziale), ma aspirava piuttosto, e più semplicemente, a traghettare le imprese in difficoltà, indipendentemente dalle loro dimensioni, verso l'accesso alle procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza della legge fallimentare del '42, e, in prospettiva, verso quelle del Codice della crisi, coprendo quello spazio vuoto rappresentato dalla fase delle trattative, nelle quali l'imprenditore oggi e domani comunque avrebbe operato senza altre regole che non fossero quelle dettate dal codice civile, non sempre adeguatamente maneggiate dal debitore e dai suoi consulenti.

6. Si è riflettuto allora sugli obiettivi della composizione assistita del Codice della crisi e sulla utilità dell'idea, che questa conteneva, di riempire lo spazio che precede

l'ingresso delle imprese in procedura rafforzando gli strumenti dell'autonomia negoziale, e al tempo stesso sulla necessità di adattare la composizione assistita del Codice al mutato contesto economico e all'intervento rinvio dell'allerta esterna, e sul fatto che, comunque, il titolo II del Codice si preoccupava di regolare più il contenente che non il contenuto del percorso di composizione.

Si è ragionato sul fatto che esiste uno strumento, la mediazione delle controversie bancarie, che non dà buona prova di sé perché non sempre le banche partecipano alle trattative in modo attivo e informato, e il debitore negozia con uno solo dei tanti creditori senza poter allargare il tavolo delle trattative agli altri, e senza aver modo di impedire al creditore chiamato al tavolo di correre, il giorno stesso, a ottenere un decreto ingiuntivo per costituirsi una posizione privilegiata; ma che ci sono professionisti versati nelle tecniche di facilitazione i quali, con la necessaria formazione nei diversi settori del diritto interessati dalle trattative, possono condurre debitore e creditori verso la conclusione di quegli accordi che rappresentano la base delle soluzioni negoziate previste dalla disciplina concorsuale.

Non consulenti dell'imprenditore o del creditore, non attestatori, non organi di una procedura che non c'è: semplicemente, mediatori dotati di particolare competenza professionale ed esperienza, terzi rispetto a tutte le parti della trattativa, e protagonisti di un percorso negoziale di facilitazione dei rapporti tra imprenditore, creditori e fornitori. Una figura nuova, ma neppure troppo: importata da un settore vicino, quello della mediazione nei contratti d'impresa, ampiamente indagato in questi anni da parte degli studiosi del diritto civile, commerciale e processuale, e rispondente all'idea di una maggiore responsabilizzazione dell'imprenditore e dei creditori che, se si muovono in tempo e opportunamente orientati, sono in grado di riscrivere le proprie relazioni senza necessariamente rimettersi alla decisione del giudice. Il giudice interviene ogni volta che sia necessario, a tutela dei diritti, ma senza che vi sia la necessità di trasformare il momento delle trattative in una procedura concorsuale.

7. Il Codice della crisi avrebbe permesso l'accesso alla composizione assistita anche agli imprenditori in stato di insolvenza, e lo stesso, dunque, con tutte le opportune cautele, avrebbe dovuto essere consentito anche nella composizione negoziata. Ma poiché una allerta veramente precoce è quella che arriva prima che l'impresa sia in crisi, era opportuno, e necessario, dare spazio anche agli imprenditori in semplice stato di difficoltà, creando peraltro dei laccioli che servissero a evitare vantaggi competitivi per il debitore che faccia strumentalmente accesso al percorso di composizione negoziata rispetto a quello che non compia questa scelta. Si è esclusa l'opportunità di una amministrazione controllata che avrebbe creato un concorso tra creditori anche qualora non fosse stato necessario. Siamo partiti da qui.

8. Rispetto alla composizione assistita del Codice, la composizione negoziata fa leva su alcuni elementi, che ne dovrebbero costituire i punti di forza. Ma il condizionale è d'obbligo, visto che molto si gioca sulla capacità dei professionisti di intendere correttamente il ruolo dell'esperto e sulla disponibilità degli interpreti a trovare soluzioni ai problemi applicativi che ogni nuovo istituto necessariamente pone.

Oggi i numeri della composizione negoziata mostrano che le domande provengono in prevalenza da imprese sopra soglia, che solo nella metà dei casi fanno ricorso

alle misure protettive e cautelari: questo dovrebbe essere un buon segnale, e non il segno del fallimento dell'istituto, come qualcuno scrive, perché dimostra che non è vero che sono le imprese ormai decotte ad accedere al percorso di composizione (piuttosto, fino all'entrata in vigore del Codice, quelle imprese hanno continuato a battere la strada del concordato con riserva, dove la protezione del patrimonio era automatica e la pronuncia di fallimento apparentemente più facile da evitare); e dimostra anche che non è necessario trasformare il momento negoziale in una procedura concorsuale, dato che la previsione di un intervento selettivo del tribunale è sufficiente a tenere lontani quei debitori che non hanno davvero l'intenzione, o la capacità, di trovare accordi con i propri creditori, ma cercano soltanto un modo come un altro per impedire la dichiarazione di insolvenza.

9. I punti di forza della composizione negoziata si rinviengono: 1) in una maggiore attenzione al contenuto della composizione negoziata rispetto ad un meccanismo, quello della composizione assistita del Codice, che era più concentrato sulle segnalazioni: da questo punto di vista è indicativo che il decreto dirigenziale emanato nel settembre 2021 abbia voluto specificare i compiti dell'esperto per tratteggiarne le caratteristiche differenziali rispetto ad altre figure con le quali avrebbe potuto confondersi; 2) nella richiesta, all'imprenditore che voglia accedere al percorso, di un piano finanziario per i successivi sei mesi e delle iniziative industriali che intende adottare (accompagnato, nel decreto legislativo di recepimento della direttiva *Insolvency*, da un progetto di piano di risanamento): il che richiede una maggiore – e sperabilmente seria – analisi delle prospettive di uscita dalle difficoltà; 3) in una specifica formazione dell'esperto anche nelle tecniche di facilitazione, oltre che in una serie di materie (tra cui la regolamentazione bancaria e il diritto sindacale e del lavoro) la cui conoscenza è necessaria a seconda dei soggetti che prenderanno parte alle trattative; 4) nella puntualizzazione del ruolo di terzo, rispetto a tutte le parti, dell'esperto; 5) nella particolare attenzione ai criteri di trasparenza e rotazione nella nomina; 6) in una maggiore declinazione, rispetto alle previsioni originarie del Codice, dei doveri dell'esperto e delle parti; 7) nella costruzione di un *test* che permetta all'imprenditore una valutazione preliminare della complessità del risanamento attraverso il rapporto tra l'entità del debito che deve essere ristrutturato e quella dei flussi finanziari liberi che possono essere posti annualmente al suo servizio (il *test* non va considerato alla stregua degli indici della crisi, che il decreto di recepimento della direttiva avrebbe poi soppresso, ma serve piuttosto ad indicare il grado di difficoltà che l'imprenditore dovrà affrontare e quanto il risanamento dipenderà dalla capacità di adottare iniziative in discontinuità); 8) nella previsione di una lista di controllo – rispondente al considerando 17 della direttiva *Insolvency* – contenente una serie di domande, rivolte ora all'imprenditore ora all'esperto, le cui risposte forniscono indicazioni operative per la redazione del piano e per l'analisi della sua coerenza; 9) nella previsione di una piattaforma telematica che non serve unicamente alla nomina dell'esperto, ma anche *i)* per lo svolgimento delle trattative attraverso la creazione di diversi livelli di accesso alla documentazione inserita nella piattaforma e *ii)* per dar corso, in caso di cessione d'azienda, alla selezione dei soggetti potenzialmente interessati anche attraverso procedure competitive, con la creazione di *data room* da utilizzare per la raccolta delle manifestazioni di interesse o delle offerte vincolanti; 10) nella previsione di un protocollo per la conduzione della composizione negoziata da parte del-

l'esperto, diviso per sezioni, in cui si offre la declinazione operativa delle prescrizioni normative contenute nel decreto legge e si recepiscono le migliori pratiche per una soluzione concordata della crisi.

10. Come più volte si è detto, il percorso di composizione negoziata non va confuso con una procedura concorsuale, perché è, piuttosto, un luogo di svolgimento di trattative. Le trattative si svolgono alla presenza di un terzo che non assiste il debitore, ma ha il compito di facilitare il negoziato e stimolare gli accordi: l'esperto, grazie ad una specifica formazione anche nelle tecniche di mediazione, coadiuva le parti nella comunicazione, nella comprensione dei problemi e degli interessi di ciascuna.

Il tribunale interviene quando occorre proteggere le trattative, o quando occorre qualcosa di più rispetto a quel che l'autonomia negoziale, da sola, potrebbe ottenere: in questi casi è soprattutto la presenza dei creditori nel giudizio, prima ancora che quella dell'esperto, il perno su cui ruotano la profondità e l'ampiezza della cognizione del giudice nella tutela dei diritti coinvolti.

Nonostante la previsione di una protezione del patrimonio, la composizione negoziata non è una procedura concorsuale 'vicaria', perché non si ha:

- i) alcuna apertura di un procedimento;
- ii) alcun organo della procedura;
- iii) alcun blocco di crediti e debiti;
- iv) alcuna previsione di un ordine di distribuzione;

v) alcun, neppur minimo, spossessamento: il che, ovviamente, non significa che l'imprenditore sia libero di tenere condotte pregiudizievoli per i creditori: i principi della garanzia patrimoniale – e, nel caso dell'imprenditore strutturato in forma di società di capitali, gli artt. 2394 e 2497 c.c. – sono sufficienti a regolarne il comportamento.

11. La protezione del patrimonio è compatibile con la pendenza di trattative che non necessariamente debbono concludersi con i tradizionali sbocchi della disciplina concorsuale. Essa è finalizzata unicamente a cristallizzare la situazione esistente al momento in cui quelle trattative vengono avviate, evitando la corsa alla costituzione di posizioni privilegiate, senza impedire invece i pagamenti spontanei che – purché coerenti rispetto alle trattative o alle prospettive di risanamento – consentono di evitare pregiudizi a cascata per i creditori. È una moratoria, questa, analoga a quella di cui da più parti era stata auspicata l'introduzione durante la fase più acuta dell'emergenza sanitaria, esterna a qualsiasi procedura concorsuale per evitare che la protezione fosse cercata con un ricorso improprio al concordato con riserva: una protezione, quella della legge fallimentare del '42, peraltro automatica e senza neppure conferma (la necessità della conferma è stata introdotta solo col Codice della crisi), com'è invece nel D.L. n. 118/2021, e oggi nelle corrispondenti previsioni del titolo II del Codice, che prevede, in un tempo brevissimo, l'intervento giudiziale.

Per altro verso, la richiesta di protezione del patrimonio, o di provvedimenti cautelari che vadano al di là del divieto delle azioni esecutive e cautelari, necessari a condurre a termine le trattative, determina una pubblicità della condizione in cui versa l'imprenditore e un intervento del giudice che, sommati tra loro, rappresentano una sufficiente garanzia contro condotte opportunistiche dell'imprenditore, dato che i creditori possono fare istanza perché il giudice revochi le misure protettive e cautelari, o ne ab-

brevi la durata (cosa che nel meccanismo della legge fallimentare del '42 non era prevista); oppure presentare istanza di fallimento e oggi di liquidazione giudiziale (che non è inibita, a differenza della pronuncia della sentenza) e, nel caso, richiedere le misure cautelari previste nel corso dell'istruttoria fallimentare e nel Codice all'art. 54, 1° comma, non impedita dalla protezione del patrimonio che colpisce le iniziative con finalità individuali ma non quelle a valenza collettiva. Una volta che quelle misure siano emesse, il giudizio di prevalenza tra i provvedimenti cautelari resi in seno all'istruttoria per la dichiarazione di insolvenza e il divieto delle azioni cautelari ottenibile nella composizione negoziata resta affidata al tribunale chiamato a valutare se confermare o meno le seconde. La conferma che sia questo il bilanciamento di interessi voluto dal legislatore si rinviene nel decreto legislativo di recepimento della direttiva, che chiarisce come il risanamento dell'impresa non debba essere perseguito a discapito della tutela del ceto creditorio nel suo insieme.

12. Quando il debitore non chiede la protezione del patrimonio (o comunque non si rivolge al giudice perché non ha necessità di un'autorizzazione per la finanza prededucibile, per il trasferimento di azienda), ci si chiede chi controlla i suoi comportamenti quando sia in stato di insolvenza, dato che la porta della composizione negoziata, come del resto sarebbe stato anche per la composizione assistita, non gli è chiusa. Per la verità, un imprenditore insolvente che non ha bisogno della protezione del patrimonio sembra un'ipotesi assai remota: ma immaginiamo che avvenga.

Orbene: se è vero che la porta è aperta anche all'insolvente, non è vero però né che quella porta non debba essere chiusa, appena emerge che non ci sono concrete prospettive di risanamento neppure attraverso l'avvio delle trattative, né che l'imprenditore abbia le mani libere durante i negoziati, dal momento che i principi della garanzia patrimoniale, che presidiano le condotte del debitore, ne condizionano il comportamento e, se violati, ne determinano le responsabilità.

Il sistema della garanzia patrimoniale, pur mantenendo il patrimonio nella titolarità del debitore che non sia insolvente, ne richiede un controllo dell'operato attraverso i mezzi di conservazione previsti agli artt. 2900 ss. c.c. E quando si manifesta quella disfunzione che si traduce nell'insufficienza dell'attivo, corrispondente allo stato di insolvenza, non solo si ha una riduzione, quando non un vero e proprio esproprio, dei poteri di gestione, ma si ha correlativamente il sorgere di quella sorta di diritto "sul patrimonio altrui" che, almeno per i creditori dell'imprenditore strutturato in forma di società di capitali, si scorge anche nella formulazione delle norme in materia di responsabilità degli amministratori (nell'art. 2394 c.c., laddove si parla di obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, e nell'art. 2497 c.c., laddove si parla di lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società).

Per quanto la formula del codice civile del '42 (nell'esprimere con due norme distinte – l'art. 2740 c.c., per il quale il debitore risponde dell'adempimento con tutti i suoi beni, presenti e futuri; e l'art. 2741 c.c., per cui i creditori, salve le cause legittime di prelazione, hanno ugual diritto di essere soddisfatti su quei beni – il principio che in passato era scolpito da una norma soltanto, l'art. 1949, ove si leggeva che "i beni del debitore sono la garanzia comune dei suoi creditori, e questi vi hanno un ugual diritto") stia a dimostrare che il legislatore del secolo scorso si era consapevolmente orientato verso la concezione di chi negava l'esistenza di un diritto di natura sostanziale dei creditori sui beni del debi-

tore, simile ad una sorta di pegno (R. Nicolò), tuttavia l'art. 1949 del codice previgente rispecchia la constatazione, insuperata, che al diritto all'adempimento del credito in capo al singolo creditore si accompagna un diritto (indifferenziato) dei creditori sul complesso di risorse destinate a garantire la massa dei debiti, seppure mediato dalle regole di funzionamento della garanzia patrimoniale, e dalla scissione tra debito e responsabilità.

13. La previsione sulla gestione dell'impresa in pendenza di trattative contenuta nel D.L. n. 118/2021 e ripresa nel decreto legislativo di recepimento della direttiva rispecchia le regole dell'art. 2740 c.c. Quella norma serve soltanto a ricordare cosa prevede il codice civile, e non è stata introdotta perché fossero necessarie disposizioni espresse.

L'imprenditore non insolvente conserva la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa, ma deve evitare di arrecare pregiudizio alla sostenibilità economica-finanziaria dell'attività, per evitare di divenire insolvente. Quando invece, nel corso delle trattative, risulta che insolvente lo è già, allora deve gestire l'attività nel prevalente interesse dei creditori, come impone l'art. 2740 c.c.

È evidente che se l'imprenditore è insolvente, la sua insolvenza si rivela irreversibile, ed egli ha aggravato il proprio dissesto, la sua responsabilità penale, oltre che civile, rimane ferma: la composizione negoziata, infatti, è solo una opportunità in più, non un salvacondotto per l'imprenditore.

Né eventuali carenze dell'esperto, o scorrettezze che commetta, mettono in discussione questa conclusione. Non ci dimentichiamo che ci sono anche i creditori. L'esperto ha la facoltà (o l'obbligo, quando l'atto compiuto pregiudichi gli interessi dei creditori) di iscrivere il proprio dissenso rispetto agli atti di straordinaria amministrazione o ai pagamenti non coerenti con le trattative o le prospettive di risanamento. In questo caso gli atti e i pagamenti sono soggetti a revocatoria: ma il giudice della revocatoria è libero di valutare se i pagamenti arrecano pregiudizio ai creditori, alle trattative o alle prospettive di risanamento anche se l'esperto non abbia iscritto il proprio dissenso, perché il dissenso serve solo a ribadire l'operatività della revocatoria e non la sua mancanza ad escluderla. Non è stata prevista – e correttamente, visto che la composizione non è una procedura – alcuna retrodatazione del periodo sospetto per il compimento di atti intervenuti precedentemente all'accesso alla composizione negoziata: ma è sufficiente, qualora l'esperto si avveda che sono stati compiuti atti revocabili, o siano i creditori a segnalarlo, che le trattative siano subito chiuse per permettere tutte le iniziative giudiziarie del caso. Anche il giudice penale è libero di valutare il ricorrere delle fattispecie di cui agli artt. 216, comma 3, e 217 l. fall., e nel farlo di valutare autonomamente la coerenza dei pagamenti e degli atti compiuti con l'andamento delle trattative e con la prospettiva di risanamento ritenuta dall'esperto (cosa diversa è per gli atti per i quali sia intervenuta l'autorizzazione del tribunale), fermo che, se quella coerenza è ritenuta sussistere, la fattispecie di reato non si considererà integrata.

14. Qualche considerazione vorrei svolgerla, per superare alcuni fraintendimenti, con riferimento ai tre momenti di intervento giudiziale interni alla composizione negoziata: la conferma delle misure protettive automaticamente ricollegate alla pubblicazione nel registro delle imprese e la concessione di misure cautelari, le autorizzazioni per attribuire la prededuzione ai finanziamenti, per escludere la postergazione e per escludere l'applicazione dei limiti del secondo comma dell'art. 2560 c.c. al trasferimento

d'azienda, l'intervento del tribunale in caso di fallimento della rinegoziazione del contenuto dei contratti (quest'ultimo non riprodotto nell'art. 22 del Codice).

Sono incidenti giurisdizionali in un percorso negoziale, ma hanno una importanza centrale: qui il giudice è preposto a decidere una controversia e non è chiamato a svolgere, come pure qualcuno ha immaginato leggendo (male) le norme, un'istruttoria fallimentare; il suo ruolo è comunque di fondamentale rilevanza, perché l'autonomia negoziale che al di fuori delle procedure concorsuali si deve necessariamente riconoscere, tuttavia non è mai priva di limiti e condizioni, e le previsioni dell'intervento giudiziale servono a sottoporla a controllo nel contraddittorio coi soggetti interessati.

15. Iniziamo dalla previsione per cui tra le misure protettive è ricompresa anche l'inibitoria della sentenza dichiarativa dell'insolvenza. Occorre evitare l'equivoco, che potrebbe essere indotto dall'*incipit* della disposizione che quella inibitoria prevede, che il divieto di dichiarare l'insolvenza segua un regime diverso da quello delle altre misure protettive: quell'*incipit* prevede infatti la durata "normale" del divieto, che tuttavia verrà meno, in caso di revoca, o potrà essere abbreviato dal giudice, allo stesso modo delle altre misure protettive. Il decreto legislativo di recepimento della direttiva lo chiarisce, ma, di nuovo, non ve ne sarebbe stata necessità se non si fossero volute offrire ad ogni costo letture complicate di disposizioni che offrivano opzioni alternative, più semplici e più in linea con lo spirito complessivo dell'intervento normativo.

16. Quanto alla disposizione secondo cui una ulteriore misura protettiva è rappresentata dal divieto, per i creditori interessati dalle misure protettive, di rifiutare l'adempimento dei contratti o provocarne la risoluzione, o anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore, a evitare timori di una ampiezza invasiva della previsione, è sufficiente considerare che i "creditori interessati dalle misure protettive" non sono i creditori 'potenzialmente' interessati, ma piuttosto quelli 'concretamente colpiti' dalle misure in questione (e dunque soggetti ad una verifica del tribunale, che, come più volte ripetuto, è chiamato a intervenire in tempi brevissimi), i quali hanno perciò lo strumento della richiesta di revoca se la misura appaia sproporzionata rispetto al pregiudizio loro arrecato. Il Codice della crisi ha recepito questa indicazione e lo ha chiarito con una norma espressa.

17. Venendo poi alla previsione che consente la sospensione degli obblighi di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. senza sottoporre quest'ultima alla conferma del tribunale, è vero che la sospensione non è collegata al COVID, come quella – peraltro di durata assai più lunga (fino all'assemblea che approverà il bilancio dell'esercizio 2025) – prevista dall'art. 6 D.L. n. 23/2020, novellato dalla legge di bilancio per l'anno 2021, ma è altrettanto vero che, appunto, si tratta di una sospensione di durata limitata ai sei mesi della composizione negoziata, e che la sospensione non dà realmente vantaggi competitivi all'imprenditore che dichiara di volersene avvalere: per convincersene basta riflettere sul fatto che l'istanza con la quale la dichiarazione viene resa è soggetta ad una pubblicità che rende evidente a tutti quale sia la situazione nella quale il debitore versa, aprendo la porta, così, a tutte le iniziative che, in difetto della richiesta di divieto di azioni esecutive e cautelari (nel qual caso si avrà, di nuovo l'intervento del giudice), il debitore si troverà a subire. Le due istanze sono concepite come separate, ma per il ca-

so in cui la richiesta di protezione e la dichiarazione di voler ottenere la sospensione degli obblighi di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. si cumulino, il tribunale potrà valutare, su iniziativa di uno dei creditori intervenuti nel procedimento cautelare, se la sospensione degli obblighi debba essere mantenuta quando arrechi pregiudizio. Senza contare che, non troppo diversamente da quanto prevedeva nella versione originaria l'art. 20 del Codice della crisi (che considerava però il differimento degli obblighi e la non operatività della causa di scioglimento come una misura protettiva e la assoggettava perciò, correttamente, al medesimo regime di concessione e di revoca), l'impossibilità di addivenire ad una soluzione concordata della crisi, che l'art. 20 contemplava come motivo di revoca, è motivo di archiviazione della composizione negoziata col conseguente venir meno anche della sospensione degli obblighi di cui agli artt. 2446 e 2447.

18. Un secondo momento di intervento giudiziale è collegato alla cessione dell'azienda. Si tratta di una normale cessione rimessa alle regole dell'autonomia privata, e non già di una vendita coattiva. L'autorizzazione alla cessione dell'azienda in deroga all'art. 2560, comma 2 (accollo cumulativo *ex lege* dei debiti del cedente all'acquirente) non produce nessuna purgazione delle garanzie, quale quella dell'art. 108 della legge fallimentare del '42, né quel presunto "effetto purgativo dei debiti" (non più delle garanzie) che qualcuno immaginava di scorgere nell'art. 105 l. fall., e che è invece solo un effetto ottico derivante dalla combinazione della liberazione dell'acquirente con quella rimodulazione della misura dei debiti del cedente che, nel concordato, è effetto dell'omologazione, e nel fallimento, degli esiti dell'accertamento del passivo.

Una cosa è la deroga all'accollo cumulativo, altra cosa è la natura coattiva della vendita: il fatto che la deroga ricorra sia nella previsione del D.L. n. 118/2021 che nell'art. 105 l. fall. non significa che le due cessioni abbiano la stessa natura. Ed è importante ribadire che nella composizione negoziata il prezzo della cessione deve consentire la soddisfazione dei crediti così come sono, o nella misura ridotta che il singolo creditore (non la volontà della maggioranza, come nel concordato) riterrà di riconoscere per consentire il successo della composizione. In questo senso, e per questi fini, la deroga all'accollo cumulativo non è automatica ma è oggetto di autorizzazione: proprio per consentire al tribunale, nel decidere se autorizzare quella deroga e liberare l'acquirente dal rischio delle sopravvenienze passive, se il prezzo della cessione assicuri una soddisfacente copertura dei debiti e quanto sia attuale il rischio delle sopravvenienze.

Quanto alla selezione dell'acquirente, le migliori pratiche, recepite nel decreto dirigenziale previsto dal decreto-legge, si traducono nel suggerimento, introdotto nel protocollo di conduzione della composizione negoziata ad uso dell'esperto, di ricorrere alle procedure competitive, utilizzando la piattaforma telematica anche per creare *data room* che la struttura della piattaforma consentirà di realizzare, e ciò sia pure in un contesto che è esterno a qualsiasi procedura concorsuale.

19. Venendo, da ultimo, all'introduzione di un intervento giudiziale correttivo del contatto in caso di insuccesso della rinegoziazione delle condizioni, è utile comprenderne le ragioni, anche se nel sistema che opererà a regime la previsione verrà abrogata.

Di per sé, infatti, è considerazione corretta e al tempo stesso ovvia che, nel contesto dei contratti commerciali, la scelta sul se conservare o meno il contratto e a quali condizioni farlo non possa che essere, come quella di stipularlo, una decisione prettamente



imprenditoriale, anche perché difficilmente il giudice chiamato a valutare il nuovo equilibrio tra le prestazioni potrà avere le informazioni (relative al contesto e alle condizioni delle parti) nonché le competenze (conoscenza del settore di mercato, dell'andamento della domanda, degli sviluppi del processo tecnologico) necessarie per prendere decisioni adeguate. Tanto che permettere al giudice di intervenire sul contratto per riequilibrarne le condizioni attraverso il ricorso a clausole generali che non fissano i presupposti del potere, e di farlo, oltretutto, con riferimento a contratti, quelli tipici del rapporto d'impresa, strutturalmente complessi, rischia di produrre risultati che vanno al di là anche delle aspettative del contraente che si è rivolto al giudice. Il rischio aumenta quando l'intervento del giudice venga richiesto nelle forme della tutela cautelare *ex art. 700 c.p.c.*, com'è avvenuto anche troppo di frequente nel periodo della pandemia, per il rischio che si confonda l'atipicità del contenuto del provvedimento con l'ampiezza del potere di intervento giudiziale.

Senza negare l'importanza delle clausole generali, immaginare che il giudice possa, sulla base di una clausola generale, effettuare un intervento correttivo sul contratto, significa consentire un intervento ben più profondo di quello compiuto a mezzo di sentenze in cui al giudice pure è rimesso un ampio potere interpretativo (con riferimento alla giusta causa di licenziamento, per esempio). Per quanto anche in quel caso i margini di manovra siano ampi, la conclusione, là, è predeterminata dal legislatore. La norma che prevede la clausola generale, per quanto elastica, opera direttamente sui fatti e non immagina un potere giudiziale di riscrivere il rapporto. Ricorrendo all'equità o alla buona fede per conservare il contratto a condizioni riscritte, invece, la sentenza produce un risultato analogo a quello rimesso all'autonomia negoziale, che è potere a spettro ampio, e va addirittura oltre la sentenza costitutiva, che opera comunque in un binario tracciato dalla norma. Correggendo il contratto il giudice esercita un potere che non solo non è espressamente previsto dalla legge ma che non è neppure a rime obbligate.

E tuttavia si è ritenuto di prevedere, in una prima fase, un potere del tribunale di intervenire sul contratto, sia perché occorreva fornire uno strumento che facilitasse le trattative, non potendosi confidare, soprattutto in un primo momento, sulla sola capacità dell'esperto quale facilitatore, data la novità della figura, sia perché si è ritenuto che fosse preferibile fissare dei requisiti rigidi all'intervento del giudice, oltretutto chiarendone la portata limitata nel tempo e la stretta finalità di assicurare la continuità aziendale, sul presupposto che, da un lato, non fosse possibile escludere l'intervento *ex art. 700 c.p.c.* invocato dal debitore (se del caso anche come misura cautelare prevista all'interno della composizione negoziata), e dall'altro che fosse allora preferibile, come rimedio minore del male, agganciare saldamente la concessione del provvedimento ad una previa rinegoziazione, quale quella prevista espressamente dal D.L. n. 118/2021, e a precisi limiti temporali e precise finalità. Nel decreto legislativo di recepimento della direttiva *Insolvency* il potere correttivo del tribunale viene meno, per la convinzione del legislatore che in un sistema a regime sia preferibile puntare sul maturare delle professionalità e sulla capacità degli esperti di assicurare il successo della negoziazione tra le parti.

## 20. In conclusione.

Anche se è difficile formulare giudizi prognostici (ha ragione Montalenti quando evidenzia la complessità della conduzione delle trattative e la novità delle numerose clausole generali introdotte), l'innesto del nuovo istituto della composizione negoziata

nel Codice della crisi suggerisce che il legislatore ha voluto scommettere su questo meccanismo. Il dibattito che ha accompagnato il D.L. n. 118/2021 non sempre è stato costruttivo, ma seguendo gli spunti di riflessione che sono stati offerti le norme sono state progressivamente messe a punto, con la legge di conversione dapprima, e con il decreto legislativo di recepimento della direttiva *Insolvency* poi. L'istituto è presidiato da una serie di garanzie di tenuta del sistema, che è opportuno non dimenticare:

– l'intervento nelle trattative dell'esperto, che è un terzo, e non un consulente del debitore, e l'apertura del confronto con i creditori, tenuti alla riservatezza (anche se ha ragione Montalenti quando dice che il vincolo di riservatezza si affievolisce quanti più sono i soggetti coinvolti, ma la prescrizione del segreto è comunque un segnale importante che il legislatore ha voluto dare);

– la previsione di un intervento pressoché immediato del tribunale nel caso di richiesta delle misure protettive e cautelari a conferma, modifica o revoca delle stesse (e ciò a superamento del modello dell'art. 161, comma 6, l. fall., che presta maggiormente il fianco a iniziative abusive, e in una logica di continuità con le misure previste dal Codice della crisi in caso di accesso a uno degli strumenti di ristrutturazione preventiva);

– la possibilità, in ogni momento, della reazione immediata dei creditori per rimuovere le misure protettive (*ivi* compreso il divieto di pronuncia della sentenza dichiarativa di fallimento) e avviare così iniziative individuali e collettive, senza necessità di immaginare che la tutela del credito sia affidata necessariamente solo a previsioni come l'art. 173 della legge fallimentare del '42;

– il presidio rappresentato dalle autorizzazioni del tribunale quando occorre andare al di là di ciò che l'autonomia negoziale sarebbe in grado comunque di ottenere;

– la possibilità di una archiviazione immediata, nel caso in cui manchino le concrete prospettive di risanamento, con pubblicità dell'esito nei confronti dei soggetti che hanno partecipato alle trattative e che sono stati censiti ai fini dell'utilizzo della piattaforma (il Segretario Generale provvede all'inserimento del provvedimento di archiviazione e la piattaforma invia automaticamente una notifica all'imprenditore, ai delegati e ai soggetti che hanno partecipato alle trattative);

– la specificazione dei doveri del collegio sindacale, che riprende quelli immaginati originariamente dal Codice della crisi ma soprattutto richiama le norme in punto di responsabilità del codice civile, escludendo esoneri automatici per il solo fatto della segnalazione, che rischierebbero di rendere solo formale il dovere di controllo, e richiedendo espressamente – anche se non ce ne sarebbe stato neppure bisogno – la vigilanza sull'andamento delle trattative;

– il permanere di tutte le responsabilità civili e penali, nei termini di cui si è detto.

Né c'è bisogno di rimpiangere il meccanismo che dall'OCRI portava al Pubblico Ministero perché nessuno ha rinunciato all'applicazione della regola per cui questi può avanzare l'istanza di fallimento quando l'insolvenza risulti dalla segnalazione proveniente dal giudice che l'abbia rilevata nel corso di un procedimento: la disapplicazione dell'art. 38 del Codice della crisi alla composizione negoziata, proposta dal decreto di recepimento della direttiva, non significa che quella norma non continui a operare, invece, quando la segnalazione al P.M. provenga da uno degli incidenti giurisdizionali previsti nel titolo II del Codice. Un conto è stabilire espressamente che l'esperto non debba farsi portatore, ad ogni costo, di segnalazioni al pubblico ministero, altra cosa è pensare che quando, nel corso di un procedimento, emergano elementi che concretano

la sussistenza di uno stato di insolvenza, non funzioni il principio per cui il tribunale li indica al pubblico ministero affinché questi prenda, se ne ricorrono le condizioni, l'iniziativa per la dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale. Il Codice, all'art. 12, 3° comma, lo chiarisce espressamente. Credo che ciò sia sufficiente a rispondere anche ai timori di chi pensa alla patologia, più che alla fisiologia, dell'istituto della composizione negoziata.

# IL PRINCIPIO DI ESCLUSIVITÀ IN MATERIA DI ASSETTI ADEGUATI ALLA LUCE DEL COMPLESSIVO INTERVENTO DI RIFORMA DEL CODICE DELLA CRISI DI IMPRESA

di Alice Briguglio

SOMMARIO: 1. Le modifiche al Codice civile introdotte dagli artt. 375 e 377 d.lgs. n. 14/2019 nella loro formulazione originaria: l'obbligo di istituire assetti adeguati anche al fine della rilevazione tempestiva della crisi. – 2. (*Segue*): la trasposizione della regola della esclusività della gestione in capo all'organo amministrativo; i profili problematici affiorati in sede di prima interpretazione e la successiva evoluzione delle modifiche. – 3. L'intervento correttivo definitivamente approvato. – 4. La portata del principio di esclusività: assetti adeguati e gestione dell'impresa fra soci, consiglio di amministrazione ed amministratori esecutivi.

1. *Le modifiche al Codice civile introdotte dagli artt. 375 e 377 d.lgs. n. 14/2019 nella loro formulazione originaria: l'obbligo di istituire assetti adeguati anche al fine della rilevazione tempestiva della crisi.* – L'intervento di riforma della disciplina delle procedure concorsuali ha dato al legislatore del d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 (c.d. Codice della crisi) l'occasione di introdurre – anticipandone l'entrata in vigore rispetto al restante e più cospicuo corpo di norme riguardanti la disciplina della crisi d'impresa e dell'insolvenza – una serie di più o meno rilevanti modifiche al Codice civile<sup>1</sup>. Allo scopo, l'art. 14 della Legge delega n. 155 del 19 ottobre 2017 affidava al legislatore il compito di apportare al Codice civile alcune innovazioni «*rese necessarie per la definizione della disciplina organica di attuazione dei principi e criteri direttivi di cui alla presente legge*»<sup>2</sup>.

Nell'ambito di tali modifiche, assumono certamente particolare rilevanza sistematica e pratica quelle introdotte dagli artt. 375 e 377 del Decreto legislativo che, mirando (anche, ma non soltanto) ad assicurare la pronta emersione e corretta gestione dello stato di crisi, incidono direttamente sulla organizzazione dell'impresa *in bonis*.

---

<sup>1</sup> Le disposizioni in questione sono entrate in vigore il 16 marzo 2019 in conformità con quanto previsto dall'art. 389 d.lgs. 14/2019. È noto, peraltro, che l'entrata in vigore del Codice della crisi, in origine prevista per il 15 agosto 2020, ha poi subito più di un rinvio ed è definitivamente avvenuta il 15 luglio 2022 (D.lgs. 83/2022 che ha anche dato attuazione alla Direttiva UE 2019/1023 ed inserito nel Codice della crisi le disposizioni del d.l. 118/2021, convertito nella legge 147/2021, in materia di composizione negoziata della crisi).

<sup>2</sup> L'intervento di riforma ha reso quantomai attuale il tema del c.d. diritto societario della crisi, sul quale si veda, per tutti, U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura dello stesso, Torino, 2014. Da ultimo sul tema, con riflessioni suscitate dal nuovo intervento di riforma, P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss.; in merito alla pregnanza della nozione per tutti R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *NLDC*, 2018, 1280 ss.

L'art. 375 è intervenuto sull'art. 2086 c.c. alla cui rubrica «Direzione gerarchica dell'impresa» ha sostituito quella di «Gestione dell'impresa», aggiungendo un secondo comma che impone all'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva<sup>3</sup>, di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, e di attivarsi senza indugio per l'adozione di uno degli strumenti offerti dall'ordinamento per il superamento della crisi.

Gli artt. 2257 (società semplice), 2380 *bis* (società per azioni), 2409 *novies* (società per azioni sistema dualistico), 2475 (società a responsabilità limitata), poi, modificati a loro volta dall'art. 377, prevedevano, a seguito dell'originario intervento di riforma, che la gestione dell'impresa si svolgesse nel rispetto della predisposizione di quegli assetti di cui all'art. 2086 e fosse di competenza esclusiva degli amministratori.

L'introduzione delle norme in questione ha immediatamente suscitato perplessità, al punto da stimolare un nuovo intervento del legislatore che, con la prima versione delle modifiche, aveva risolto solo in parte i problemi emersi, ponendone di nuovi, e che ha poi fatto definitivamente chiarezza<sup>4</sup>.

Le disposizioni in tema di assetti adeguati e l'estensione a macchia d'olio su tutte le realtà societarie della regola della competenza esclusiva degli amministratori caratteristica della società per azioni sono state il frutto di un originario approccio riformatorio che rischiava di sottovalutare la rilevanza del tipo societario, disconoscendo alcuni tratti caratteristici dei singoli tipi. Della persistente diversità di fondo tra s.p.a., s.r.l. e società di persone si poteva già in origine più adeguatamente tenere conto. L'obiettivo, invece, di individuare con certezza un unico soggetto (l'organo gestorio) in capo al quale addossare oneri e responsabilità connesse alla istituzione di quegli assetti adeguati che hanno anche<sup>5</sup> l'obiettivo di individuare e consentire una reazione allo stato di crisi, ha fatto sì che si perdesse di vista proprio la diversità tipologica.

Sarebbe probabilmente bastata la sola introduzione iniziale di quel secondo comma dell'art. 2086, che già contiene la rilevante novità dell'obbligatorietà transpica dell'istituzione di assetti adeguati – con ciò assolvendo al compito assegnato dalla legge

<sup>3</sup> Il dovere organizzativo è “recuperabile” per l'imprenditore individuale sulla base della disposizione di cui all'art. 3, primo comma, del Codice della crisi, che impone al debitore in generale di «*adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte*». In questo senso R. SACCHI, *Sulla amministrazione nella s.r.l. dopo il Codice delle crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della crisi*, Studi in onore di O. CAGNASSO, Torino, 2020, 685 ss., spec. 686.

<sup>4</sup> Il riferimento è allo «Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20, al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, recante codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155» approvato dal Consiglio dei Ministri in data 13 febbraio 2020 poi sottoposto al parere delle Commissioni delle Camere ed infine approvato, in una versione ulteriormente rivista, dal Consiglio dei Ministri in data 18 ottobre 2020 ed oggi divenuto d.lgs. n. 147 del 26 ottobre 2020, pubblicato nella Gazzetta ufficiale n. 276 del 5 novembre 2020, portante «Disposizioni integrative e correttive a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20, al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, recante codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155».

<sup>5</sup> Ma non soltanto: la norma individua nella predisposizione degli assetti e quindi nella “organizzazione della gestione dell'impresa” il nucleo centrale dell'attività d'impresa. Si veda N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del Codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss., spec. 394-395.

delega – e che avrebbe trovato una naturale attuazione, modulata attraverso l'interpretazione sistematica a seconda e nel rispetto dei diversi tipi societari. Si è invece optato per la ripetizione per ogni tipo societario, a mo' di mantra<sup>6</sup>, della regola secondo la quale la gestione dell'impresa debba svolgersi nel rispetto dell'obbligo di predisporre assetti adeguati e per la sovrapposizione concettuale tra istituzione di assetti adeguati e gestione dell'impresa, devoluta sempre alla competenza esclusiva dell'organo gestorio.

Sebbene la tecnica normativa adottata risultasse costrittiva per l'interprete, quest'ultimo non ha potuto trascurare una opportuna salvaguardia della diversità dei tipi societari nel ricondurre a sistema la nuova disciplina sugli assetti adeguati<sup>7</sup>.

Ebbene, venendo al merito delle disposizioni introdotte, il nuovo secondo comma dell'art. 2086 contiene ora una clausola generale dal valore transtipico e che ha perciò sicura rilevanza dal punto di vista sistematico<sup>8</sup>, posto che l'adeguatezza degli assetti introdotta nel Codice civile dalla riforma del 2003 per la sola s.p.a., con la modifica degli artt. 2381 e 2403 c.c., aveva già rappresentato un punto di svolta nell'attenzione rivolta alla *governance* dell'impresa dal legislatore, intervenendo quest'ultimo «*per incidere sulle concrete modalità di organizzazione interna dell'attività d'impresa*»<sup>9</sup>.

Se è indubbio che la disposizione introduce espressamente un principio che d'ora in avanti guiderà ineluttabilmente la *governance* dell'impresa societaria, questione centrale è comprenderne la portata precettiva, individuando il contenuto dell'obbligo, domandandosi se ed in quale misura esso fosse già ricavabile in passato.

Dal punto di vista dell'allargamento dei destinatari dell'obbligo di istituire assetti adeguati, la portata innovativa del nuovo secondo comma dell'art. 2086 si riduce probabilmente alla sola espressa e definitiva consacrazione dell'applicabilità del principio generale, precedentemente esplicitato per le sole s.p.a., alle altre imprese collettive.

La dottrina sosteneva, già sotto l'egida delle regole previgenti, che sarebbe stato ben strano imporre la predisposizione di assetti adeguati alle sole imprese che prendono la forma della società per azioni e non a quelle che prendono la forma di altre società<sup>10</sup>. Se

<sup>6</sup> L'espressione è di N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa*, cit., 395 ss.

<sup>7</sup> Senza pretesa qui di dar fondo a tematiche classificatorie di portata istituzionale, né tantomeno a riflessioni generali sulla nozione di tipo societario, la sua resistenza ed il suo ruolo nel sistema generale nel diritto delle società, si vedano per tutti in argomento P. SPADA, *La tipicità della società*, Padova, 1974; ID., *Dalla nozione al tipo società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 128 ss.; P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.

<sup>8</sup> In questo senso P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedere d'allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2018, 951. E si veda da ultimo S. AMBROSINI, *Assetti adeguati e "ibridazione" del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, Studi in onore di O. CAGNASSO,, Torino, 2020, 433 ss.

<sup>9</sup> V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione e responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss., per il quale il principio di adeguatezza era pressoché ignoto alla problematica anteriforma (eccezion fatta per alcuni tipi di impresa) ed era conosciuto e studiato solo dalla dottrina aziendalistica. Il suddetto principio era peraltro già affermato con chiarezza per le società quotate dal TUF e ve ne erano anche altre più circoscritte fonti, quali il Testo Unico Bancario ed il d.lgs. n. 231/2001 (e v. per uno sviluppo di questa impostazione, nell'inquadramento sistematico della disciplina dei modelli di prevenzioni dei reati ai sensi del d.lgs. n. 231/2001, N. ABRIANI, *Organizzazione dell'impresa societaria e modello di prevenzione dei reati: recenti linee evolutive*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2018, 543 ss.).

<sup>10</sup> Così V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione responsabilità*, cit., par. 4, il quale ravvisava, all'indomani della riforma del 2003, nella adeguatezza e nella inadeguatezza «*i nuovi parametri di valutazione della responsabilità dell'impresa*».

l'obbligo in questione discende naturalmente dall'esercizio dell'attività gestoria, quale espressione del generico dovere di diligenza, esso è necessariamente applicabile transtipicamente. Ed invero l'estensione dell'applicabilità dell'obbligo era opinione assai diffusa in dottrina, se non altro con riferimento alla s.r.l. e, più in generale, alle società di capitali<sup>11</sup>.

Quanto al contenuto dell'obbligo di istituzione di assetti adeguati cui ora pone mente il legislatore, la disposizione si inserisce nell'ambito di una ambizione alla proceduralizzazione della gestione dell'impresa nelle sue fasi fisiologica e patologica. Il contenuto dell'obbligo, perciò, sembra vada ricercato con riferimento a diversi momenti della vita dell'impresa: la conduzione dell'attività d'impresa, la rilevazione della crisi, la gestione della crisi.

Anche rispetto a questa seconda novità il legislatore ha raccolto un'esigenza che si era già diffusa in dottrina. Già con riferimento alla s.p.a., si era sottolineato come gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili dovessero essere «*adeguati non solo to a going concern, ma altresì alla tempestiva rilevazione dello stato di crisi*»<sup>12</sup>.

A prescindere dalla portata più o meno innovativa del riferimento alla rilevazione della crisi, l'attenzione esplicita<sup>13</sup> posta ora su quest'ultimo aspetto, da un lato certamente non stupisce, trattandosi, appunto, del legislatore del Codice della crisi; dall'altro è anche doverosa in termini di generale razionalità poiché è proprio con riferimento alla fase patologica dell'insorgere della crisi che, per un verso, si rivelano essenziali gli assetti come strumento di allarme prima di tutto interno alla compagine sociale e, per altro verso, risultano maggiormente coinvolti gli interessi di ordine generale anzitutto del ceto creditorio.

Ora che il principio di adeguatezza degli assetti è stato certamente elevato a paradigma del diritto dell'impresa e che esso è stato affermato come precipitato del canone di corretta gestione<sup>14</sup>, occorrerà chiarire in cosa si sostanzino tali assetti, la cui costruzione integra la massima espressione del dovere di organizzazione in quanto non riguarda singoli aspetti ma l'attività d'impresa nel suo complesso.

Ad ogni impresa pertiene il compito di prevedere una struttura organizzativa ed amministrativa ed una gestione contabile appropriate alle proprie specifiche caratteri-

<sup>11</sup> In questo senso v. O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *NDS*, 2014, 8 ss. e in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 573 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 306 ss.; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 56 nota 47. Con riferimento alle s.r.l. la dottrina aveva inoltre trovato un appiglio formale nel rinvio operato dall'art. 2477 sull'organo di controllo della s.r.l. alla relativa disciplina della s.p.a., *ivi* incluso l'art. 2403 ove è sancito il dovere di vigilanza sulla adeguatezza degli assetti.

<sup>12</sup> P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, 820 ss.; ID., *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss. Nel senso della ricavabilità dell'obbligo dai principi di adeguata organizzazione di cui all'art. 2381 c.c. si veda anche A. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 135 ss.

<sup>13</sup> Che pure ha suscitato qualche perplessità in dottrina: per M.S. SPOLIDORO (*Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss., spec. 263) «l'effetto complessivo della nuova disposizione è ... piuttosto deprimente. Sembra quasi che [...] gli imprenditori ai quali la norma si applica abbiano come dovere principale [...] quello di esser consapevoli che la crisi è sempre dietro l'angolo».

<sup>14</sup> V. M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *NLCC*, 2019, 5, 1160 ss.

stiche<sup>15</sup> e che siano singolarmente e complessivamente efficaci ed efficienti. Agli amministratori è perciò demandato espressamente di selezionare tutti quegli strumenti e presidi attinenti alla strutturazione ed alla gestione dell'impresa che paiono congrui rispetto alla realtà imprenditoriale concreta: la configurazione di organigramma e funzionigramma<sup>16</sup>, la regolamentazione dei flussi informativi, l'individuazione dei potenziali rischi e la predisposizione di strumenti idonei a presidiarli ed a gestirli, eventualmente un sistema di controllo interno<sup>17</sup>, l'allestimento di modelli organizzativi volti alla prevenzione di reati, eccetera. È peraltro il caso di considerare che a fronte della stessa indeterminatezza dell'espressione normativa "assetti adeguati" sta la stessa potenziale numerosità e varietà delle tipologie e categorie degli stessi<sup>18</sup>.

All'organo amministrativo è poi oggi imposto, con nuovo e particolare vigore, nell'ambito della predisposizione degli assetti, di configurare strumenti specificamente volti a presidiare la continuità aziendale anche al fine di far emergere tempestivamente eventuali segnali di crisi, di modo da consentire agli stessi amministratori di adoperarsi immediatamente al fine di porvi rimedio<sup>19</sup>. A far emergere i segnali di crisi sarà perciò particolarmente funzionale l'assetto contabile, che consiste nel complesso di direttive, procedure e prassi volte a garantire «la completezza, la correttezza e la tempestività di una informativa societaria attendibile e coerente con i principi contabili di riferimento»<sup>20</sup>. Nel complesso, gli assetti saranno idonei a far emergere i segnali di crisi se risulteranno in grado di consentire la verifica periodica dell'andamento economico-finanziario dell'impresa, monitorarne la gestione e prevederne l'andamento futuro.

Ma soprattutto, l'adeguatezza degli assetti si misurerà con particolare attenzione rispetto alla idoneità a rilevare tempestivamente i segnali di crisi codificati al modificato art. 3, terzo comma, del Codice della crisi<sup>21</sup>.

<sup>15</sup> Tra le quali A. ZANARDO, *Competenze in seno al consiglio di amministrazione*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 260, annovera le «dimensioni dell'impresa, tipo di attività esercitata, struttura del gruppo in cui la società è eventualmente inserita, settore di appartenenza e contesto regolamentare di riferimento, relativo grado di apertura al mercato del capitale di rischio».

<sup>16</sup> «[...] complesso di regole che stabiliscono formalmente [...] chi fa cosa, come e quando questo qualcosa deve essere fatto e chi controlla/vigila su chi quel qualcosa fa», così DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 27 ss.

<sup>17</sup> Sul quale si veda per tutti P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, I, 2013, 42 ss.

<sup>18</sup> Da ultimo ad esempio N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algorithm. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla gestione delle imprese societarie*, in *NDS*, 3, 2020, 261 ss., ha richiamato l'attenzione sulla configurazione degli assetti all'epoca dell'innovazione tecnologica e della intelligenza artificiale. Su sollecitazione dalle recentissime drammatiche evenienze si pensi anche alla adeguata organizzazione dello *smart working* come rimedio ad eventi eccezionali. Sulla definizione delle categorie degli assetti v. anche SIDREA (Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale), Gruppo di Studio Diagnosi precoce e crisi d'impresa, *Le parole della crisi. La lettura degli aziendalisti italiani*, 2021, reperibile al sito [www.sidrea.it](http://www.sidrea.it), 7 ss.

<sup>19</sup> L'importanza di una tempestiva acquisizione di consapevolezza della situazione di crisi deriva, come noto, dalla raccomandazione dell'Unione europea del 2014 sul cosiddetto *early warning* e dalla successiva direttiva del 2019, la n. 1023 del Parlamento e del Consiglio, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione (GUCE, 26 giugno 2019).

<sup>20</sup> Così R. PERROTTA-L. BERTOLI, *Assetti organizzativi, piani strategici, sistema di controllo interno e gestione dei rischi. La corporate governance a dieci anni dalla riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 4, 2013, 863 ss.

<sup>21</sup> La recentissima modifica apportata dal d.lgs. 83/2022, da un lato, enuclea con maggiore precisione le



Da aggiungere che l'introduzione con il d.l. n. 118/2021 di un ulteriore strumento di conciliazione della crisi – la composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa (artt. 2 ss.) – la cui utilizzazione, per essere proficua, deve essere particolarmente anticipata, rafforza la funzionalità dell'obbligo di predisporre assetti adeguati per la rilevazione anticipata<sup>22</sup>. D'altra parte, proprio con riferimento al meccanismo di composizione della crisi di cui sopra, la correlazione tra strumento di superamento e assetti preventivamente predisposti, emerge dalla lettura dell'inerente decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia del 28 settembre 2021<sup>23</sup> ove le direttive di predisposizione per il piano di risanamento sembrano fare insistente riferimento agli assetti predisposti<sup>24</sup>.

2. (Segue): *la trasposizione della regola della esclusività della gestione in capo all'organo amministrativo; i profili problematici affiorati in sede di prima interpretazione e la successiva evoluzione delle modifiche.* – Senonché solo per le società per azioni la modifica in origine apportata dall'art. 377 si limitava ad inserire il riferimento al necessario rispetto della disposizione di cui al nuovo testo dell'art. 2086 c.c., come modificato dall'art. 375. Viceversa, per le società di persone e per le società a responsabilità limitata, la modifica prevedeva l'estensione di quel principio introdotto dalla riforma delle società ed ormai in vigore dal 2003 per le s.p.a., in virtù del quale la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori. La previsione, già presente nel testo degli artt. 2380 bis e 2409 novies, era posta in apertura anche degli artt. 2257 e 2475.

La trasposizione della regola della esclusività della competenza gestoria in capo all'organo amministrativo ha immediatamente posto difficoltà di coordinamento siste-

---

finalità cui dovranno tendere gli assetti affinché siano adeguati alla rilevazione tempestiva della crisi e, dall'altro, individua precipuoamente i segnali di allarme. Restando inteso che si dovrà rimanere in guardia da possibili "falsi positivi in ordine alla ricorrenza della crisi d'impresa", così G. D'ATTORRE, *Prime riflessioni sulla delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2017, 519 ss. In senso conforme V. CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 5 ss.

<sup>22</sup> L'importanza dell'assetto adeguato ai fini della rilevazione della crisi aumenta a misura che gli strumenti utilizzabili per il superamento della crisi siano da utilizzare con particolare anticipo. Pare doversi tenere comunque distinta la predisposizione dell'assetto idoneo alla tempestiva rilevazione come obbligo strumentale, dalla scelta dello strumento idoneo alla soluzione della crisi, che pur essendo considerabile anch'essa come scelta *lato sensu* organizzativa è tuttavia, sul piano funzionale, senza dubbio scelta inerente al merito gestorio. Per la distinzione tra tali piani si veda la recente sentenza del Tribunale di Milano 9119 del 18 ottobre 2019 ([www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)), secondo cui la condotta dell'amministratore che si sia limitato a verificare lo stato di crisi dell'impresa, senza attivarsi prontamente per adottare i rimedi necessari per il superamento dello stesso, non è in linea con i doveri gestori oggi predicati dall'art. 2086 c.c. e pertanto può dar luogo ai provvedimenti ex art. 2409 c.c. Arriva alle medesime conclusioni dispositive, provvedendo ex art. 2409 in un caso in cui la crisi era in atto e non erano stati utilizzati strumenti idonei al suo superamento, la sentenza del Tribunale di Roma 24 settembre 2020 ([www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)); la quale, però, in motivazione sembra non distinguere i due piani – della predisposizione degli assetti per la rilevazione tempestiva e dell'adozione degli strumenti per il superamento della crisi in atto – e lasciare aperta la problematica ipotesi che un provvedimento ex art. 2409 possa essere richiesto ed emanato in assenza di crisi e solo in base al fatto che non siano stati predisposti assetti adeguati per la sua eventuale rilevazione.

<sup>23</sup> Lo si veda in [www.news.ilcaso.it](http://www.news.ilcaso.it).

<sup>24</sup> In argomento M. IRRERA-P. RIVA, *La convergenza tra le indicazioni del codice della crisi e del d.l. 118/2021: is cash still king? DCSR e TdR a confronto*, in [www.ristrutturazionaziendali.ilcaso.it](http://www.ristrutturazionaziendali.ilcaso.it), del 20 ottobre 2021.

matico con il codice organizzativo delle società di persone e della società a responsabilità limitata<sup>25</sup>, così come, in particolare quest'ultima, immaginata e strutturata dal legislatore della riforma del 2003<sup>26</sup>.

Con riferimento alla società a responsabilità limitata<sup>27</sup> i commentatori hanno manifestato preoccupazione circa la compatibilità della disposizione: con l'art. 2468 c.c. sulla attribuzione ai soci di diritti particolari riguardanti l'amministrazione; con l'art. 2476, settimo comma, c.c. sull'estensione della responsabilità dell'amministratore al socio che abbia intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi; con l'art. 2479, primo comma, c.c. sull'attribuzione da parte dell'atto costitutivo di competenze in materia gestoria ai soci, nonché sull'avocazione a sé da parte dei soci che rappresentano almeno un terzo del capitale o sulla devoluzione occasionale della competenza ai soci da parte degli amministratori<sup>28</sup>; e con l'art. 2479, secondo comma, c.c. sull'elenco delle materie espressamente riservata della legge alla competenza dei soci. Si tratta di disposizioni il cui complessivo effetto è quello di legittimare, in materia gestoria, una competenza legale concorrente tra soci ed amministratori<sup>29</sup> di s.r.l., ammettendo pacificamente che i soci abbiano, di diritto o di fatto, un'influenza decisa sull'attività di gestione, poiché possono vedersene di volta in volta attribuita la competenza<sup>30</sup>, riconoscendo agli amministratori competenza esclusiva per la sola redazione del progetto di bilancio, dei progetti di fusione e scissione, nonché per le operazioni di aumento di capitale eventualmente delegate.

Dalla lettura combinata di queste ed altre disposizioni emerge la nota contrapposizione tra s.r.l. e s.p.a., in quest'ultima la competenza decisoria dell'organo assembleare risultando confinata nello spazio tassativamente disegnato dal legislatore ex artt. 2364 e

<sup>25</sup> La difficoltà è sinteticamente ed efficacemente riassunta da V. CALANDRA BUONAURA (in *Amministratori e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, cit., 15/I) per il quale il carattere esclusivo del potere di gestione attribuito agli amministratori «si inserisce come un corpo estraneo nella disciplina di questi tipi sociali sollevando problemi di coerenza normativa di cui gli estensori della norma non hanno saputo cogliere le conseguenze».

<sup>26</sup> È lo stesso R. RORDORF – del quale la riforma porta il nome – ad evidenziare l'inopportunità dell'intervento sull'art. 2475 e sull'art. 2257, in una lettera alla Presidente della Commissione Giustizia della Camera dei deputati del dicembre 2018 (<https://centrostudiconcorsuali.it/home/old/Avvisi/8.pdf>), con argomenti poi ripresi anche in *Prime osservazioni sul codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Contratti*, 2/2019, 129 ss.

<sup>27</sup> Le difficoltà di coordinamento sistematico con il codice organizzativo delle società di persone sono evidenti: si pensi già solo alla attribuzione ai soci del potere di decidere sul veto esercitato da un amministratore con poteri disgiuntivi rispetto ad un atto di gestione deciso da un altro amministratore.

<sup>28</sup> Dal che deriva «la collettività dei soci risulta legittimata a conservare o a riconquistare un ruolo di sovranità» (così P. BENAZZO, *Commento all'art. 2479*, in N. ABRIANI (a cura di), *Codice delle società*, Torino, 2016, 2030 ss.).

<sup>29</sup> N. ABRIANI-A. ROSSI (*Nuova disciplina della crisi d'impresa*, cit., 399) parlano di «gestione dell'impresa sociale condivisa tra gli amministratori ed i soci»; M. CIAN (*Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in C. IBBA-G. MARASÀ (diretto da), *Trattato delle Società a responsabilità limitata*, IV, Padova, 2009) di un «sistema di vasi comunicanti».

<sup>30</sup> Altro discorso essendo quello della derogabilità o della inderogabilità dell'art. 2479, primo comma, c.c., e cioè se si possa o meno derogare al principio della competenza generale dei soci, se si possa inasprire il *quorum* di autoconvocazione dei soci ovvero anche eliminare tale possibilità. Per la derogabilità della disposizione ed una ridefinizione statutaria della disciplina legale si veda per tutti N. ABRIANI, *La società a responsabilità limitata, Decisioni dei soci, Amministrazioni e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle Società*, Manuale breve, Milano, 2005, 294; *contra* I. DEMURO, *Distribuzione e spostamento di competenza tra amministratori e (decisioni dei) soci nella s.r.l.*, in *Studi in onore di V. Buonocore*, Milano, 2005, III, I, 2336.

2365 c.c. – fatta eccezione per le decisioni che coinvolgono gli interessi primordiali dei soci, se si vuole aderire alla tesi che ritiene vi sia uno spazio per l’assegnazione di competenze implicite all’assemblea in questo caso<sup>31</sup> – e destinata ad assumere un ruolo residuale rispetto all’organo amministrativo cui è affidata la gestione esclusiva dell’impresa.

Al cospetto di discipline in proposito così divergenti, all’interprete si aprivano sostanzialmente tre vie. La prima: ritenere l’estensione della esclusiva competenza gestoria degli amministratori costituzionalmente illegittima, con vizio di incostituzionalità da rinvenirsi nell’eccesso di delega, assodato che al legislatore non era affatto demandato di riscrivere il quadro delle competenze gestorie. La seconda: considerare tutt’al contrario implicitamente abrogate dall’intervento di riforma le norme in vigore incompatibili con la nuova disposizione, attribuendo così al nuovo art. 2475 la funzione di riscrivere la *governance* delle società a responsabilità limitata. La terza: ridurre la portata innovativa dell’art. 377 del Codice della crisi e riferire l’esclusività della competenza degli amministratori ai soli richiamati obblighi concernenti l’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili introdotti dall’art. 375 del Codice della crisi all’art. 2086, secondo comma, c.c.

Scartata pressoché unanimemente la prima perché fin troppo distruttiva, la seconda tesi ha trovato autorevole avallo in dottrina. Si è rilevato che, stante la totale identità anche letterale con l’art. 2380 *bis*, l’affermazione delle esclusività della competenza gestoria anche con riferimento alla s.r.l. non potesse che avere lo stesso significato ad essa attribuito nella disciplina della s.p.a., così operando un riavvicinamento – già avviato su un piano finanziario – tra i due modelli<sup>32</sup>.

È però la terza opzione interpretativa ad essere risultata, nei primi commenti alla riforma, largamente prevalente<sup>33</sup>. Ed invero una lettura prudentemente più restrittiva appariva preferibile, trovandosi l’interprete di fronte ad un legislatore che non era chiamato a riscrivere i principi di *governance* e che non sembrava essersi consapevolmente spinto in quest’ultima direzione. Peraltro, l’espresso richiamo operato dagli artt. 2257 e

<sup>31</sup> Per una ricognizione del dibattito circa l’allargamento degli spazi di competenza dell’organo assembleare, la rilevanza del concetto di «interesse primordiale» e l’attribuzione di competenze implicite, si vedano per tutti P. ABBADESSA, *La gestione dell’impresa nella società per azioni*, Milano, 1975; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, diretto da ABBADESSA-PORTALE, II, Torino, 2006.

<sup>32</sup> È questa la tesi sostenuta da L. CALVOSA, *Gestione dell’impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, 799 ss., per la quale si salverebbero le competenze deliberative legali assegnate ai soci mentre quelle di cui all’art. 2479, primo comma, c.c. diverrebbero mere autorizzazioni dei soci rispetto a decisioni di competenza dell’organo gestorio. In questo senso anche G.D. MOSCO, *Il riparto delle competenze gestorie nella s.r.l. dopo il codice della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, Studi in onore di O. CAGNASSO, Torino, 2020, 637 ss.

<sup>33</sup> Di questo avviso, tra gli altri, N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d’impresa*, cit., 400; O. CAGNASSO, *Diritto societario e mercati finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, 852 ss.; P. MONTALENTI, *Gestione dell’impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, cit., 56 ss.; N. ATLANTE-M. MALTONI-A. RUOTOLO, *Studio del CNN n. 58-2019, Il nuovo articolo 2475 c.c. Prima lettura*. Per V. CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell’impresa nel Codice della crisi*, cit., 7 ss., l’interpretazione sarebbe ancor più restrittiva: la competenza esclusiva degli amministratori si riferirebbe alla predisposizione di assetti adeguati funzionali alla rilevazione ed alla gestione della crisi, ciò che si giustificerebbe alla luce degli obblighi che gravano sugli amministratori al momento dell’emersione della crisi, e cioè quello di gestire quest’ultima nella tutela prioritaria dell’interesse dei creditori.

2475 c.c. all'obbligo di predisporre assetti adeguati, nonché la nuova intitolazione dell'art. 2086 alla «Gestione dell'impresa» – ad opera dello stesso legislatore che questa gestione dell'impresa affida in esclusiva agli amministratori – palesa lo stretto collegamento voluto dal legislatore tra predisposizione degli assetti e gestione dell'impresa. Da qui è parso evidente come il legislatore intendesse attribuire alla esclusiva competenza dell'organo gestorio dell'impresa collettiva la predisposizione degli assetti adeguati e non l'insieme delle operazioni fra loro collegate attuate per il raggiungimento dello scopo sociale. L'interpretazione non voleva certo trascurare che, in termini generali, la gestione dell'impresa è altro e molto più ampia rispetto alla predisposizione di assetti adeguati<sup>34</sup>. Tuttavia, era preferibile assecondare la confusione lessicale, al solo scopo di percepire gli intendimenti del legislatore, evitando effetti dirompenti. Una tale lettura più cauta, pur non privando la modifica di portata innovativa, che vi è e risiede nel richiamo alla codificazione dell'obbligo di predisporre assetti adeguati e nella volontà di individuarne con certezza l'organo destinatario, evitava di assegnare alla norma il compito di riscrivere i principi di *governance* del tipo societario<sup>35</sup>, giungendo opportunamente a coniugare sintonicamente i nuovi principi con la disciplina del tipo società a responsabilità limitata e del tipo società di persone. I soci di s.r.l. continuano a poter essere coinvolti in maniera stabile o estemporanea nelle decisioni imprenditoriali, sopravvivendo le connesse responsabilità risarcitorie; e rimane invariata anche l'amministrazione nelle società di persone, con la precisazione che ove la società si avvalga di un sistema disgiuntivo, le questioni attinenti alla predisposizione di assetti adeguati richiedono il coinvolgimento di tutti gli amministratori e non possono essere lasciate alla iniziativa del singolo<sup>36</sup>.

Recependo almeno in parte le avvertenze dei primi commentatori (o esplicitando ciò che con tutta probabilità intendeva dire sin dall'origine), il legislatore è intervenuto con un decreto correttivo. Nella sua prima versione, e cioè nel testo approvato dal Consiglio dei Ministri in data 13 febbraio 2020<sup>37</sup> e poi sottoposto al vaglio delle Commissioni delle Camere, è stata accolta la tesi restrittiva sostenuta dalla maggioranza dei commentatori la competenza esclusiva assegnata all'organo gestorio alla sola predisposizione di assetti adeguati.

Sgombrato il campo della problematica estensione ai tipi diversi dalla s.p.a. della esclusività della competenza gestoria in capo agli amministratori, l'obbligo per questi

---

<sup>34</sup> Come subito evidenziato da M.S. SPOLIDORO (*Note critiche*, cit., par. 4) per il quale la disposizione in tema di predisposizione di assetti adeguati «*corrisponde soltanto a una parte di ciò che sarebbe compreso nella rubrica*» e perciò «*a tutto concedere, il legislatore non si è espresso in modo tecnicamente corretto*»; per P. MONTALENTI (*Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, cit.) proprio alla luce della rubrica «Gestione dell'impresa» assegnata all'art. 2086, è da attribuire al legislatore una «*confusione lessicale tra assetti organizzativi dell'impresa ... assetti organizzativi societari ... e amministrazione; concetti non coestensivi*».

<sup>35</sup> In questo senso chiaramente P. BENAZZO, *Il codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore*, cit., par. 7, per cui la lettura ha il pregio di valorizzare il carattere innovativo della novità normativa senza eccessi che condurrebbero alla sovversione della disciplina previgente.

<sup>36</sup> In questo senso ancora P. BENAZZO, *Il codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore*, cit., par. 7.

<sup>37</sup> Il riferimento è qui allo «Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20, al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, recante codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155», approvato dal Consiglio dei Ministri in data 13 febbraio 2020.

ultimi di costituire assetti adeguati non prospetta problemi di ordine sistematico. Ed anzi al Codice della crisi va attribuito il merito di avere definitivamente posto fine, risolvendolo in senso affermativo, al dibattito circa l'applicabilità o meno dell'obbligo ai tipi diversi dalla s.p.a.

La previsione non pone problemi neanche da un punto di vista applicativo, tanto più che l'assetto alla cui predisposizione gli amministratori sono tenuti resta comunque adeguato alla natura ed alle dimensioni dell'impresa. Esteso senza riserva l'obbligo a tutte le società, l'adeguatezza andrà perciò ancora e sempre di più valutata rispetto ai cennati due parametri: quelli, tra l'altro, cui tradizionalmente si affida, anche in altri contesti, il diritto societario<sup>38</sup>. Né può prescindersi dalla considerazione del tipo societario (la cui scelta è certamente libera e privata), così evitando di riservare un trattamento uguale a situazioni di fatto rese differenti dalla natura e dal numero di interessi coinvolti, e dall'avvalersi di un criterio di proporzionalità simile a quello che trova applicazione nella valutazione dello *standard* di diligenza richiesto agli amministratori di s.p.a., per cui il grado di cura «*esigibile nell'amministrazione di una piccola società industriale è sicuramente minore rispetto a quello richiesto all'amministratore di una grande impresa multinazionale*»<sup>39</sup>.

Neppure pone problemi il fatto che la predisposizione degli assetti sia affidata alla competenza esclusiva dell'organo gestorio<sup>40</sup>. Dato che la gestione della società non si esaurisce, evidentemente, nella predisposizione degli assetti, l'attribuzione esplicita ed esclusiva di una frazione di competenza agli amministratori non osta al mantenimento della concorrenza dei poteri di gestione con i soci. Che l'organo amministrativo sia quello deputato, anche nelle società diversa dalla s.p.a., alla predisposizione dei binari<sup>41</sup> organizzativi su cui viaggerà la gestione societaria è una scelta legislativa che si comprende e si giustifica alla luce dello spirito della riforma nel suo complesso, la quale mira ad individuare, rispetto alle scelte organizzative dell'impresa un interlocutore certo ed esperto; opzione che può essere condivisa o meno ma che certamente non pone grossi problemi interpretativi.

<sup>38</sup> Già in commento alla riforma del 2003 si era detto come i parametri della natura e delle dimensioni dell'impresa fossero quelli intuitivamente più ragionevoli cui legare il concetto di adeguatezza (v. V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione e responsabilità*, cit., par. 3.1.1.).

<sup>39</sup> P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss.

<sup>40</sup> Dopo la riforma del 2003, sul presupposto che l'obbligo di istituzione di assetti adeguati fosse già ricavabile per le s.r.l., si poneva il problema di individuarne i destinatari. Da un lato si sosteneva (O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, cit., 581) che l'attività di predisposizione degli assetti, collocandosi a monte dell'attività di gestione, andasse inderogabilmente affidata all'organo amministrativo al pari di quelle individuate dall'ultimo comma dell'art. 2475. Dall'altro si obiettava (A. CETRA, *L'amministrazione delegata nella s.r.l.*, in V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum P. Abbadessa*, Torino, 2014, 1679 ss.) che le decisioni che attendono agli assetti organizzativi societari ed alla gestione strategica appartengono a quella categoria di decisioni per le quali può ravvisarsi «*un interesse dei soci alla relativa assunzione o degli amministratori alla devoluzione dei soci*» e non, viceversa, alla categoria di decisioni relative alla gestione corrente per cui tale interesse è da ritenersi remoto. Le due tesi, in assenza di una indicazione normativa in proposito, poggiavano entrambe su considerazioni di tipo sostanzialistico e valoriale ragionevoli. L'intervento riformatorio del Codice della crisi pare aver eliminato il terreno del dibattito sostanzialistico attribuendo l'istituzione degli assetti senz'altro alla competenza esclusiva degli amministratori. Quanto poi l'intervento possa ricondursi ad una consapevole scelta di valore tra le ragioni sostanzialistiche di cui al dibattito sopra riassunto è difficile dire.

<sup>41</sup> L'espressione è di N. ARIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa*, cit., 401.

Espunto dal testo di legge il principio della esclusività della competenza gestoria *tout court* e circoscritta detta esclusiva competenza alla predisposizione di assetti adeguati, l'intervento legislativo può agevolmente omologarsi sul piano sistematico anche per società di persone ed s.r.l.<sup>42</sup>.

Nel ricondurre a sistema quelle disposizioni che per s.r.l. e società di persone mal si conciliavano con la rispettiva disciplina del tipo, il decreto correttivo approvato dal Consiglio dei Ministri nel mese di febbraio 2020 aveva però esteso il medesimo intervento anche alle s.p.a.: il riferimento alla gestione esclusiva degli amministratori, correttamente rimosso dagli art. 2257 e 2475 c.c., spariva anche dall'art. 2380 *bis*<sup>43</sup>. L'intervento rischiava così di creare nuove difficoltà sistematiche mettendo in discussione l'impronta nettamente manageriale impressa alla s.p.a. e provocando la riapertura del dibattito intorno alla annosa questione circa il confine «*storicamente mobilissimo*»<sup>44</sup> tra competenze dell'ufficio amministrativo e competenze assembleari.

Tale svolta in senso manageriale poggiava anzitutto sull'art. 2380 *bis*<sup>45</sup> che riconosceva agli amministratori una competenza esclusiva, alla quale seguiva una esclusiva responsabilità, per il compimento degli atti di gestione della società attuativi dell'oggetto sociale. Il potenziamento dei poteri gestori dell'organo amministrativo risiedeva anche nell'attribuzione esplicita agli amministratori di altre e svariate competenze sparse<sup>46</sup>, talvolta in precedenza affidate esclusivamente all'organo assembleare<sup>47</sup>, nonché soprattutto sulle ben limitate competenze riservate espressamente all'assemblea dei soci. Con la modifica parallela dell'art. 2364 si optava per una naturale estraneità di principio di quest'ultima rispetto alla gestione della società: sparivano i meccanismi della rimessione e della riserva statutaria e si circoscriveva l'intervento dell'organo assem-

---

<sup>42</sup> Peraltro, l'obbligo di predisposizione di assetti adeguati riservato alla competenza esclusiva degli amministratori così come l'applicabilità alla s.r.l. dell'art. 2381 c.c. ora espressamente prevista sembrano valere a confermare la necessità della configurazione formale dell'organo amministrativo anche in quest'ultimo tipo societario.

<sup>43</sup> La soppressione veniva immediatamente e puntualmente criticata da M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *NDS*, II, 2020.

<sup>44</sup> Così scrivevano M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in Trattato COLOMBO-PORTALE, I, Torino, 2004, 60 ss. La dottrina in materia è assai vasta. Si segnalano per tutti: P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, cit.; ID., *L'assemblea: competenza*, in AA. VV., Trattato COLOMBO-PORTALE, III, 1, Torino 1994; ID., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542 ss.; P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985; ID., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 543 ss.; S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, 157 ss.; ID., *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il sovrano ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2009, 20133 ss.; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 366 ss.; V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 3, 2004, 439 ss.; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, cit.; ID., *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 6, 2019, 765 ss.

<sup>45</sup> N. ABRIANI, *Commento all'art. 2380 bis*, in *Commentario Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, Bologna, 2004; V. PINTO, *Commento all'art. 2380 bis*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 1167 ss.

<sup>46</sup> Art. 2447 *ter*, ultimo comma, c.c.; art. 2443, primo comma, c.c.

<sup>47</sup> Art. 2410, primo comma, c.c.

bleare alle ipotesi espressamente indicate dalla legge, salva la possibilità per lo statuto di demandare alla assemblea la (sola) autorizzazione al compimento di determinati «*atti degli amministratori*», non valendo il parere autorizzativo dell'assemblea ad esonerare gli amministratori da responsabilità, essendo peraltro tale parere – rispetto al quale l'organo è privo di iniziativa e che non impone in positivo all'organo amministrativo di assumere la decisione gestoria – di natura vincolante solo in senso negativo.

Venendo al Codice della crisi ed alla prima bozza di decreto correttivo, si imponeva una riflessione circa la portata della abrogazione – quantomeno letterale – del principio di esclusiva competenza gestoria degli amministratori. Tale abrogazione rischiava di rimettere in discussione, in particolare, i postulati cui si è giunti rispetto al valore della delibera autorizzativa dell'atto di gestione. Ci si poteva interrogare se, venuta meno la disposizione di principio di cui all'art. 2380 *bis*, l'autorizzazione assembleare prevista dall'art. 2364 fosse realmente da intendersi come autorizzazione integrativa e cioè come rimozione di un limite all'esercizio del potere di compiere un atto di gestione che rimane di competenza dell'organo amministrativo<sup>48</sup>. Insomma: se fosse sparito il principio della esclusività della competenza gestoria, si sarebbe potuto ritenere che l'autorizzazione sia piuttosto, nelle materie che essa riguarda, costitutiva di un potere gestorio in capo all'organo amministrativo prima inesistente? E ancora, poteva considerarsi legittima, in assenza del citato principio, la devoluzione all'assemblea di intere porzioni di competenza gestoria?

Si sarebbe probabilmente trattato di domande retoriche dalla risposta negativa, in coerenza con la sostanziale conservazione dell'impianto di *governance* e degli equilibri tra organo amministrativo ed organo assembleare rispetto alla gestione della s.p.a. Ed invero, anche una riscrittura infelice dell'art. 2380 *bis* non avrebbe legittimato l'interprete ad assegnare all'intervento di riforma effetti dirimpenti, dovendosi piuttosto optare per una sostanziale indifferenza dell'intervento rispetto ai rapporti tra assemblea ed amministratori, in ragione della conservazione dell'art. 2364 c.c. – nonché delle altre disposizioni del Codice civile che integrano e completano il quadro delle competenze assembleari – il cui scopo continua ad essere quello di allontanare i soci dalla gestione dell'impresa, anche al netto di ogni eventuale e ragionevole temperamento.

Se attraverso la riscrittura dell'art. 2380 *bis* il legislatore avesse inteso riconfigurare il modello amministrativo della s.p.a. e ridimensionare la svolta manageriale in favore di una nuova sovranità dell'organo assembleare, avrebbe dovuto coordinare l'intervento con le altre norme disciplinanti l'amministrazione del tipo societario. Peraltro, un simile intervento, in sede di decreto correttivo ad un decreto legislativo che non era affatto chiamato ad occuparsi di ciò, avrebbe rischiato di apparire viziato da palese eccesso di delega. Senza considerare che la volontà di indebolire i poteri dell'organo amministrativo non poteva ascriversi a questo legislatore, siccome incoerente rispetto alla centralità attribuita a tale organo dalla stessa riforma. Insomma, un'interpretazione prudente dell'intervento del decreto correttivo avrebbe comunque preservato l'equilibrio nelle scelte gestorie tra organo assembleare ed organo amministrativo di s.p.a. E ciò non perché non si volesse dare rilevanza ad un nuovo dettato normativo né tantomeno perché si dovesse considerare la gestione dell'impresa tra gli argomenti «*troppo*

---

<sup>48</sup> In questo senso sulla ricostruzione del significato della autorizzazione, in commento alla riforma del 2003, V. PINTO, *Brevi osservazioni*, cit., 446.

*appartenenti alla tradizione, scontati e perciò insuscettibili di produrre ulteriori novità»*<sup>49</sup>, bensì perché l'intervento sarebbe apparso smaccatamente estemporaneo per attribuirgli una portata così dirompente.

3. *L'intervento correttivo definitivamente approvato.* – È poi accaduto che il Consiglio dei Ministri, nella seduta del 18 ottobre 2020, ha approvato una nuova versione dello schema di decreto correttivo<sup>50</sup> al Codice della crisi che, per quel che qui interessa, ha dato seguito alle perplessità avanzate dalla dottrina<sup>51</sup>, ed evidenziate nei loro pareri da Camera e Senato, rispetto all'originario intervento correttivo, nella parte in cui sopprimeva dall'art. 2380 *bis* il riferimento alla gestione esclusiva di competenza dell'organo gestorio<sup>52</sup>.

Così, in linea con quanto auspicato fin dall'origine, la devoluzione transtipica di competenza esclusiva all'organo amministrativo riguarda unicamente l'istituzione di assetti, mentre solo nella s.p.a. detta riserva di competenza organizzativa si inserisce nella più ampia e generale competenza gestoria esclusiva.

In altri termini, definitivamente preservando la coerenza sistematica, il disposto «*l'istituzione degli assetti di cui all'art. 2086, comma 2, c.c. spetta esclusivamente agli amministratori*» va a sostituire il primo comma dell'art. 2257 c.c. ed il primo comma dell'art. 2475 c.c., nell'ambito, rispettivamente, della disciplina della società di persone e della disciplina della società a responsabilità limitata. Lo stesso disposto, con riferimento alla società per azioni in generale e per il consiglio di gestione nel sistema dualistico, si aggiunge quale ultimo periodo, all'art. 2380 *bis*, primo comma, ed all'art. 2409 *novies*, primo comma, i quali per il resto seguiranno a contenere l'attribuzione all'organo amministrativo della competenza generale nella gestione dell'impresa.

In tutte le realtà societarie si assegnerà, con nuovo vigore, all'organo amministrativo, sicuro destinatario ed inevitabile responsabile della funzione, il compito di istituire assetti adeguati. E ciò, per un verso, sarà, nelle società diverse dalla s.p.a., conciliabile con i poteri gestori normalmente assegnati o assegnabili anche ai soci. Per altro verso, l'allocatione delle competenze tra organo amministrativo ed organo assembleare in materia gestoria, nel tipo azionario, rimarrà immutata, anche a prescindere dalla specificità dell'obbligo di istituire assetti adeguati ora previsto con particolare forza e teso a

<sup>49</sup> Mi riferisco qui alla generale indicazione di metodo di V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione e responsabilità*, cit., par. 6: «[...] l'errore in cui spesso anche un ricercatore con alle spalle una lunga esperienza cade è quello di considerare certi argomenti – nella specie, il riferimento è alla gestione dell'impresa – troppo appartenenti alla tradizione, scontati e perciò insuscettibili di produrre ulteriori novità».

<sup>50</sup> Il riferimento è qui al d.lgs. n. 147 del 26 ottobre 2020.

<sup>51</sup> Vale segnalare che S.A. CERRATO (*Osservazioni e proposte di modifica al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14 – Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, 73 ss., [www.centrocrisi.it](http://www.centrocrisi.it)) auspicava una radicale abrogazione dei primi quattro commi dell'art. 377 del Codice della crisi e quindi della introduzione agli artt. 2257, 2475, 2480 *bis* e 2409 *novies* c.c. dell'obbligo per gli amministratori di gestire l'impresa nel rispetto dell'obbligo di predisporre assetti adeguati, da una parte, e della esclusività (transtipica) della gestione in capo agli amministratori, dall'altra. E ciò in quanto ribadire l'obbligo di adottare assetti adeguati «*realizza il classico effetto di ridondanza che un legislatore efficiente dovrebbe evitare*» e l'estensione del principio di esclusività della gestione è, invece, talvolta «incoerente» talaltra «superflua».

<sup>52</sup> M. IRRERA, *L'intestazione dell'obbligo degli assetti organizzativi nel decreto correttivo al Codice della crisi ovvero della respipienza last minute del legislatore*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2 novembre 2020.



preservare la continuità aziendale; e ciò a conferma che immutate rimangono le esigenze di efficienza imprenditoriale e di tutela dell'interesse ad una gestione neutra, sottese al principio espresso dall'art. 2380 *bis*.

4. *La portata del principio di esclusività: assetti adeguati e gestione dell'impresa fra soci, consiglio di amministrazione ed amministratori esecutivi.* – Assodato che la predisposizione degli assetti adeguati spetta, indipendentemente dal tipo societario, alla esclusiva competenza degli amministratori di società, si rileva – in definitiva – che questa esclusività potrebbe operare in tre direzioni, ponendo qualche ulteriore questione: verso i soci; verso gli organi delegati; verso soggetti terzi, pur interni alla organizzazione dell'impresa.

Con riferimento al primo profilo, la portata precettiva della esclusività della competenza degli amministratori in materia di predisposizione degli assetti adeguati non può che consistere nell'estromissione dei soci rispetto alle scelte che attengono a questo ambito<sup>53</sup>. Resta da chiedersi se, negato certamente il potere decisorio dei soci in materia, il principio dell'esclusività impedisca altresì che in quell'ambito possa ricorrersi al sistema delle autorizzazioni, nella s.p.a., e dell'approvazione *ex art.* 2479, primo comma, nella s.r.l.

Quanto alla s.p.a., la configurazione del sistema autorizzativo e la sicura salvezza, anche in caso di autorizzazione assembleare, della responsabilità degli amministratori<sup>54</sup> rendono senz'altro compatibili, in termini generali, esclusività della competenza degli amministratori ed autorizzazioni assembleari. Vi è però da considerare come sia pacifica l'impossibilità che lo statuto rimetta all'autorizzazione assembleare intere *porzioni di attività* di gestione<sup>55</sup> e come ciò abbia ovvie ripercussioni in materia di assetti. Lo statuto non potrà dunque prevedere *sic et simpliciter* che la predisposizione degli asset-

<sup>53</sup> V. però le riflessioni di S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi"* (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118), in *NDS*, 8/2021, 1289 ss., spec. 1315 ss.

<sup>54</sup> Sebbene il tema esuli dall'economia del presente scritto mette conto segnalare come sia ora nuovamente incrementato il dibattito circa l'applicabilità o meno della *business judgment rule* come *safe harbour* rispetto alla responsabilità, alle scelte degli amministratori in materia di assetti. In argomento si vedano da ultimo P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, 11 ss. e destinato a *Le crisi d'impresa e del consumatore, Liber Amicorum Alberto Jorio*. In argomento si è pronunciato, nel senso dell'applicabilità della *business judgment rule* alle determinazioni in materia di assetti adeguati, il Tribunale di Roma con ordinanza dell'8 aprile 2020, annotata adesivamente da L. BENEDETTI, *L'applicazione della business judgment rule alle decisioni organizzative: spunti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2021, II, 284 ss.; mi permetto altresì di rinviare, in senso critico, a A. BRIGUGLIO, *Applicabilità della business judgment rule alle scelte in materia di assetti societari adeguati, nota a Tribunale di Roma, Sezione specializzata in materia di impresa, ordinanza 8 aprile 2020*, in *RDS*, 2/2021, 279 ss. L'avviso contenuto nella pronuncia è stato reiterato in *obiter*, ma con ampiezza di argomentazione, dallo stesso Tribunale nella successiva pronuncia del 24 settembre 2020, citata *supra* alla nota 22.

<sup>55</sup> Si ritiene cioè che la clausola statutaria nell'individuare l'oggetto di intervento assembleare debba assumere caratteri di determinatezza, elencando puntualmente *ex ante* le singole operazioni, ovvero comunque di determinabilità, avvalendosi di chiari criteri atti ad individuare determinate categorie di operazioni. In ogni caso si deve escludere possano essere sottoposte all'autorizzazione assembleare intere porzioni di attività gestoria. In argomento per tutti P. ABBADESSA-A. MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 299; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa*, cit., 145; V. PINTO, *Commento all'art. 2364*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 852 ss.

ti sia sottoposta all'autorizzazione assembleare. Potrà invece prevedere che, ad esempio, le decisioni in materia di *cybersecurity* lo siano, con la conseguenza che ove nell'ambito della predisposizione o implementazione degli assetti rientrino decisioni in tale materia esse saranno sottoposte all'autorizzazione assembleare<sup>56</sup>.

La questione pare più delicata nella s.r.l. Resta innanzitutto fermo che la nota comistione nella gestione tra soci ed amministratori non consentirà certo, se una qualche portata significativa si vuole dare al principio di esclusività oggi previsto, l'assunzione di una competenza stabile da parte dei soci in materia di assetti adeguati. Perciò la predisposizione degli assetti non potrà essere riservata dall'atto costitutivo alla competenza dei soci e – deve ritenersi – non potranno prevedersi diritti amministrativi particolari ex art. 2468, terzo comma, in materia. Discorso diverso potrebbe forse svolgersi con riferimento alla sottoposizione estemporanea ai soci da parte degli amministratori di *argomenti* ex art. 2479, primo comma, la quale peraltro non è connotata da limiti oggettivi<sup>57</sup>. Tuttavia, se si ammettesse in generale tale sottoposizione di argomenti anche a proposito delle determinazioni in materia di assetti adeguati, e per l'appunto senza poter configurare limiti oggettivi e vincoli di sorta, si dovrebbe consentire che essa possa provenire anche da parte dei *“soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale”*. Il tutto costituirebbe forse una eccessiva ingerenza in materia di assetti, in rotta di collisione con il principio di esclusività, al quale invece, siccome introdotto intenzionalmente dal nuovo legislatore, non può non riconoscersi un senso pregnante. Si aggiunga inoltre che, almeno se si attribuisce alle determinazioni assunte dai soci anche in caso di devoluzione ex art. 2479 carattere vincolante per gli amministratori<sup>58</sup>, la portata del principio di esclusività ora affermato in materia di assetti si svuoterebbe del tutto.

Altra e diversa questione è quella del coordinamento dei nuovi portati normativi rispetto allo schema di articolazione interna al consiglio di amministrazione delineato per la s.p.a. dall'art. 2381 c.c., la cui applicazione è ora espressamente estesa, in quanto compatibile, alle s.r.l.<sup>59</sup>. Peraltro, ove l'amministrazione nella s.r.l. – come per le società di persone – sia affidata a più soggetti disgiuntamente, è da chiedersi se la portata del principio di esclusività debba consistere nel fatto che le questioni attinenti alla pre-

---

<sup>56</sup> Ulteriori spazi indiretti di interferenza dei soci di s.p.a. rispetto alla predisposizione degli assetti sono ora individuati da A. MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del “decreto correttivo” al Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, 183 ss., spec. 192.

<sup>57</sup> Per taluni devono ritenersi possibile oggetto di avocazione/devoluzione anche gli atti individuati dall'art. 2475, quinto comma, come necessariamente di competenza dell'organo amministrativo (v. P. BENAZZO, *Competenze dei soci e amministratori nella s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia?*, in *Società*, 2004, 812; *contra* O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato Cottino*, V, 2007, 216). In generale in argomento si veda, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, P. BENAZZO, *Commento all'art. 2479*, cit., 2039.

<sup>58</sup> È oggetto di discussione se la determinazione assunta dai soci per devoluzione o avocazione ex art. 2479 abbia o meno carattere vincolante, ma prevale l'opinione che gli amministratori siano tenuti a dare esecuzione alle decisioni assunte dai soci – per tutti BENAZZO, *L'organizzazione nella nuova s.r.l.*, cit., 1072. *Contra* A.M. LEOZAPPA, *Il “socio-risparmiatore” nella società a responsabilità limitata: diritti particolari e decisioni ex art. 2479 c.c.*, in *DC*, 2006, 288 ss.

<sup>59</sup> Cui segue l'ulteriore questione se si possa, in assenza di una modifica legislativa che allinei l'art. 2476 all'art. 2392, distinguere anche nella s.r.l. i profili di responsabilità degli organi deleganti e delegati. L'art. 2381 pare applicabile per analogia anche alle società di persone che si dotino di un consiglio di amministrazione.

disposizione di assetti adeguati richiederanno necessariamente il coinvolgimento di tutti gli amministratori<sup>60</sup>.

In ogni caso, deve definitivamente constatarsi la individuazione normativa della predisposizione degli assetti come nucleo peculiare e precipuo della gestione dell'impresa certamente affidato alla competenza esclusiva degli amministratori.

Va rammentato come, nel suo periodo finale, il terzo comma dell'art. 2381 stabilisca che il consiglio di amministrazione, «sulla base delle informazioni ricevute, valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società»; mentre il quinto comma del medesimo articolo dispone che «gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa.»<sup>61</sup>. Dal che emerge che la definizione degli assetti è compito precipuo degli organi delegati, mentre al consiglio spetta un compito valutativo, che sarebbe da affiancare al dovere di vigilanza affidato all'organo di controllo ex art. 2403 c.c. Fermo resta, dunque, che l'assegnazione agli organi esecutivi del compito di curare gli assetti adeguati non va minimamente intesa come una deresponsabilizzazione degli amministratori non esecutivi<sup>62</sup>.

Si tratta allora di coordinare l'accento posto dal legislatore del Codice della crisi sulla predisposizione di assetti adeguati attribuita (in via esclusiva) agli amministratori con il modello codicistico di riparto di competenze interno all'organo gestorio, improntato sulla delega della funzione amministrativa. In altre parole: a valle delle modifiche al Codice civile introdotte dal Codice della crisi, come si articolerà l'obbligo di predisposizione di assetti adeguati? L'attribuzione di competenza esclusiva agli amministratori nella istituzione degli assetti adeguati andrà considerata come regola di principio rispetto a quanto poi specificato e dettagliato dall'art. 2381? La competenza riguardo alla originaria predisposizione degli assetti perterrà senz'altro agli organi delegati, o viceversa sarà degli amministratori (tutti) la competenza a predeterminare ed a strutturare gli assetti dell'impresa, poi semmai attuati, adattati ed aggiornati dagli amministratori delegati e periodicamente valutati nella loro concreta attuazione di nuovo dal *plenum*?

Vale rammentare peraltro che dalla assegnazione *ex lege* agli organi delegati dell'obbligo di curare che la società fosse provvista di assetti adeguati era derivata anche in passato qualche problematica questione applicativa, allorché si muoveva dalla considerazione generale che la predisposizione di assetti adeguati dovrebbe essere il risultato di un «disegno unitario» e non la «sommatoria di decisioni parziali provenienti da soggetti diversi»<sup>63</sup>. La considerazione ha avuto rilievo con riferimento alla ipotesi della delega speciale, e ci si è chiesti se in quest'ultimo caso l'obbligo di predisporre assetti adeguati gravi, comunque, sull'amministratore delegato a prescindere dai limiti della

<sup>60</sup> Diversamente, nel senso che spetta a ciascuno degli amministratori il compito di curare che la società sia dotata di assetti adeguati, S.A. CERRATO, *L'obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della "crisi"*, cit., 1316-1317.

<sup>61</sup> In commento alla disposizione, per tutti, F. BARACHINI, *Commento all'art. 2381 c.c.*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 1181 ss.

<sup>62</sup> F. BARACHINI, *Commento all'art. 2381 c.c.*, cit., 1208.

<sup>63</sup> Così P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, II, Torino, 2006.

delega<sup>64</sup> ovvero se la cura dell'assetto organizzativo dell'impresa, nel senso di cui all'art. 2381, quinto comma, riguardi soltanto l'amministratore munito di delega piena<sup>65</sup>. Uno degli argomenti a sostegno della tesi secondo cui l'obbligo in esame tornerrebbe, in caso di delega speciale, al consiglio di amministrazione era quello secondo cui non è necessariamente vero che gli amministratori delegati, quale che sia l'ambito dell'incarico ricevuto, abbiano il controllo dell'apparato aziendale nel suo complesso e siano i soggetti più idonei a decidere l'assetto organizzativo complessivo più adeguato. Senza dar conto della complessità del dibattito, perlomeno questo argomento troverebbe ancor maggiore solidità nell'assegnazione, più o meno consapevole, *agli amministratori* della competenza esclusiva nella predisposizione di assetti adeguati.

Si può peraltro prospettare che, perlomeno nelle s.p.a., non è, nella realtà operativa, neppure il consiglio a detenere l'esclusività della gestione, ben potendosi esaurire il suo ruolo in un generale monitoraggio, salvo appunto la predisposizione, a monte, di assetti adeguati sui quali ed in ossequio ai quali si produrrà la gestione corrente dell'impresa e salve le attribuzioni non delegabili di cui all'art. 2381, quarto comma; e che la gestione corrente dell'impresa – per ragioni legate all'esigenza di celerità decisionale ed al tecnicismo spesso insito nelle singole decisioni gestorie – sia affidata nei fatti agli amministratori esecutivi ed ai *manager* di vertice che detengono le competenze specifiche e settoriali di volta in volta in rilievo<sup>66</sup>.

L'ultima questione riguarda la possibilità per l'organo amministrativo di trasferire a terzi interni all'organizzazione imprenditoriale la competenza in materia di assetti adeguati. Sembra che il più volte richiamato particolare vigore con cui è attribuita agli amministratori la competenza esclusiva nella istituzione degli assetti adeguati valga ad impedire che l'organo amministrativo se ne spogli, esternalizzando la funzione della strutturazione dell'impresa a soggetti ad esso esterni. Beninteso, si tratta di una questione di imputazione e conseguente responsabilità, che rimangono sempre ed imprescindibilmente riferibili agli amministratori e non trasferibili a terzi. Nulla esclude, invece, la possibilità del supporto tecnico di terzi e perfino di conferimento a terzi di valide procure per l'implementazione degli assetti<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> In questo senso M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit.; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 254 ss.

<sup>65</sup> In questo senso P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, cit., 495 ss. L'alternativa alle due soluzioni enunciate in testo era ritenere l'obbligo di predisporre assetti adeguati esistente ma compresso nei limiti della delega, con competenza residuale del consiglio per quanto non coperto dalla delega. In quest'ultimo senso, per tutti, O. CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, 8802 ss. La soluzione, però, presentava il limite, contrario allo spirito di unitarietà nella strutturazione del sistema organizzativo, di rendere quest'ultimo il frutto di decisioni frammentarie.

<sup>66</sup> E v. F. BARACHINI (*Commento all'art. 2381 c.c.*, cit., 1199) per il quale «la presenza di una puntuale delimitazione dei poteri necessariamente collegiali del plenum» consente di utilizzare la delega per fondare «un assetto di governance nel quale, mentre gli amministratori delegati siano investiti dei poteri inerenti la "gestione corrente", al board siano invece riservate le prerogative tipiche di "alta amministrazione" e di "supervisione strategica».

<sup>67</sup> Va accolta in proposito l'impostazione generale suggerita da V. PINTO, *Commento all'art. 2380 bis*, cit., 1174, in relazione alla esclusività della gestione quanto al "nucleo esclusivo" della gestione dell'impresa.

# LA COMPOSIZIONE NEGOZIATA E GLI ALTRI STRUMENTI OFFERTI DALL'ORDINAMENTO PER IL SUPERAMENTO DELLA CRISI ANCHE CON RIFERIMENTO AI DOVERI DEGLI ORGANI SOCIALI

di *Marco Arato*

1. La composizione negoziata, come è noto e come è pacificamente riconosciuto da tutti gli interpreti, non è una procedura concorsuale.

È uno strumento per consentire lo svolgimento di trattative tra l'imprenditore in difficoltà (per usare una formula sintetica e atecnica ma comunque efficace) e i suoi creditori. Tale difficoltà si manifesta con uno *"squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza"* (art. 12 CCI) e la composizione negoziata ha la finalità di ristrutturare l'indebitamento delle imprese in una prospettiva di continuità diretta o indiretta (v. art. 12 c. 1 CCI che parla di *"risanamento dell'impresa"*) o anche di pervenire, qualora nel corso della negoziazione la continuità anche indiretta si riveli impraticabile, alla sua liquidazione atomistica (v. art. 18 sul concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio).

Diciamo subito che la nozione contenuta nell'art. 12 CCI non coincide con quella di *"crisi"* contenuta nell'art. 2 c. 1 lett. (a) CCI. O meglio, al momento dell'emanazione del D.L. 118/2021 il testo dell'allora art. 2 c. 1 di tale decreto legge (ora art. 12 CCI) coincideva con la nozione di *"crisi"* contenuta nell'allora art. 2 c. 1 lett. (a) CCI. Con un problema: all'epoca il CCI non era ancora vigente e non vi era alcuna norma di diritto positivo che definisse la crisi. Al momento dell'entrata in vigore del CCI è stata modificata la nozione di crisi contenuta nell'art. 2 c. 1 lett. (a) CCI rispetto al testo precedente e non ancora in vigore, nel senso che ora la crisi è *"lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi"*. Le due nozioni (di crisi da un lato e di difficoltà ai fini della composizione negoziata dall'altro lato) non coincidono più in quanto la nozione di crisi fa riferimento soprattutto a elementi di natura finanziaria (carenza di flussi di cassa prospettici) con indicazione della loro rilevanza temporale (i successivi dodici mesi) in qualche modo evocando implicitamente il concetto di continuità aziendale che, come è noto, presuppone l'ordinato svolgimento dell'attività per almeno dodici mesi. Viceversa la situazione di difficoltà rilevante ai fini della composizione negoziata non è solo lo squilibrio economico-finanziario, ma, eventualmente, anche quello patrimoniale. Da ciò si deduce che la situazione di difficoltà che consente l'accesso alla composizione negoziata può essere anche più grave della sola crisi. Lo squilibrio patrimoniale (che significa anche presenza di perdite rilevanti ex art. 2446 e 2447 c.c.) può anche significare una forma di insolvenza (auspicabilmente reversibile).

Come è noto, la parola “*crisi*” era stata introdotta per la prima volta nel 2005 nell’art. 160 c. 1 l.f. sul concordato preventivo, ammesso proprio per le imprese in crisi, ma all’epoca la norma non aveva mai chiarito che cosa si dovesse intendere per “*crisi*” e l’introduzione nel 2006 di un terzo comma all’art. 160 l.f. secondo il quale “*per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza*” ha avuto la sola funzione di stroncare pericolose interpretazioni che, all’epoca, portavano ad escludere che le imprese insolventi potessero accedere al concordato preventivo. La precipitosa assimilazione tra crisi e insolvenza ha appiattito le due nozioni e non ha dato alcun contributo definitorio che, per la prima volta, è stato finalmente introdotto dall’art. 2 c. 1 lett. a) CCI.

2. La composizione negoziata si aggiunge quindi agli strumenti e procedure già esistenti e oggi l’imprenditore:

(I) ai sensi dell’art. 2086 c.c. deve dotarsi di adeguati assetti organizzativi amministrativi e contabili anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi;

(II) ai sensi del Decreto Dirigenziale 28 settembre 2021 e del relativo allegato contenente sia il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento sia la check list particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per l’analisi della sua coerenza è in condizione di monitorare la sua situazione.

Usando una soglia elementare di diligenza l’imprenditore è quindi in grado di individuare i comportamenti da seguire. Anzi, il test pratico e la check list per la redazione del piano rappresentano per la prima volta nel nostro ordinamento un *corpus* di norme (di produzione secondaria, regolamentare) ma pur sempre norme che offrono agli amministratori e ai sindaci di ogni società una sorta di *vademecum* comportamentale che eliminerà ogni alibi rispetto a vischiosità o lentezze decisionali.

È bene a questo riguardo ricordare che il “manuale” comportamentale contenuto nel Decreto Dirigenziale 28 settembre 2021 non solo è facilmente accessibile a tutti gli imprenditori e scritto in un linguaggio ben comprensibile anche ai non addetti ai lavori ma, a mio giudizio, assurgerà a paradigma comportamentale dell’imprenditore di fronte alla crisi, un po’ come è avvenuto per i documenti di fonte privata (e precisamente del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti) che negli anni hanno individuato i comportamenti del “buon” sindaco, del “buon” attestatore nel piano di risanamento e nell’accordo di ristrutturazione. Tutti tali documenti, anche nell’interpretazione giurisprudenziale, nel corso del tempo sono diventati la regola comportamentale di tali soggetti per andare esenti da responsabilità. D’altronde, secondo una tradizione secolare del diritto commerciale è frequente il passaggio da una produzione normativa privata (le regole della corporazione) a norme statali di immediata cogenza.

Nel nostro caso, il regolamento attuativo dell’art. 13 c. 2 CCI, già previsto dall’art. 3 D.L. 118/2021 (e cioè il Decreto Dirigenziale 28 settembre 2021), ha recepito una serie di *best practices* già elaborate dagli interpreti e dagli ordini professionali, con l’effetto che gli amministratori che non organizzano la società anche in funzione della rilevazione della crisi, i sindaci che non vigilano, non solo sull’adeguatezza amministrativa, ma anche sulla situazione patrimoniale e finanziaria, venendo meno agli obblighi di segnalazione contenuti nell’art. 15 D.L. n. 118/2021, andranno incontro a sicura responsabilità. Con alcune precisazioni:

(a) gli obblighi comportamentali degli organi societari previsti dall’art. 2086 c.c. e

dal Decreto 28 settembre 2021 vanno letti insieme alla normativa COVID (art. 6 D.L. 8 aprile 2020, n. 23 modificato dalla legge di bilancio 2021) che sospende gli obblighi di ricapitalizzazione delle società in determinate situazioni. In particolare faccio riferimento all'art. 1 c. 266 l. n. 178/2020 (legge finanziaria 2021) relativo alla disapplicazione per ben 5 anni degli artt. 2446 c. 2 e 3 e 2447 c.c. in caso di perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020. La chiave di lettura della norma è tutta sulle parole "*perdite emerse*" che a mio modo di vedere va interpretata come perdite rilevanti che eventualmente sommate a perdite anche pregresse fanno scattare le fattispecie degli artt. 2446 e 2447 c.c.; in altre parole, non potrà giovare della disapplicazione degli artt. 2446 c. 2 e 3 e 2447 c.c. chi si trovasse in tale situazione già prima dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020 (con la conseguenza, però, che chi fosse stato nella situazione prevista dall'art. 2446 c. 1 nel 2019 e nel corso dell'esercizio 2020 non avesse ridotto la perdita al di sotto del terzo o addirittura fosse arrivato alla perdita integrale del capitale *ex art. 2447 c.c.*, dovrebbe poter beneficiare della disapplicazione di tale norma). Va però aggiunto che la legge finanziaria 2021 disapplica solo le norme sulla conservazione del capitale, ma nulla dice sui profili di responsabilità degli amministratori e dei sindaci. Sicuramente non potranno essere responsabili *ex art. 2486 c. 3* (responsabilità per aggravamento del passivo al verificarsi di una causa di scioglimento) in quanto l'art. 1 c. 266 l. n. 178/2020 oltre a disapplicare gli artt. 2446-7 afferma che non opera la causa di scioglimento della società prevista dall'art. 2484 c. 4 c.c. (e cioè lo scioglimento per la perdita del capitale sociale) e quindi fa venir meno la sola responsabilità derivante da una causa di scioglimento.

Tuttavia, da un lato permangono le responsabilità degli organi per fatti diversi dalla prosecuzione dell'attività, e, dall'altro lato, esistono anche altre ragioni di responsabilità degli amministratori, dalla mancata istituzione "*di un assetto organizzativo amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale*" al dovere "*di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*" (così art. 2086 c.c.), senza dimenticare le conseguenze penali fallimentari (aggravamento del dissesto a causa del ritardato accesso a procedure concorsuali o ricorso abusivo al credito). Insomma, se la legge disapplica le cause di scioglimento della società conseguenti alla perdita del capitale, ciò non significa che gli amministratori possano continuare per cinque anni nella gestione come se niente fosse; devono immediatamente adoperarsi per superare la crisi della società considerando la moratoria quinquennale come un'agevolazione di cui non debbono abusare. In conclusione, l'amministratore che non ricapitalizza (e non liquida) la società confidando nella normativa Covid e non si adopera per superare la crisi quanto meno patrimoniale anche accedendo a uno degli strumenti offerti, è ragionevole pensare che andrà incontro a responsabilità. E il documento allegato al Decreto Dirigenziale 28 settembre 2021 (o meglio i suggerimenti e le opportunità comportamentali offerti da tale documento) fornirà ai creditori e agli organi di procedure concorsuali la cartina al tornasole del comportamento virtuoso o negligente;

(b) viene ancor più confermata la centralità dei compiti degli amministratori come collegio nella gestione dell'impresa e, in questo caso, della crisi, nonostante l'infelice modifica all'art. 2475 c.c. operata dal decreto correttivo al CCI.

Come è noto, l'origine della vicenda deriva dall'applicazione dell'obbligo di adeguati assetti organizzativi contenuta nell'art. 2086 c. 2 c.c. ai vari tipi di società. In particolare, con riferimento alla s.r.l., il CCI aveva modificato l'art. 2475 c.c. prevedendo l'esclusiva competenza gestoria degli amministratori anche per la creazione di adeguati assetti organizzativi. Si sono levate feroci critiche da parte dei cultori della s.r.l. che, quale "*società di persone a responsabilità limitata*" ripartiva i compiti (e le responsabilità) di amministratori e soci nel modo meglio visto. La modifica apportata dal codice della crisi nella sua versione originaria era sicuramente "*board oriented*". Di qui le critiche.

Il decreto correttivo (che per questa parte è già in vigore da circa due anni), ha ulteriormente modificato l'art. 2475 c.c. precisando che agli amministratori di s.r.l. spetta esclusivamente il compito di organizzare la società in modo adeguato anche per la rilevazione tempestiva della crisi.

Il decreto correttivo, a mio modo di vedere, ha perso l'occasione di assimilare le s.r.l. alle s.p.a. sotto il profilo gestorio, adeguando la loro struttura gestoria alle nuove possibilità di accesso al mercato dei capitali consentita alle sole s.r.l. PMI dal D.L. n. 179/2012 (così come modificato dal D.L. n. 50/2017). Si tenga infatti presente che le s.r.l. PMI (fino a 250 dipendenti con un fatturato annuo non superiore a 50 m. di Euro) rappresentano il 98% di tutte le s.r.l. Ebbene, se tali società possono accedere al mercato dei capitali non ha più alcun senso trattarle secondo uno schema personalistico;

(c) gli obblighi di segnalazione affidati al collegio sindacale dall'art. 25 octies CCI sono tanto ampi quanto incerti. La norma fa riferimento alla "*sussistenza dei presupposti per la presentazione dell'istanza di cui all'art. 12 c. 1*" e cioè alla presenza anche solo di indizi di crisi, individuati come squilibri patrimoniali o finanziari. Sono però definizioni molto late che, unite alla esenzione da responsabilità *ex art. 2407 c.c.* per il sindaco che fa la tempestiva segnalazione, possono portare ad un "eccesso" di segnalazioni di fonte sindacale con finalità difensive personali. Rispetto a un attivismo ingiustificato da parte dei sindaci si dovrebbe cercare di oggettivizzare, settore per settore, gli indizi di crisi, facendo ricorso alle elaborazioni sviluppatesi ai fini dell'allerta, strumento mai entrato in vigore ma che tanto ha fatto scrivere soprattutto agli aziendalisti.

Infine l'art. 25 novies CCI ha introdotto un obbligo di segnalazione da parte dell'INPS, dell'INAIL, dell'Agenzia delle Entrate e dell'Agente della riscossione all'organo societario di controllo "*nella persona del presidente del collegio sindacale in caso di organo collegiale*" qualora vi siano ritardi nel versamento di contributi previdenziali, dell'IVA o di debiti di natura tributaria definitivamente accertati per importi anche modesti (per l'IVA l'importo dichiarato e non versato rilevante ai fini della segnalazione è di soli euro 5.000). E ai sensi del c. 3 dell'art. 25 novies CCI è previsto che "*la segnalazione contiene l'invito a richiedere la composizione negoziata ove ne ricorrano i presupposti*". Si tratta di un ulteriore pungolo al collegio sindacale rispetto a precoci deterioramenti della situazione volti a dare concreta applicazione all'art. 2086 c.c. e, più in generale all'*early warning*. Non c'è dubbio che il diffuso autofinanziamento di molte imprese con fisco e previdenza sia una distorsione da combattere, ma non c'è altrettanto dubbio che, in un quadro di ordinato svolgimento degli affari, le banche devono tornare a erogare credito e lo Stato, quando è debitore verso le imprese, deve pagare puntualmente i propri debiti. Altrimenti, norme più che giustificate come quelle in esame, corrono il rischio di cogliere solo una parte dei problemi.



3. Ritengo che la composizione negoziata non solo abbia positivamente arricchito il panorama degli strumenti offerti agli imprenditori quanto meno in crisi dando indicazioni comportamentali che superano il ristretto campo applicativo di tale istituto, ma abbia finalmente travolto l'impronta dirigista che purtroppo permeava il codice della crisi nel testo contenuto nel D.Lgs. n. 14/2019 e nel successivo decreto correttivo 147/2020. Tale impronta, a mio modo di vedere, si discostava dalla (e non era in linea con la) legge delega n. 155/2017 e ancora di più con la direttiva UE 2019/1023.

È singolare che in Italia nei momenti di crisi le norme fallimentari diventino più flessibili (basti pensare alle riforme del 2010 e del 2012 post crisi Lehman, con l'introduzione dell'*automatic stay* italiano rappresentato dal concordato con riserva e poi al recentissimo D.L. n. 118/2021 e infine alla recente riscrittura del Codice della Crisi), mentre nei momenti di ripresa economica si ritorni alla rigidità (si pensi al D.L. del 2015 che ha segnato l'inizio dell'oscillazione del pendolo verso un inasprimento delle norme in quanto ha introdotto una percentuale minima di pagamento nel concordato preventivo liquidatorio e il ritorno del silenzio-rifiuto dei creditori per l'approvazione del concordato preventivo). È un atteggiamento irrazionale e non condivisibile (negli Stati Uniti il *Chapter 11* che è all'origine di tutte le legislazioni europee sulla composizione della crisi è sostanzialmente inalterato dal 1978 e trova la sua fonte originaria nel *Bankruptcy Act* del 1898). Il *favor* verso la salvaguardia dell'impresa nell'interesse di tutti gli *stakeholders* non può mutare a seconda delle condizioni economiche generali. Il riconoscimento del valore dell'impresa in sé e dell'interesse anche sociale alla sua salvaguardia costituisce un dato definitivamente acquisito dalle legislazioni di tutti i Paesi occidentali. È brutto da dirsi, ma in questo caso la pandemia è stata l'elemento trainante per spazzare via antistorici rigurgiti autoritari.

4. Il catalogo degli strumenti a disposizione delle imprese in crisi si è recentemente arricchito non solo della composizione negoziata della crisi, ma anche (i) del piano di ristrutturazione omologato (art. 64 bis CCI), degli accordi di ristrutturazione a efficacia estesa (art. 61 CCI) e della convenzione di moratoria (art. 62 CCI); (ii) della possibilità di pagare a determinate condizioni i crediti concorsuali in caso di continuazione dell'attività; (iii) della possibilità di omologare la transazione fiscale all'interno del concordato preventivo (oltreché che dell'accordo di ristrutturazione) anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria; (iv) della disciplina degli effetti dell'accordo di ristrutturazione omologato, (v) dell'ampliamento della moratoria per il pagamento dei creditori privilegiati nel concordato e (vi) della sostanziale riscrittura del concordato preventivo.

Senza contare che le imprese in crisi avranno a loro disposizione l'art. 9 c. 5 bis D.L. n. 23/2020 che fino al 31 dicembre 2022 (v. art. 21 D.L. n. 118/2021) consente al concordato con riserva di sfociare in un piano di risanamento attestato ex art. 67 c. 3 lett. d) l.f. (norma spiritosamente definita un irrocervo da Ambrosini su *Il caso* del 10 giugno 2020).

5. Si tratta di norme *debtor oriented* rispetto alle quali il contrappeso comprensibilmente posto dall'ordinamento è il tempestivo ricorso a uno degli strumenti offerti. Con

il recepimento della direttiva *insolvency*, il legislatore italiano ha opportunamente colto l'occasione per meglio precisare (e in qualche modo inasprire) la *governance* delle società allo scopo di far emergere tempestivamente eventuali situazioni di difficoltà che consentano non solo l'accesso ai quadri di ristrutturazione preventiva ma anche la loro rapida esecuzione una volta che il percorso di ristrutturazione sia stato approvato. Con l'occasione si è anche ribadito che gli unici soggetti che hanno il diritto/dovere di gestire il percorso di ristrutturazione in tutti i suoi aspetti sono gli amministratori.

6. L'art. 3 c. 3 CCI integra il disposto dell'art. 2086 c.c. (come modificato dal CCI) attraverso una serie di obblighi comportamentali molto puntigliosi per gli amministratori di società che in qualche modo si collegano al test pratico contenuto nel decreto dirigenziale 28 settembre 2021, che come è noto, è finalizzato alla verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento (basti leggere la sezione II dell'allegato al decreto dirigenziale che al punto 1 illustra esplicitamente il contenuto dell'organizzazione dell'impresa per essere in grado di cogliere gli indizi di crisi). Non si tratta di un vero e proprio inasprimento degli obblighi organizzativi, ma di una precisazione dei requisiti organizzativi considerati adeguati anche ai fini della tempestiva rilevazione della crisi. Sicuramente sono tutti elementi che, in caso di insuccesso della ristrutturazione o di ritardo nell'accesso a strumenti/procedure, rappresentano violazioni di specifici obblighi legali da parte degli amministratori che integreranno una forma di *mala gestio* (e la conseguenza civilistica sarà per lo più costituita dal danno nell'aggravamento del passivo). Con una precisazione. È possibile che tale danno si verifichi non solo in caso di perdita del capitale sociale ma anche se il capitale è esistente, perché il ritardo potrebbe aver influito nelle prospettive di recupero per i creditori. Sotto questo profilo, il nuovo art. 3 c. 4 CCI, evidentemente ispirato all'art. 24 CCI (vecchio testo ora abrogato), esemplifica i segnali di allarme che gli amministratori devono cogliere e che sono rappresentati da mancati pagamenti degli stipendi ai dipendenti e da imponenti debiti verso fornitori, banche, fisco e previdenza. In presenza di questi segnali di allarme gli amministratori devono intervenire. Tuttavia, mentre il vecchio art. 24 CCI utilizzava questi indici (all'epoca più blandi) in positivo e cioè per valorizzare la tempestività dell'iniziativa del debitore al fine dell'ottenimento delle misure premiali, con il nuovo testo detti indici rappresentano, per così dire, la cartina al tornasole di un'inerzia degli amministratori conseguente, magari, a un difetto di organizzazione con rischi di responsabilità non solo per gli amministratori ma anche per gli organi di controllo.

Probabilmente il nuovo art. 3 CCI non viola la c.d. *business judgment rule* degli amministratori, ma se gli amministratori, in presenza dei segnali di allarme previsti dall'art. 3 c. 4 non ricorrono a strumenti di composizione della crisi, saranno obbligati a fornire spiegazioni della loro scelta (che potrebbe anche essere giustificata, ad es., da una situazione congiunturale negativa che però gli amministratori ritengono sia solo temporanea).

7. Come afferma la relazione di accompagnamento al decreto legislativo di recepimento della direttiva *Insolvency*, proprio in esecuzione del disposto dell'art. 2086 c.c., spetta in via esclusiva agli amministratori (e non ai soci che devono solo essere infor-

mati) la decisione sul contenuto del piano di ristrutturazione e sulla proposta da sottoporre ai creditori oltreché la decisione sull'accesso a un quadro di ristrutturazione preventiva (v. art. 120 *bis* CCI). E sempre agli amministratori è demandata l'adozione di ogni operazione societaria straordinaria (che normalmente sarebbe di competenza dei soci), quali ad es. aumenti o riduzioni di capitale, ma non solo, che sia esecutiva del piano di ristrutturazione. Con addirittura un potere sostitutivo di nomina di un amministratore giudiziario da parte del tribunale in caso di inerzia degli amministratori (art. 120 *quinquies* CCI).

In sostanza, non solo gli amministratori devono organizzare la società al fine di cogliere tempestivamente gli indizi di crisi, non solo devono intervenire tempestivamente per superare la crisi, ma sono gli unici soggetti chiamati a scegliere il percorso di ristrutturazione ed eventualmente ad attuare le operazioni societarie straordinarie esecutive del piano. A conferma del loro ruolo centrale nella ristrutturazione, l'art. 120 *bis* c. 4 CCI vieta ai soci la revoca degli amministratori se non per giusta causa dopo che gli amministratori abbiano assunto la decisione di accesso a un quadro di ristrutturazione. Al fine di evitare l'aggiramento di tale divieto, la norma precisa che la presentazione della domanda di accesso a un quadro di ristrutturazione, in presenza delle condizioni di legge, non costituisce una giusta causa di revoca.

Occorre chiedersi la ragione di tale inasprimento e ampliamento dei poteri/doveri degli amministratori: la normativa comunitaria e ora italiana spinge con forza verso i quadri di ristrutturazione preventiva e quindi obbliga gli amministratori ad intervenire tempestivamente perché così facendo la crisi ha maggiori *chances* di essere superata soprattutto con minori costi per tutti gli *stakeholders*. E la rigidità delle regole comportamentali degli amministratori risponde proprio a questa finalità con un oggettivo restringimento della discrezionalità gestoria e con un obbligo di motivazione quando gli amministratori intendono discostarsi dal percorso normativo tracciato che è molto stringente. Ancorché, in linea generale, il dirigismo normativo susciti delle perplessità, in questo caso, da un lato, il fine (sicuramente condivisibile) giustifica il mezzo utilizzato (forse un po' didascalico), e, dall'altro lato, affranca opportunamente gli amministratori da condizionamenti interessati che potrebbero essere loro imposti dai soci. In sostanza, come è stato recentemente scritto seppur in chiave critica (DI CIOMMO, in *Fall.*, 2022, 413), il legislatore ha introdotto un nuovo criterio di impostazione della responsabilità civile non più incentrato sul concetto di colpa in capo a imprenditori e amministratori. E ciò non al fine di assicurare il giusto risarcimento quanto piuttosto al fine di indurre le imprese a dotarsi degli assetti più efficaci e adeguati alla propria realtà con l'obiettivo di ridurre il rischio correlato all'attività di impresa.

8. Se la gestione della crisi spetta esclusivamente agli amministratori, ciò non significa che i soci siano diventati un corpo quasi estraneo rispetto alla società, come se ormai la società appartenesse economicamente ai creditori il cui mancato integrale pagamento sancirebbe la perdita di ogni valore patrimoniale per i soci.

La direttiva *insolvency* mira, infatti, nel netto *favor* per la continuità, a incentivare i soci a favorire il percorso di ristrutturazione e a investire nella continuità diretta che a medio termine valorizza l'impresa in modo economicamente superiore rispetto alla liquidazione o anche rispetto alla continuità indiretta, perché l'impresa subisce minori traumi.

L'art. 120 *quater* c. 1 prevede espressamente che il valore risultante dalla ristrutturazione debba essere riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda. Questa previsione rappresenta un incentivo ai soci nel mantenimento della proprietà dell'impresa sotto forma non solo del diritto al mantenimento dell'eventuale valore di liquidazione della partecipazione, ma soprattutto del diritto a beneficiare dei flussi futuri. Anche in questo caso, come già nell'art. 84 c. 6 CCI con riferimento ai creditori, il legislatore, nel trattare della posizione dei soci, fa ricorso alla *relative priority rule* per la parte eccedente il teorico valore di liquidazione dell'attivo.

Ai sensi dell'art. 120 *quater* c. 2, per valore riservato ai soci si intende “*il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquistarle, dedotto il valore che essi eventualmente hanno apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto*”. Da tale previsione deriva, per quanto riguarda i nuovi investimenti, che i soci sono liberi di allocarli come vogliono anche senza rispettare l'ordine dei privilegi (si tratta, infatti, di risorse esterne), ferma restando la necessità che la proposta sia poi approvata da parte dei creditori. Viene quindi finalmente superata quella giurisprudenza della Cassazione un po' dogmatica che limitava enormemente la nozione di risorse esterne, al punto che anche un aumento di capitale non avrebbe potuto essere considerato una risorsa esterna in quanto le somme entrano a far parte del patrimonio della società (Cass. 10884/2020, Cass. 12864/2019 e Cass. 9373/2012).

Viceversa, per la parte relativa all'investimento originario dei soci (che non investono ulteriori risorse in società), se il piano prevede che il valore risultante dalla ristrutturazione sia riservato anche ai soci anteriori alla presentazione della domanda, è necessaria la formazione di una o più classi di soci (art. 120 *ter* c. 1) e il concordato “*in caso di dissenso di una o più classi di creditori, può essere omologato se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissenzienti sarebbe almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi del medesimo rango e più favorevole di quello proposto alle classi di rango inferiore*” (art. 120 *quater* c. 1).

Per “*valore risultante dalla ristrutturazione*” (art. 120 *quater* c. 1), sulla base della relazione illustrativa al decreto legislativo, si deve intendere il valore eccedente quello di liquidazione. Da ciò deriva che il valore di liquidazione debba essere destinato secondo l'ordine dei privilegi, mentre il valore eccedente la liquidazione, che potrà essere anche rappresentato dai flussi di cassa, non necessariamente deve essere riconosciuto ai creditori, ma può essere anche appannaggio dei soci. Se poi i soci investono nuove risorse, potranno destinarle come meglio credono.

L'art. 120 *ter* c. 1 prevede la possibilità di classamento dei soci e l'art. 120 *ter* c. 2 rende il classamento obbligatorio “*se il piano prevede modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci e, in ogni caso, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*”. L'art. 120 *ter* c. 3 prevede poi che i soci votino proporzionalmente alla quota di capitale posseduta anteriormente alla presentazione della domanda e che per essi valga il silenzio-assenso.

Si tratta di una previsione molto importante che riprende e sviluppa il contenuto dell'art. 84 c. 2 CCI nel testo originario ora modificato. Tale norma stabiliva infatti genericamente che il piano deve prevedere il ripristino dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa nell'interesse prioritario dei creditori, oltreché dell'imprenditore e dei soci. Se nel “*vecchio*” art. 84 si dava dignità all'interesse dei soci, il nuovo testo in

modo molto opportuno delimita i diritti dei soci superando quelle interpretazioni giurisprudenziali (non condivisibili) che vedevano nei flussi della continuità un bene aziendale e che, quindi, portavano ad emarginare i soci che – secondo alcune interpretazioni non condivisibili – non potevano ottenere la distribuzione di utili derivanti dalla continuità fino alla completa esecuzione del concordato, con la conseguenza che se anche l'esecuzione della proposta fosse regolarmente attivata, ciononostante i soci non potrebbero distribuirsi gli eventuali utili. Addirittura, alcune interpretazioni massimalistiche, ritenendo che i flussi di cassa sono un bene aziendale e che l'art. 2740 c.c. impone al debitore di pagare i creditori con il patrimonio attuale e futuro, dubitavano della legittimità di proposte che limitassero quantitativamente i flussi di cassa a favore dei creditori.

Sono state sollevate perplessità sul ruolo attribuito ai soci che potrebbero condizionare l'approvazione del concordato o del PRO (v. A. ROSSI, *Fall.*, 2022, 945). Non sono d'accordo perché l'emarginazione dei soci (che sicuramente non vogliono perdere l'investimento) talvolta può rilevarsi non conveniente per i creditori, tanto più che l'ordinamento offre una serie di contromisure per colpire l'eventuale egoismo dei soci.

In due circostanze il CCI dà voce ai soci. Oltre a quella qui esaminata, nell'art. 285 c. 5, relativo al concordato di gruppo, si prevede che i soci di minoranza, in caso di trasferimenti di attivi infragruppo, possano opporsi all'omologa del concordato se ritengono pregiudicato il valore o la redditività della loro partecipazione.

Sono due previsioni molto utili che riconoscono ai soci un ruolo nella società in ristrutturazione. I soci non possono gestire la ristrutturazione, ma possono intervenire nel percorso concordatario per far valere i loro diritti. Si tratta di una tutela dei diritti di natura patrimoniale dei soci, che rappresenta un riequilibrio rispetto all'esclusiva competenza gestoria degli amministratori.

Siccome la determinazione del contenuto della proposta di concordato spetta esclusivamente agli amministratori e siccome potrebbe accadere che la proposta degli amministratori penalizzi i soci, il legislatore da un lato ha previsto che i soci non possono revocare gli amministratori, ma dall'altro lato ha attribuito un diritto di *voce* a favore dei soci.

Addirittura, l'art. 120 *bis* c. 5 prevede opportunamente che i soci che rappresentano almeno il 10% del capitale siano legittimati alla presentazione di proposte di concordato concorrenti. In tal modo i soci possono addirittura presentare un "contropiano" rispetto a quello degli amministratori. Mi sembra un intelligente compromesso che favorisce il percorso di risanamento ad opera degli amministratori, ma non impedisce ai soci non solo di esprimere la loro opinione sul piano, ma di assumere una loro iniziativa (basti pensare a un piano di continuità indiretta presentato dagli amministratori al quale i soci anche di minoranza – basta il 10% del capitale - contrappongono un piano di continuità diretta che, ove approvato, verrà eseguito dagli amministratori).

Si tratta di novità normative che favoriscono la contendibilità delle imprese, senza accantonare il ruolo dei soci, con la finalità "*di tutelare l'interesse dei creditori e preservare, nella misura possibile, i posti di lavoro*" (art. 84 c. 2 CCI).

# CONCORDATO PREVENTIVO DI SOCIETÀ DI PERSONE E CONCORSO DI PROCEDURE DI COMPOSIZIONE DELLE CRISI DA SOVRAINDEBITAMENTO DEI SOCI: UN TENTATIVO DI COORDINAMENTO DEGLI EFFETTI SOSTANZIALI

di *Paolo Felice Censoni*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Gli effetti nei confronti del socio. – 3. Gli effetti nei confronti dei creditori e dei terzi. – 4. Gli effetti sui rapporti giuridici preesistenti.

1. *Premessa.* – Tra i problemi tuttora irrisolti (sia nella legislazione attualmente vigente, sia in quella introdotta dal Codice della crisi e dell’insolvenza) sono senz’altro da annoverarsi anche quelli che riguardano il coordinamento degli effetti sostanziali (nei confronti del debitore, dei creditori, dei terzi e sui rapporti giuridici pendenti) fra il concordato preventivo della società di persone, disciplinato dagli artt. 160 ss. l. fall. e in futuro dagli artt. 84 ss. CCI (ma non solo), e l’eventuale procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento disciplinata dagli artt. 7 ss. l. n. 3/2012 e in futuro dagli artt. 65 ss. CCI (ma non solo)<sup>1</sup>, fermo restando quanto stabilito dall’art. 184, comma 2, l. fall. (ripreso dall’art. 117, comma 2, CCI), secondo cui “salvo patto contrario, il concordato della società ha efficacia nei confronti dei soci illimitatamente responsabili”, evidentemente con riferimento ai debiti “sociali”, non con riferimento a quelli “personali”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Lamenta “una serie di rilevanti criticità connesse al coordinamento della procedura avviata dal socio e quella iniziata dalla società, nell’ambito degli strumenti indicati dal CCI e di quelli vigenti” anche G. FAU-CEGLIA, *La legislazione in tempo di pandemia e la metamorfosi del diritto della crisi*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 431 ss., *ivi* 443.

<sup>2</sup> Disposizioni analoghe sono previste anche nell’ipotesi che la società con soci illimitatamente responsabili non sia soggetta alla disciplina della legge fallimentare, ove in particolare abbia accesso alla procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento (art. 7, comma 2-ter, l. n. 3/2012) o al c.d. “concordato minore” (art. 79, comma 4, CCI ed anche in forza del rinvio alla disciplina del concordato preventivo in quanto compatibile, contenuto nell’art. 74, comma 4, CCI) o alla liquidazione del patrimonio (art. 14-ter, comma 7-bis, l. n. 3/2012 e art. 266, comma 1, CCI): per quest’ultima ipotesi si discute se il decreto di apertura della liquidazione della società provochi automaticamente l’apertura della liquidazione dei patrimoni dei soci illimitatamente responsabili o se per essi occorra un’istanza di parte: sul tema cfr. A. MANCINI, *Liquidazione dei beni ex l. 3/2012: sulla estensione degli effetti ai soci illimitatamente responsabili e sul concetto di atto di frode*, in *Crisi di Impresa e Insolvenza* del 6 giugno 2021.

Più recentemente l’art. 184 l. fall. è stato richiamato, in quanto compatibile, anche per il c.d. “concordato semplificato” (che è un concordato per cessione dei beni) disciplinato dall’art. 18 d.l. 24 agosto 2021, n. 118, al quale può accedere chi è imprenditore, sia commerciale, sia agricolo, iscritto nel Registro delle imprese, che si trovi in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi [o l’insolvenza] (art. 2) e abbia preventivamente fatto ricorso all’istituto della “composizione negoziata” di cui agli artt. 5 ss.; di detti nuovi istituti non mi occuperò, se non per osservare che l’art. 18, oltre

Non mi occuperò, invece, dell'eventuale conversione del concordato preventivo della società in fallimento o (in futuro) in liquidazione giudiziale, alla quale seguirebbe la dichiarazione di fallimento dei soci illimitatamente responsabili a norma dell'art. 147 l. fall. o (in futuro) l'estensione della liquidazione giudiziale anche a detti soci a norma dell'art. 256 CCI, non senza ricordare peraltro che a norma dell'art. 12, comma 5, l. n. 3/2012 la sentenza di fallimento pronunciata (anche in caso di estensione ex art. 147 l. fall.) nei confronti del socio risolve l'eventuale "accordo" di composizione della crisi da sovraindebitamento nel frattempo raggiunto con i suoi creditori personali e omologato dal tribunale; mentre non trovo una disposizione analoga nel Codice della crisi e dell'insolvenza, in cui però, per un verso, è stabilito, nell'art. 72, comma 2 che il giudice può revocare l'omologazione anche d'ufficio qualora il piano sia divenuto "inattuabile" (come dovrebbe affermarsi in ipotesi di apertura della liquidazione giudiziale nei confronti del socio), ma, per un altro verso, nell'art. 267 (analogamente a quanto si legge nell'art. 154 l. fall.) è stabilito che, una volta aperta la liquidazione giudiziale della società e dei soci illimitatamente responsabili, ciascuno di questi può proporre un concordato ai creditori sociali e particolari concorrenti nella procedura aperta nei suoi confronti.

Tuttavia, in caso di conversione della procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento nei confronti del socio in fallimento la precedente procedura produce due effetti importanti (sempre a norma dell'art. 12, comma 5, l. n. 3/2012):

- a) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione dell'accordo omologato non sono soggetti all'azione revocatoria di cui all'art. 67 l. fall.;
- b) i crediti derivanti da finanziamenti effettuati in esecuzione o in funzione dell'accordo omologato sono prededucibili a norma dell'art. 111 l. fall.

Nel Codice della crisi e dell'insolvenza manca una disposizione analoga; quanto alle revocatorie, nell'art. 166, comma 3, lett. g) l'esenzione è prevista solo per i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti dal debitore alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso alle procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza; mentre quanto alla prededuzione è comunque possibile richiamarsi, più genericamente, all'art. 6, comma 2, per il quale la prededucibilità maturata in una procedura permane anche nell'ambito delle altre (esecutive o concorsuali).

Peraltro a norma dell'art. 14 l. n. 3/2012 (nonché dell'art. 72, comma 6, CCI) la revoca dell'omologazione non pregiudica i diritti acquistati dai terzi in buona fede.

Ciò precisato, occorre ricordare che tra i tanti interrogativi riguardanti il concordato

---

all'art. 184, richiama anche altre norme della legge fallimentare ed in particolare, per quanto qui può interessare, gli artt. 167, 168 e 169 l. fall., che disciplinano taluni effetti sostanziali del concordato preventivo per il debitore e per i creditori (manca invece un richiamo agli artt. 169-bis e 186-bis sui rapporti giuridici preesistenti); naturalmente anche una società con soci illimitatamente responsabili, che svolga attività commerciale o agricola, può ricorrere ai nuovi istituti; e dunque, ove svolga attività agricola, pur non essendo soggetta al fallimento, ben potrebbe avviare un percorso terapeutico che la condurrebbe, in caso di insuccesso, a beneficiare del "concordato semplificato": e questa è una rilevante novità per le società agricole, così come anche per tutte le imprese sotto soglia (art. 17 d.l. n. 118/2021), su cui cfr. A. MANCINI, *Le "imprese sotto soglia" nel d.l. 118/2021: interazioni con il sovraindebitamento*, in *Il Caso.it* del 1° settembre 2021; naturalmente, ove ciò accada, si porrebbe un problema di coordinamento fra il "concordato semplificato" della società con soci illimitatamente responsabili e l'eventuale procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento aperta nei confronti di uno o più soci, da risolvere peraltro anche tenendo conto delle indicazioni offerte nel testo, sia pure solo con riferimento agli effetti nei confronti del debitore e dei creditori.

preventivo, un'attenzione particolare è stata riservata anche a quello dell'ammissibilità o inammissibilità di un concordato preventivo dei soci "dipendente" dal concordato sociale, sul quale si sono scontrate in dottrina e in giurisprudenza due opinioni opposte<sup>3</sup>: la prima, favorevole o a riconoscere la possibilità per i soci illimitatamente responsabili di proporre un proprio concordato per la definizione dei rapporti obbligatori costituiti sia con i creditori sociali, sia con i creditori personali, analogamente a quanto dispone per il concordato fallimentare l'art. 154 l. fall.; oppure ad estendere ai patrimoni personali dei soci i vincoli di indisponibilità gravanti sulla società; e una seconda opinione, decisamente prevalente, contraria sia a riconoscere quella possibilità, sia ad estendere ai soci gli effetti sostanziali del concordato della società di cui agli artt. 167 ss. l. fall.

Tuttavia, anche escludendo che il concordato preventivo della società possa estendersi ai soci illimitatamente responsabili, restava da stabilire a quale strumento essi potessero ricorrere per ristrutturare il loro passivo (verso i creditori sociali, ma anche verso i creditori personali), prima che l'eventuale esito negativo del concordato conducesse la società al fallimento e che questo venisse esteso a loro a norma dell'art. 147 l. fall.; da qui il dibattito apertosi in dottrina ed in giurisprudenza dopo l'entrata in vigore della l. n. 3/2012 a proposito dell'applicabilità delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento ai soci illimitatamente responsabili di società ancora *in bonis*, in relazione all'interpretazione del secondo comma dell'art. 7, che la escludeva per chi "è soggetto a procedure concorsuali diverse" da quelle regolate dalla menzionata legge (lett. a)<sup>4</sup>, discutendosi appunto se tale locuzione fosse o meno riferibile anche a quei soci in quanto fallibili per estensione<sup>5</sup>.

Ora, a dirimere il dibattito, è intervenuto il legislatore (con il d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, art. 4-ter, comma 1, lett. a, conv. con modificazioni dalla l. 18 dicembre 2020, n. 176), per definire "consumatore" nell'art. 6, comma 2, lett. b) della l. n. 3/2012 (in linea con la definizione contenuta nell'art. 2, comma 1, lett. e, CCI) "la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta, anche se socio di una delle società appartenenti ad uno dei tipi regolati nei capi III, IV e VI del titolo V del libro quinto del codice civile, per i debiti estranei a quelli sociali": definizione che consentirebbe di affermare "la possibilità per il socio illimitatamente responsabile di accedere alle procedure riservate ai sovraindebitati (e non solo al piano del consumatore) anche se l'ente collettivo di cui fa parte è assoggettabile alle procedure maggiori"<sup>6</sup>.

Dunque già oggi, in caso di ammissione della società al concordato preventivo, il

---

<sup>3</sup> Per i riferimenti sul tema mi limito qui a rinviare a P.F. CENSONI, *Concordato preventivo di società in nome collettivo e apporto personale di un socio*, in *Fallimento*, 2021, 840 ss.

<sup>4</sup> Nel Codice della crisi e dell'insolvenza, nell'art. 2, comma 1, lett. c), richiamato dall'art. 65, comma 1, si fa riferimento ad "ogni altro debitore non assoggettabile alla liquidazione giudiziale ovvero a liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal codice civile o da leggi speciali per il caso di crisi o insolvenza".

<sup>5</sup> Sul tema cfr. da ultimo V. ZANICHELLI, *Il corposo restyling della legge sul sovraindebitamento*, in *Fallimento*, 2021, 441 ss., *ivi*, 443 ss., ove nota di ulteriori richiami cui si rinvia.

<sup>6</sup> Così V. ZANICHELLI, *Il corposo restyling*, cit., 443 s.; nel senso che in caso di sovraindebitamento il socio illimitatamente responsabile di una società di persone, nonostante la sua possibile fallibilità per estensione ex art. 147 l. fall., può fare accesso alla procedura di composizione della crisi mediante liquidazione del patrimonio prevista dalla l. n. 3/2012, cfr. Trib. Lecco, 5 gennaio 2021, in *Fallimento*, 2021, 572 s., ove ulteriori richiami.



socio illimitatamente responsabile – che non sia autonomamente un imprenditore commerciale soggetto a procedure concorsuali<sup>7</sup> – ha la possibilità di accedere ad una delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento con tutti i relativi effetti sostanziali e processuali, restando semmai da verificare, per un verso, se quel socio possa altresì limitare la proposta o il piano ai suoi debiti personali<sup>8</sup>, dal momento che, per quelli sociali, il concordato della società, una volta omologato e adempiuto, ha efficacia nei confronti dei soci illimitatamente responsabili, liberandoli “*salvo patto contrario*” (art. 184, comma 2, l. fall. e art. 117, comma 2, CCI); e, per un altro verso, come ovviare alla mancanza di qualunque coordinamento fra la procedura sociale e quella personale, sia quanto a taluni aspetti organizzativi (ad esempio agli organi o alla formazione delle maggioranze dei creditori concorrenti sui vari patrimoni), sia quanto agli effetti sostanziali (per il debitore, per i creditori, per i terzi o sui rapporti pendenti), tanto più se, in futuro, venga riconosciuta anche al socio illimitatamente responsabile in stato di sovraindebitamento (ma non autonomamente assoggettabile alla liquidazione giudiziale ex art. 2, comma 1, lett. c), d), e) la facoltà di “*formulare ai creditori una proposta di concordato minore, quando consente di proseguire l’attività imprenditoriale o professionale*” da lui (eventualmente) svolta; o “*quando è previsto l’apporto di risorse esterne che aumentino in misura apprezzabile la soddisfazione dei creditori*” (art. 74, commi 1 e 2, CCI)<sup>9</sup>: “concordato minore” che a sua volta è retto in parte da regole specifiche (artt. 75 ss. CCI) e in parte mediante un richiamo espresso alle disposizioni sul concordato preventivo “*in quanto compatibili*” (art. 74, commi 3 e 4, CCI).

2. *Gli effetti nei confronti del socio.* – Analogamente a quanto per il concordato preventivo dispongono sia l’art. 167, comma 2, l. fall., sia l’art. 94, comma 2, CCI, anche nella procedura di composizione concordata delle crisi da sovraindebitamento è previsto che a decorrere dalla data del decreto di apertura (e sino alla data di omologazione dell’accordo) il debitore non può compiere atti di straordinaria amministrazione senza l’autorizzazione del giudice; se compiuti, tali atti sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al momento in cui è stata eseguita la pubblicità del decreto di apertura (art. 10, comma 3-*bis*, l. n. 3/2012); e può ammettersi che detta regola valga anche per il piano del consumatore, ancorché una disposizione simile sia prevista solo dopo l’omologazione dall’art. 13, comma 4, l. n. 3/2012 (non per tutti gli atti di straordinaria amministrazione, ma unicamente) per “i pagamenti e gli atti dispositivi dei beni posti in essere in violazione dell’accordo o del piano del consumatore”.

Comunque se ne desume che il debitore durante i procedimenti in esame conserva

<sup>7</sup> Ma se imprenditore, commerciale o agricolo, sopra o sotto soglia, può ricorrere – come detto in nota 2 – alla “composizione negoziata” e poi al c.d. “concordato semplificato” ex d.l. n. 118/2021.

<sup>8</sup> Sul tema cfr. anche V. ZANICHELLI, *Il corposo restyling*, cit., 444 s.; nonché G. FAUCEGLIA, *La legislazione in tempo di pandemia*, cit., 443, secondo cui distinguere tra debiti personali del socio e debiti assunti nella sua qualità nel contesto dell’attività sociale resta circostanza “di difficile individuazione pratica”.

<sup>9</sup> In verità il testo della norma è concepito in modo ambiguo: il primo comma sembrerebbe limitare l’istituto a chi svolge un’attività imprenditoriale o professionale destinata a “proseguire” (“escluso il consumatore”), ma poi il secondo comma sembrerebbe estenderne l’utilizzazione (“fuori dai casi previsti dal comma 1”) quando è previsto l’apporto di apprezzabili risorse esterne, anche indipendentemente dall’esercizio di un’attività imprenditoriale o professionale.

l'amministrazione ordinaria dei suoi beni sotto la vigilanza dell'Organismo di composizione della crisi (OCC), che assume un ruolo analogo a quello del commissario giudiziale<sup>10</sup>, salvo dover constatare che la proposta di accordo o il piano del consumatore possono anche prevedere l'affidamento del patrimonio del debitore, per la liquidazione, la custodia e la distribuzione del ricavato ai creditori, ad un gestore, nominato dal giudice fra i professionisti in possesso dei requisiti di cui all'art. 28 l. fall. (art. 7, comma 1, l. n. 3/2012); nulla impedisce di ritenere che il debitore medesimo possa utilizzare detta previsione sin dal momento dell'apertura del procedimento, di fatto spogliandosi del potere di amministrare il suo patrimonio<sup>11</sup>.

Anche nel Codice della crisi e dell'insolvenza l'art. 70.4 per il piano del consumatore pone il divieto di compimento degli atti di straordinaria amministrazione ove non previamente autorizzati dal giudice e l'art. 78, comma 5 per il c.d. "concordato minore" prevede che "gli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione compiuti senza l'autorizzazione del giudice sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al momento in cui è stata eseguita la pubblicità del decreto" di apertura del procedimento; quindi ancora una volta se ne deduce che il debitore conserva i poteri di ordinaria amministrazione sotto la vigilanza del gestore della crisi; ma qui con due ulteriori corollari.

Il primo dipende dal richiamo integrativo ("per quanto non specificamente previsto"), contenuto nel secondo comma dell'art. 65 CCI, alle disposizioni del Titolo III (artt. da 26 a 55), salvo il vaglio di compatibilità ("in quanto compatibili"); in particolare le disposizioni richiamate riguardano anche l'accesso alle procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza (Capo IV) e dunque anche la disciplina delle misure cautelari e protettive, di cui agli artt. 54 e 55 (Sezione III); che però, per un verso, si adattano meglio alle procedure *ivi* espressamente menzionate: liquidazione giudiziale, concordato preventivo, accordi di ristrutturazione, piano di ristrutturazione soggetto a omologazione; ma, per un altro verso, soddisfano esigenze comuni a tutti i procedimenti per l'accesso a una delle procedure di regolazione della crisi (art. 40), come l'imposizione di vincoli ai poteri di amministrazione del debitore, conformemente alla disposizione dell'art. 7, comma 1, l. n. 3/2012, o come il divieto di azioni esecutive e cautelari, di cui *infra*.

Il secondo corollario dipende a sua volta dal richiamo integrativo – contenuto nel quarto comma dell'art. 74 CCI, a proposito del c.d. "concordato minore" – alle disposizioni del Capo III del Titolo IV (artt. da 84 a 120), che disciplinano il concordato preventivo, salvo il solito vaglio di compatibilità ("in quanto compatibili"), comprese quelle relative agli effetti rispetto al debitore, ai creditori o ai rapporti giuridici preesistenti, ma senza escludere anche quelle relative alle misure conservative o cautelari previste per l'accesso al procedimento (artt. 54 e 55).

I menzionati (generici) richiami (ma non sono gli unici) finiranno certamente per

---

<sup>10</sup> Come enunciato espressamente nell'art. 65, comma 3, CCI.

<sup>11</sup> È poi opportuno osservare, con riferimento al Codice della crisi e dell'insolvenza, che a norma dell'art. 70, comma 8 la sentenza di omologa del piano è impugnabile ai sensi dell'art. 51, il quale peraltro nel quarto comma stabilisce che il reclamo alla corte di appello "non sospende l'efficacia della sentenza, salvo quanto previsto dall'articolo 52"; a sua volta quest'ultima disposizione, nei primi due commi, attribuisce fra l'altro alla corte, su richiesta di parte e quando ricorrono gravi e fondati motivi, significativi poteri gestori, quali la sospensione di atti di liquidazione dell'attivo o di altri atti di gestione o l'inibitoria dell'attuazione del piano o dei pagamenti; o il potere di "disporre le opportune tutele per i creditori e per la continuità aziendale"; di fronte al doppio richiamo di cui sopra è possibile ritenere che quei poteri spettino alla corte anche nell'ambito delle procedure qui esaminate.

generare in futuro molte incertezze interpretative, di cui il legislatore si è frettolosamente lavato le mani, demandando ai giudici il compito di verificare in concreto, nelle singole fattispecie, la “compatibilità” delle discipline richiamate rispetto a quella specifica degli strumenti di composizione concordata delle crisi da sovraindebitamento.

Ciò detto, quanto agli effetti per la società, ammessa al concordato preventivo, e per il socio o i soci illimitatamente responsabili, ammessi alle menzionate procedure di composizione concordata delle crisi, l’eventuale coesistenza dei procedimenti non incide in modo significativo sul quadro complessivo dei rispettivi poteri gestori, limitati – come si è constatato – agli atti di amministrazione ordinaria, ma nel rispetto della piena autonomia delle regole che li disciplinano e degli Organi che assistono e controllano i ricorrenti; ma è soprattutto il loro coordinamento che non appare del tutto agevole, soprattutto quando quei procedimenti vengano aperti davanti a tribunali differenti: cosa ben possibile sia in applicazione della legge fallimentare<sup>12</sup> e della l. n. 3/2012<sup>13</sup>, sia in applicazione del Codice della crisi e dell’insolvenza<sup>14</sup>.

Consequentemente il socio illimitatamente responsabile di una società di persone che abbia anche poteri di amministrazione della società, pur nell’ambito della gestione ordinaria, sarà soggetto ad una duplice vigilanza di Organi diversi, da esercitarsi secondo criteri anch’essi diversi, ad esempio in relazione alle dimensioni dei patrimoni amministrati: quella del commissario giudiziale per gli atti relativi alla società; quella dell’OCC (o di altro commissario giudiziale nei casi di cui all’art. 78, comma 2-bis, CCI) per gli atti relativi al suo patrimonio personale; non potendo disporre liberamente di questo, destinato a garantire (oramai in modo concorsuale) sia i creditori personali, sia quelli sociali (il cui trattamento è appunto oggetto del concordato sociale), difficilmente, per finanziare l’iniziativa della società, il socio potrà destinare risorse che peserebbero negativamente sul soddisfacimento dei creditori personali, ad esempio ricorrendo al “patto contrario” alla sua liberazione per la parte di debiti sociali eccedente la percentuale concordataria (art. 184, comma 2, l. fall., analogo all’art. 153, comma 1, l. fall., e art. 117, comma 2, CCI), oppure offrendo garanzie (reali) per il pagamento ai creditori sociali della percentuale promessa dalla società, ancorché i creditori personali debbano valutare attentamente in qual modo possa realizzarsi un’equilibrata composizione del potenziale conflitto di interessi fra categorie di creditori, sociali e personali, dal momento che, almeno nel caso del concordato liquidatorio, la semplice offerta dei beni sociali, non accompagnata da quella dei beni (o di parte dei beni) dei soci o da altre garanzie, potrebbe rendere la proposta poco appetibile per i creditori sociali, il cui voto contrario, con la conseguente apertura del fallimento/liquidazione giudiziale della società e dei soci in estensione (artt. 147 l. fall. e 256 CCI), finirebbe per travolgere i procedimenti promossi dai singoli soci (a norma dell’art. 12, comma 5, l. n. 3/2012)<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> Il tribunale del luogo in cui l’impresa ha la propria sede principale (art. 161, comma 1).

<sup>13</sup> Il tribunale del luogo di residenza o sede principale del debitore (art. 9, comma 1).

<sup>14</sup> Il tribunale nel cui circondario il debitore ha il centro degli interessi principali (artt. 27, commi 2 e 3 e 68, comma 1): per la società e per il socio persona fisica che esercita attività d’impresa, sede legale o effettiva; per il socio persona fisica che non esercita attività d’impresa, luogo di residenza o domicilio.

<sup>15</sup> Con la possibilità per il curatore di aggredire con l’azione revocatoria gli atti pregiudizievoli compiuti dal socio o sul patrimonio del socio (ma non quelli posti in essere in esecuzione dell’accordo); la disposizione di cui all’art. 12, comma 5, l. n. 3/2012 non mi risulta ripetuta nel CCI, ma mi pare desumibile dal coordinamento fra l’art. 2, comma 1, lett. c) e l’art. 256 CCI.

Tuttavia, dal momento che per gli atti compiuti dal socio in nome e per conto della società lo stesso risponde illimitatamente e solidalmente con il suo patrimonio personale, non può aprioristicamente escludersi una divergenza di giudizi fra gli Organi delle due procedure (non solo sull'opportunità di questo o quell'atto, ma anche) sulla loro natura di ordinaria o straordinaria amministrazione, se non addirittura sulla loro natura più o meno pregiudizievole o fraudolenta; ove ciò accada, le conseguenze dell'eventuale conflitto sarebbero da valutare attentamente, ma mi pare certo che la conversione del concordato sociale in fallimento/liquidazione giudiziale finirebbe comunque per travolgere il procedimento individuale di composizione della crisi aperto nei confronti del socio, indipendentemente dalla diversa opinione degli Organi di questo.

3. *Gli effetti nei confronti dei creditori e dei terzi.* – Decisamente più importanti (e intriganti) sono gli effetti delle procedure di composizione assistita delle crisi da sovraindebitamento per i creditori ed in generale per i terzi.

Qui occorre partire dalle disposizioni dell'art. 10, comma 5 e 12-*bis*, comma 7, l. n. 3/2012, secondo cui tanto il decreto di apertura del procedimento (per l'accordo), quanto quello di omologazione (per il piano del consumatore) "deve intendersi equiparato all'atto di pignoramento", da cui può agevolmente desumersi che da quei momenti (o da quelli delle relative pubblicità) il patrimonio del debitore è destinato al soddisfacimento dei suoi creditori nei modi previsti dall'accordo o dal piano, con conseguente applicazione degli effetti sostanziali del pignoramento (artt. 2913 ss. c.c.), anche quanto all'antioriorità delle formalità necessarie per rendere gli atti (o le domande giudiziali) opponibili ai terzi, analogamente (ma in modo più esplicito) a ciò che dispongono l'art. 45 l. fall. (richiamato per il concordato preventivo dall'art. 169, comma 1, l. fall.) ed ora anche l'art. 145 CCI (richiamato dall'art. 96 CCI).

L'affermazione è talmente radicale ("deve intendersi equiparato") da non lasciare margini di dubbio sull'inopponibilità alla massa creditoria di eventuali iniziative esecutive o cautelari promosse successivamente a quei momenti da singoli creditori, anche indipendentemente da un più generico divieto di azioni esecutive o cautelari.

Per la verità sorprende che delle due disposizioni di cui sopra non ci sia traccia nel Codice della crisi e dell'insolvenza, salva solo l'ipotesi del c.d. "concordato minore", ove si ritenga applicabile ad esso l'art. 96 CCI (e dunque anche l'art. 145 CCI) in virtù del generico richiamo contenuto nell'art. 74, comma 4, CCI alle disposizioni che disciplinano il concordato preventivo "in quanto compatibili".

Come noto, nella Legge fallimentare la disciplina degli effetti del concordato preventivo per i creditori concorsuali è essenzialmente (ma non esclusivamente) contenuta negli artt. 168 e 169, che prevedono:

- a) il divieto di azioni esecutive o cautelari anche in corso;
- b) la sospensione delle prescrizioni che sarebbero interrotte dagli atti esecutivi o cautelari e la soppressione delle decadenze;
- c) l'inefficacia *ex lege* delle ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni precedenti l'avvio del procedimento, oltre che dell'acquisizione di diritti di prelazione non autorizzati dal giudice delegato;
- d) la c.d. "liquidazione del passivo" come disposta per il fallimento (artt. 55 ss. l. fall.).

Norme in parte simili sono disposte per l'accordo di composizione delle crisi da sovraindebitamento e per il piano del consumatore nella l. n. 3/2012; in particolare:

A) quanto al divieto di azioni esecutive o cautelari, con il decreto di apertura del procedimento di composizione concordata della crisi il giudice dispone che, sino al momento in cui il provvedimento di omologazione sia diventato definitivo, non possono, sotto pena di nullità, essere iniziate o proseguite azioni esecutive individuali, né disposti sequestri conservativi, né acquistati (neppure con l'autorizzazione del giudice) diritti di prelazione sul patrimonio del debitore che ha presentato la proposta di accordo, da parte dei creditori aventi titolo o causa anteriore (art. 10, comma 2, lett. c); una disposizione in parte analoga è prevista anche per il piano del consumatore dall'art. 12-*bis*, comma 2, secondo cui, quando, nelle more della convocazione dei creditori, la prosecuzione di specifici procedimenti di esecuzione forzata potrebbe pregiudicare la fattibilità del piano, il giudice, con lo stesso decreto, può disporre la sospensione degli stessi sino al momento in cui il provvedimento di omologazione sia diventato definitivo.

Fra le due ipotesi, però, vi è una differenza importante: nella prima il divieto, pur necessariamente enunciato nel decreto, è generale e non ammette deroghe, se non per i titolari dei crediti impignorabili; nella seconda ipotesi il provvedimento (di mera sospensione dei procedimenti esecutivi in corso) è discrezionale e condizionato (all'eventuale pregiudizio alla fattibilità del piano), ma solo fino al momento in cui il provvedimento di omologazione sia diventato definitivo, perché poi il divieto torna ad essere generale, a norma dell'art. 12-*ter*, comma 1, secondo cui i creditori con causa o titolo anteriore non possono iniziare o proseguire azioni esecutive individuali o cautelari, né acquistare diritti di prelazione sul patrimonio del debitore che ha presentato la proposta di piano; a loro volta i creditori con causa o titolo posteriore non possono procedere esecutivamente sui beni oggetto del piano (art. 12-*ter*, comma 2).

B) quanto alle prescrizioni e alle decadenze, anche qui, per l'accordo, le prime rimangono sospese e le seconde non si verificano, dal decreto di apertura al momento in cui il provvedimento di omologazione sia diventato definitivo (art. 10, comma 4); ma nulla di simile è previsto per il piano del consumatore, di cui il legislatore sembra essersi dimenticato.

C) quanto poi agli effetti di cui all'art. 168, comma 3, seconda proposizione l. fall. (inefficacia delle ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni precedenti l'iscrizione nel registro delle imprese del ricorso introduttivo) e a quelli di cui all'art. 169 l. fall. (c.d. "liquidazione del passivo"), manca qualunque previsione sia con riferimento all'accordo di composizione della crisi, sia con riferimento al piano del consumatore, pur tuttavia con due eccezioni: la prima è quella relativa all'equiparazione del decreto di apertura del procedimento (nell'accordo) o del decreto di omologazione (nel piano del consumatore) all'atto di pignoramento (v. *supra*), da cui dovrebbe discendere anche l'applicabilità dell'art. 2916 c.c. sull'inopponibilità delle ipoteche iscritte dopo il pignoramento; la seconda è quella enunciata nell'art. 9, comma 3-*quater*, l. n. 3/2012, secondo cui – analogamente alla disciplina dell'art. 55, comma 1, l. fall., richiamato dall'art. 169 l. fall. per il concordato preventivo – il deposito della proposta di accordo o di piano del consumatore sospende, ai soli effetti del concorso, il corso degli interessi convenzionali o legali, a meno che i crediti non siano garantiti da ipoteca, pegno o privilegio, salvo quanto previsto dagli artt. 2749, 2788 e 2855, commi 2 e 3, c.c.

Ne consegue, in sintesi, che in caso di concorso di procedure (concordato preventivo della società e uno o più procedimenti di composizione delle crisi da sovraindebitamento dei soci)<sup>16</sup>, ciascuna davanti al proprio tribunale competente e con i propri organi, solo alcuni effetti per i creditori sono disciplinati da regole identiche o simili; e se, per un verso, è vero che il concordato preventivo della società, salvo patto contrario, ha efficacia nei confronti dei soci illimitatamente responsabili, cosicché, una volta soddisfatti in quella sede, i creditori sociali non possono vantare ulteriori pretese nei confronti di detti soci (art. 184, comma 2, l. fall.), ai quali è concesso di regolare autonomamente (anche) “i debiti estranei a quelli sociali” a mezzo degli strumenti disciplinati dalla l. n. 3/2012 (art. 6, comma 2, lett. b), è anche vero per altro verso che i creditori sociali, fino al momento in cui non saranno stati soddisfatti dal concordato della società, non perdono le garanzie dei loro crediti sui patrimoni dei soci illimitatamente responsabili, fermo restando che già a norma dell’art. 2304 c.c. i creditori sociali non possono pretendere il pagamento dai singoli soci, se non dopo l’escussione del patrimonio sociale (inibita in pendenza del concordato della società), né possono dunque agire esecutivamente sui loro patrimoni personali fintanto che il concordato sociale non venga approvato, omologato ed eseguito, indipendentemente da eventuali divieti combinati all’interno delle singole procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento, mentre – a sua volta – al creditore personale del socio resta inibito chiedere la liquidazione della quota del suo debitore (art. 2305 c.c.) o esercitare gli altri poteri previsti dall’art. 2270, comma 1, c.c., se confliggenti con i divieti ai quali si è accennato.

Fintanto che il concordato sociale non venga (quanto meno) approvato e omologato, i creditori sociali non possono essere totalmente pretermessi nell’accordo di composizione della crisi da sovraindebitamento o nel piano di ogni singolo socio illimitatamente responsabile, anche ai fini del voto, ancorché quanto al loro soddisfacimento sia possibile limitarsi a far riferimento al piano sociale di ristrutturazione, ma non senza qualche difficoltà di fronte alla constatazione che, ad esempio, nel primo procedimento i crediti vengono tutti “liquidati” nei modi stabiliti – come nel fallimento – secondo i principi di cui agli artt. 55 ss. l. fall.; negli altri no, mantenendo la loro originaria conformazione.

Insomma, il legislatore ben avrebbe potuto (o dovuto) dettare in modo più adeguato (almeno) alcune regole di coordinamento fra procedure così diverse, in sede di revisione complessiva della materia nel Codice della crisi e dell’insolvenza, in cui il quadro si presenta, se possibile, ancor più complicato.

Lì infatti la disciplina degli effetti del concordato preventivo per i creditori concorsuali è essenzialmente (ma non esclusivamente) contenuta negli artt. 46, comma 5, 54, comma 2, 55 e 96, che prevedono:

a) un divieto di azioni esecutive o cautelari anche in corso, ma solo se il debitore ne ha fatto richiesta nella domanda introduttiva e solo per il periodo di tempo (non superiore a quattro mesi) determinato dal giudice (artt. 54, comma 2 e 55, comma 3);

b) la sospensione delle prescrizioni e la soppressione delle decadenze (art. 54, comma 2, seconda proposizione);

---

<sup>16</sup> D’altra parte anche il legislatore delegante della riforma, nell’art. 9, comma 1, lett. a) l. delega n. 155/2017, aveva chiesto di comprendere nella procedura di sovraindebitamento “i soci illimitatamente responsabili e individuare criteri di coordinamento nella gestione delle procedure per sovraindebitamento riguardanti più membri della stessa famiglia”.

c) l'inefficacia *ex lege* tanto delle ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni precedenti l'avvio del procedimento, quanto dell'acquisizione di diritti di prelazione non autorizzati dal giudice delegato (art. 46, comma 5);

d) la c.d. "liquidazione del passivo" (art. 96).

Da un confronto anche superficiale emerge con immediatezza una differenza non da poco, quanto agli effetti del primo tipo (a proposito delle azioni esecutive o cautelari individuali): in passato il divieto derivava direttamente dalla legge ed era assoluto, salvo il caso previsto dall'art. 4 d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170 in materia di contratti di garanzia finanziaria; nel Codice della crisi e dell'insolvenza, in sintesi, se il debitore omette di chiedere le menzionate "misure protettive", i creditori sembrerebbero mantenere la facoltà di avviare azioni individuali sul suo patrimonio o di proseguire quelle già avviate in precedenza, al fine di soddisfarsi coattivamente, con il rischio che venga compromessa la stessa progettazione del piano concordatario e l'eventuale continuità aziendale (ad esempio, quando un pignoramento colpisca beni, mobili o immobili, essenziali per la prosecuzione dell'attività); e il medesimo esito potrebbe riproducersi anche nell'ipotesi che il debitore abbia chiesto quelle misure, ma poi il tribunale le abbia revocate o sia decorso inutilmente il termine (di trenta giorni dall'iscrizione della domanda nel registro delle imprese) per provvedere (con conseguente cessazione degli effetti protettivi); così come nell'ipotesi che il tribunale le abbia sì confermate, ma con fissazione di una durata massima (come detto, non superiore a quattro mesi, salvo proroghe), poi consumata nel corso del procedimento concordatario<sup>17</sup>.

La conclusione in verità appare talmente aberrante (per la violazione che ne seguirebbe al principio fondante delle procedure concorsuali, quello della *par condicio creditorum*) da far preferire l'opinione che si sia trattato di una mera svista del legislatore, peraltro in clamoroso conflitto con la perdurante equiparazione della domanda di accesso al concordato preventivo al provvedimento di apertura della liquidazione giudiziale (e quindi all'atto di pignoramento) a norma degli artt. 96 e 145 CCI.

Venendo ora alla nuova disciplina delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento, a parte quanto si è già constatato a proposito del richiamo nell'art. 65, comma 2, CCI alle disposizioni del Titolo III (quindi agli artt. da 26 a 55) applicabili "in quanto compatibili" alla fase di apertura di quelle, occorre sottolineare il fatto che per esse non è stata ripetuta l'equiparazione del decreto di apertura all'atto di pignoramento (artt. 10, comma 5 e 12-*bis*, comma 7, l. n. 3/2012) e non c'è la possibilità di rimediare ricorrendo agli artt. 96 e 145 CCI, se non per il c.d. "concordato minore", dato il richiamo solo per quest'ultimo alla disciplina del concordato preventivo, in quanto compatibile (art. 74, comma 4, CCI), ma per il quale comunque l'art. 78, comma 2, lett. d) precisa che, su istanza del debitore, il giudice dispone che, sino al momento in cui il provvedimento di omologazione diventa definitivo, non possono, sotto pena di nullità, essere iniziate o proseguite azioni esecutive individuali, né disposti sequestri conservativi, né acquistati diritti di prelazione sul patrimonio del debitore da parte dei creditori aventi titolo o causa anteriore.

<sup>17</sup> Sul tema mi limito a rinviare a P.F. CENSONI, "Gli effetti del concordato preventivo nei confronti dei creditori dalla legge fallimentare al Codice della crisi e dell'insolvenza", in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 28 maggio 2019; e più recentemente a A. DIMUNDO, *Effetti del concordato preventivo per i creditori nel CCII*, in *Fallimento*, 2021, 1033 ss.

È però vero che per la proposta e per il piano del consumatore, a norma dell'art. 70, commi 4, 5 e 10, CCI, con il decreto di apertura del procedimento, il giudice, su istanza del ricorrente, può disporre quanto meno la sospensione dei procedimenti di esecuzione forzata che potrebbero pregiudicare la fattibilità del piano e può altresì disporre il divieto di azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore, nonché le altre misure idonee a conservare l'integrità del patrimonio fino alla conclusione del procedimento: misure protettive che sono revocabili su istanza dei creditori, o anche d'ufficio, in caso di atti in frode; e diventano inefficaci in caso di diniego dell'omologazione (salva l'apertura consecutiva della procedura liquidatoria), così come analogamente dispone per il c.d. "concordato minore" l'art. 80, commi 5 e 6, CCI.

4. *Gli effetti sui rapporti giuridici preesistenti.* – A differenza da ciò che è previsto in caso di concordato preventivo dagli artt. 169-*bis* e 186-*bis* l. fall., ma ora anche dagli artt. 97 e 95 CCI, in quello delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento tanto nella l. n. 3/2012, quanto nel Codice della crisi e dell'insolvenza manca l'enunciazione di regole generali relativamente alla sorte dei contratti a prestazioni corrispettive "ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti nelle prestazioni principali da entrambe le parti" al momento dell'apertura del procedimento<sup>18</sup>, con la solita eccezione del c.d. "concordato minore" dato il richiamo solo per quest'ultimo alla disciplina del concordato preventivo, in quanto compatibile (art. 74, comma 4, CCI)<sup>19</sup>.

Le uniche previsioni in materia sono quelle che riguardano alcuni specifici contratti di finanziamento; in particolare:

(i) l'art. 8, comma 1-*ter*, l. n. 3/2012 (introdotto dall'art. 4-*ter* d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, conv. dalla l. 18 dicembre 2020, n. 176), nonché l'art. 67, comma 5, CCI, secondo cui l'accordo o il piano del consumatore possono prevedere anche il rimborso, alla scadenza convenuta, delle rate a scadere del contratto di mutuo garantito da ipoteca iscritta sull'abitazione principale del debitore, se lo stesso, alla data del deposito della domanda, ha adempiuto le proprie obbligazioni o se il giudice lo autorizza al pagamento del debito per capitale ed interessi scaduto a tale data;

(ii) l'art. 8, comma 1-*quater*, l. n. 3/2012 (pure introdotto dall'art. 4-*ter* d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, conv. dalla l. 18 dicembre 2020, n. 176), secondo cui, quando l'accordo è proposto da un soggetto che non è consumatore e contempla la continuazione

---

<sup>18</sup> Non così, invece, per la "liquidazione controllata" nella nuova disciplina contenuta nel Codice della crisi e delle imprese, il cui art. 270, comma 6 stabilisce che "se un contratto è ancora ineseguito o non compiutamente eseguito nelle prestazioni principali da entrambe le parti al momento in cui è aperta la procedura di liquidazione controllata, l'esecuzione del contratto rimane sospesa fino a quando il liquidatore, sentito il debitore, dichiara di subentrare nel contratto in luogo del predetto debitore, assumendo, a decorrere dalla data del subentro, tutti i relativi obblighi, ovvero di sciogliersi dal medesimo salvo che, nei contratti ad effetti reali, sia già avvenuto il trasferimento del diritto. Il contraente può mettere in mora il liquidatore, facendogli assegnare dal giudice delegato un termine non superiore a sessanta giorni, decorso il quale il contratto si intende sciolto. In caso di prosecuzione del contratto, sono prededucibili soltanto i crediti maturati nel corso della procedura. In caso di scioglimento del contratto, il contraente ha diritto di far valere nel passivo della liquidazione controllata il credito conseguente al mancato adempimento, senza che gli sia dovuto risarcimento del danno".

<sup>19</sup> Si noti che gli artt. 169-*bis* e 186-*bis* l. fall. non sono stati richiamati neppure per il c.d. "concordato semplificato" di cui all'art. 18 d.l. n. 118/2021, così come gli artt. 97 e 95, CCI non sono stati richiamati nell'art. 25-*sexies*, comma 2, CCI.



dell'attività aziendale, è possibile prevedere il rimborso, alla scadenza convenuta, delle rate a scadere del contratto di mutuo con garanzia reale gravante su beni strumentali all'esercizio dell'impresa se il debitore, alla data della presentazione della proposta di accordo, ha adempiuto le proprie obbligazioni o se il giudice lo autorizza al pagamento del debito per capitale ed interessi scaduto a tale data; l'organismo di composizione della crisi attesta che il credito garantito potrebbe essere soddisfatto integralmente con il ricavato della liquidazione del bene effettuata a valore di mercato e che il rimborso delle rate a scadere non lede i diritti degli altri creditori: disposizione identica sia a quella del sesto comma dell'art. 182-*quinquies* l. fall. (introdotto dall'art. 20 d.l. n. 118/2021) e a quella dell'art. 100, comma 2, CCI, che riguardano il concordato preventivo<sup>20</sup>, sia a quella dell'art. 75, comma 3, CCI per il c.d. "concordato minore", quando è prevista la continuazione dell'attività aziendale.

Ora – senza entrare nel merito dell'opportunità di una simile disposizione di favore, che in qualche caso potrebbe effettivamente tornare utile a beneficio della continuità aziendale – a me pare peraltro che, se è prevedibile che il credito dell'ente mutuante (munito di garanzia reale) possa comunque essere soddisfatto per intero con il ricavato della liquidazione del bene ("a valore di mercato"), un rischio di lesione dei diritti di altri creditori quanto al soddisfacimento di quel credito fuori dal concorso non potrebbe porsi che con riferimento a quelli che avessero sul bene gravato da garanzia un diritto prioritario o equivalente; e potrebbe avere un senso ove controbilanciata dalla contestuale liberazione dei beni gravati, appunto in quanto "strumentali all'esercizio dell'impresa"; ma la norma non pone tale condizione e dunque deve supporre che a fronte della menzionata deroga quei beni restino destinati a garantire il mutuante fino al rimborso dell'ultima rata.

E tuttavia, ove detti beni vengano successivamente liquidati e dalla liquidazione risulti una somma inferiore a quella preventivata, resta pur sempre da decidere se il mutuante abbia diritto di trattenere le somme ricevute o se piuttosto ne nasca un'azione di ripetizione nei suoi confronti per la parte lesiva dei "diritti degli altri creditori".

Comunque, più in generale, a differenza dalla società in concordato preventivo, che ha la possibilità di liberarsi dei contratti non convenienti o incompatibili con l'esecuzione o la fattibilità del suo piano di ristrutturazione, il socio illimitatamente responsabile può farlo nell'ambito del procedimento che lo riguarda solo qualora, dopo l'entrata in vigore del Codice della crisi e dell'insolvenza, opti per il c.d. "concordato minore", nel quale – come detto – dovrebbero ritenersi applicabili, a norma dall'art. 74, comma 4, anche i principi generali sui rapporti pendenti enunciati per il concordato preventivo nell'art. 97.

Resterebbe tuttavia da stabilire che cosa accada nei casi in cui l'impegno contrattuale nei confronti del contraente *in bonis* sia stato assunto sia dalla società che dal socio, non potendo il rapporto sciogliersi per l'una e continuare per l'altro.

---

<sup>20</sup> Quando è prevista la continuazione dell'attività aziendale, la disciplina relativa all'autorizzazione al pagamento di debiti pregressi "si applica, in deroga al disposto dell'articolo 154, comma 2, al rimborso, alla scadenza convenuta, delle rate a scadere del contratto di mutuo con garanzia reale gravante su beni strumentali all'esercizio dell'impresa se il debitore, alla data della presentazione della domanda di concordato, ha adempiuto le proprie obbligazioni o se il tribunale lo autorizza al pagamento del debito per capitale ed interessi scaduto a tale data. Il professionista indipendente attesta anche che il credito garantito potrebbe essere soddisfatto integralmente con il ricavato della liquidazione del bene effettuata a valore di mercato e che il rimborso delle rate a scadere non lede i diritti degli altri creditori".

# GESTIONE E PROTEZIONE DEL PATRIMONIO E DELL'IMPRESA NELLA COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI (RIFLESSIONI A MARGINE DELL'EVOLUZIONE DEL SISTEMA)

di Luca Boggio

SOMMARIO: 1. La composizione negoziata nel sistema delle procedure di regolazione dalla crisi e dell'insolvenza: note introduttive. – 2. Duplicità funzionale della composizione negoziata: la possibilità di *pre-packaged strategies*. – 3. La composizione negoziata e la composizione assistita (ormai abrogato): confronto paradigmatico. – 4. La composizione negoziata in comparazione con altre esperienze europee di mediazione pre-concorsuale. – 5. La composizione negoziata rispetto agli obblighi derivanti dalla Direttiva UE n. 1023/2019. – 6. Interessi protetti e finalità della composizione negoziata nel quadro sistematico. – 7. Misure protettive e cautelari ed evoluzione della disciplina. – 8. (*Segue*): le ulteriori evoluzioni con e del c.c.i.i. – 9. La composizione negoziata e doveri relativi alla gestione dell'impresa. – 10. Ricorso alle misure protettive e cautelari, gestione delle “difficoltà” e *pre-packaged strategies*.

1. *La composizione negoziata nel sistema delle procedure di regolazione dalla crisi e dell'insolvenza: note introduttive.* – Tra necessità del sistema economico, obblighi eurounitari, concorrenza tra ordinamenti e suggestioni comparatistiche infin è entrato nella cassetta degli attrezzi degli operatori italiani anche un procedimento di mediazione pre-concorsuale diretto a verificare, nel contraddittorio con i principali *stakeholders* ed in un contesto “relativamente protetto”, la concretezza delle possibilità di prevenire o risolvere la crisi o l'insolvenza di un'impresa<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Molti sono gli studi pubblicati sul tema nel panorama internazionale, ma non sono mancate neppure le raccomandazioni alle istituzioni eurounitarie da parte dei gruppi di esperti come la *Recommendation 1.09* dello *European Law Institute* pubblicata in ELI, *Rescue of Business in Insolvency Law*, Wien, 2017, 22. Tra i tanti studi si ricordano, in particolare, MEIER, *Mediation and Negotiation in a Court or in an Out-of-Court Reorganization Procedure*, in *The Challenges of Insolvency Law reform in the 21st Century: facilitating Investment and Recovery to enhance Economic Growth*, a cura di PETER, Zürich, 2006, 292 ss.; ELDENMÜLLER-GRIFFITHS, *Mediation in Cross Border Insolvency Procedures. The practitioner's resort of choice in disputes concerning insolvent undertakings*, 2009, accessibile all'indirizzo <http://www.gforensics.com/resources/CrossBorderMediation.pdf>; PRATS, *La mediación en el pre-concurso*, in *Rev. Med.*, 2014, 70 ss.; WESSELS, *Mediation in Restructuring and Insolvency*, in *Europhenix*, 2016, Spring, 24 s.; CARBALLO PIÑEIRO-FACH GÓMEZ, *Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview*, in *Trans. Disp. Man.*, 2017, 4; GALANTI L., *The Role of Mediation in the New EU Approach to Insolvency*, *ibidem*, 4; LUCARELLI-FORESTIERI, *The Three Targets of Insolvency Mediation: Dispute Resolution, Agreement Facilitation, Corporate Distress Management*, *ibidem*, 4; MOCHEVA-SHAH, *Mediation in the Context of (Approaching) Insolvency: A Review on the Global Upswing*, *ibidem*; KUMAR-KOH, *Court-ordered Mediation in Restructuring Proceedings: The Next Reform?*, in *SAL Pract.*, 2020, 14; WESSELS-MADAUS, *Rescue of Business in Europe*, Oxford, 2020, 111 ss.; HEATH, *Mediation in the Context of Cross Border Insolvency Disputes*, accessibile all'indirizzo <https://www.insol.org/getmedia/>

La crisi pandemica esplosa nel 2020 ha fatto cadere l'argine che fino all'agosto 2021 aveva impedito l'introduzione nell'ordinamento italiano di uno strumento di ristrutturazione ad intervento eteronomo, ma solo eventualmente giudiziale pur in un campo – quello concorsuale e preconcorsuale – che, in particolare, negli ultimi tre lustri abbondanti ha vissuto tensioni non ancora sopite tra spinte verso la privatizzazione della gestione della crisi<sup>2</sup> e molte resistenze di stampo prevalentemente giurisdizionalista tese a mantenere nell'alveo di procedure fortemente concorsuali e imperative il bilanciamento degli interessi in gioco<sup>3</sup>.

La novità dello strumento, che, in linea di principio<sup>4</sup>, non intacca il potere “esclusivo” degli amministratori in ordine alla “gestione dell'impresa” nel senso fatto proprio dall'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., impone una prima riflessione sulla funzione che lo stesso potrà svolgere nella conservazione delle realtà imprenditoriali, allorché rischino di confrontarsi o si trovino già nel bel mezzo di una crisi con connotati potenzialmente anche gravi. L'indagine può essere svolta da diversi punti di vista; in questo primo studio si è scelto di prendere spunto dalla disciplina, non aliena da elementi di novità, delle misure protettive e cautelari che, tradizionalmente, hanno giocato un ruolo di salvaguardia soprattutto degli interessi degli interlocutori dei debitori, ma che – come s'illustra *infra* – s'inseriscono in un contesto normativo maggiormente *debtor friendly* e che si prospettano quindi come orientate al perseguimento d'interessi non sovrapponibili per tipologia e rilevanza assegnata a quelli protetti con le procedure d'insolvenza in vigore nell'ordinamento italiano sino alla riforma scaturita dal d.l. 24 agosto 2021, n. 118 ed oggi trasfusa nel vigente testo del c.c.i.i. (ossia del D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 riformato per effetto del D.lgs. 17 giugno 2022, n. 83).

Se le procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza possono essere considerate a buon diritto uno strumento di gestione dell'impresa tal qual è reso evidente dal disposto dell'art. 2086 c.c. nella parte in cui sancisce l'obbligo dell'imprenditore collettivo “*di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*”, a maggior ragione lo sono quelle segnate da una duplice finalità: di preven-

---

195de333-b327-4958-9f33-8080e316c30b/FINAL-Singapore-Mediation-Convention-Week-Paper.pdf; GURREA-MARTÍNEZ, *Implementing an insolvency framework for micro and small firms*, in *Int. Insol. Rev.*, 2021, S46 ss.

<sup>2</sup> V., soprattutto, JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra 'privatizzazione' e tutela giudiziaria*, in *Fall.*, 2005, 1453 ss.; NIGRO, “*Privatizzazione*” *delle procedure concorsuali e ruolo delle banche*, in *Banca, Borsa Tit. Cred.*, 2006, I, 359 ss.; FABIANI, *Autonomia ed eteronomia nella risoluzione dei conflitti nel nuovo diritto concorsuale*, in *Fall.*, 2008, 1098 ss.; MACARIO, *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. Soc.*, 2008, 102 ss.; ROVELLI, *Un diritto per l'economia. Bilancio di una stagione di riforme. Una scelta di degiurisdizionalizzazione?*, in *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, a cura di DI MARZIO, Padova, 2010, 43; cui *adde* JEANTET, *L'accordo di ristrutturazione dei debiti e la privatizzazione dell'insolvenza*, in *Giur. Comm.*, 2007, II, 207 ss.; DE MATTEIS, *Il ruolo del giudice nelle procedure concorsuali*, in *Liber Amicorum per Paolo Pollice*, a cura di RASCIO-GUIZZI-GEMMA-SCOTTI-FABBRICATORE, I, Torino, 2020, 193; ZANICHELLI, *Il concordato come procedimento concorsuale negoziato*, in *Quest. Giust.*, 2019, 269 ss.

<sup>3</sup> Critico rispetto alla degiurisdizionalizzazione – e non è l'unico – GALLETTI, *È arrivato il venticello della controriforma? Così è, se vi pare*, in *Ilfallimentarista.it*, 27 luglio 2021.

<sup>4</sup> La disposizione chiarificatrice è il comma 1 dell'art. 9, ove è precisato che “*nel corso delle trattative l'imprenditore conserva la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa*”.

zione o di regolazione della crisi o dell'insolvenza (procedure di regolazione) e di selezione delle alternative in concreto praticabili dall'impresa (procedure prodromiche o preliminari). Tra queste ultime, come si mette in luce nel paragrafo che segue, va annoverata anche la composizione negoziata<sup>5</sup>.

2. *Duplicità funzionale della composizione negoziata: la possibilità di pre-packaged strategies.* – Similmente al suo predecessore storico (mai entrato in vigore)<sup>6</sup> la composizione negoziata si presenta come funzionalmente ambivalente nel senso che può sfociare direttamente in una soluzione di prevenzione o di regolazione della crisi o dell'insolvenza<sup>7</sup>, come pure costituire una fase procedurale utile ad individuare lo strumento di prevenzione o di regolazione della crisi o dell'insolvenza più idoneo al caso concreto<sup>8</sup>, adottando così un modello che diffuso a livello internazionale<sup>9</sup> e recepito anche nel Regolamento UE n. 848/2015<sup>10</sup>. Al momento della domanda il debitore

<sup>5</sup> Altra procedura a carattere preventivo/prodromico è l'accordo di moratoria esteso a creditori rimasti – per scelta – estranei alla negoziazione con il debitore di cui all'art. 62 c.c.i.i.

<sup>6</sup> Il riferimento è, chiaramente, alla composizione assistita in origine prevista dagli artt. 19 ss. c.c.i.i.

<sup>7</sup> Cfr. art. 23, comma 1.

<sup>8</sup> Cioè, la procedura di composizione può prestarsi a costituire l'alveo nel quale le parti negoziano le condizioni sostanziali, temporali e formali di esperimento di una successiva procedura di regolazione della crisi o dell'insolvenza (cfr. art. 23, comma 2).

<sup>9</sup> Sulla falsariga dell'esperienza statunitense relativa alla preparazione dei piani di riorganizzazione alla base delle procedure ai sensi del *Chapter 11*, questa tipologia di soluzioni si sta viepiù sviluppando nel panorama comparatistico e non da ieri (v., tra gli altri, SALERNO-HANSEN, *A Prepackaged Bankruptcy Strategy*, in *Journ. Bus. Strat.*, 1991, 36; MAYR, *Enforcing Prepackaged Restructurings of Foreign Debtors under the U.S. Bankruptcy Code*, in *Am. Bankr. Inst. Law Rev.*, 2006, 497; MC CORMACK, *Corporate Rescue Law. An Anglo-American Perspective*, Cheltenham-Northampton, 2008, 71; FINCH, *Corporate Insolvency Law Perspectives and Principles*, Cambridge, 2009, 453; XIE, *Comparative Insolvency Law. The Pre-pack Approach in Corporate Rescue*, Cheltenham-Northampton, 2016, 28 ss.). Fuori dei confini dell'Unione Europea, si può segnalare l'adozione nello spazio OHADA (v. NKOUAMO NGNEGUE, *Le rôle de la confidentialité dans la procédure préventive de conciliation de l'OHADA*, in *Int. Multilingual Journ. Science&Tech.*, 2020, 1465 ss.) del nuovo *Acte uniforme sur les procédures collectives d'apurement du passif*, che ha introdotto una *procédure de conciliation* sul modello di quella francese, così come l'*Amendment all'Insolvency and Bankruptcy Code* – recentissimamente promulgato in India con l'ordinanza n. 3/2021 – al fine di disciplinare la c.d. *Pre-Packaged Insolvency Resolution Procedure* ("PPIRP") per le micro, piccole e medie imprese, ossia una procedura funzionale a far raggiungere un accordo tra il debitore ed i creditori prima di iniziare una procedura giudiziale in funzione di renderla procedura più efficiente. In altri Stati ad analoghe soluzioni s'è pervenuti in via pretoria; oltre all'esempio del Regno Unito [v. la *Chancery Guide* (ed. February 2016 – Amended June 2021), ove è formulata l'indicazione secondo la quale "where appropriate the court will, as part of the overriding objective, encourage the parties to use ADR or otherwise help them settle the case or resolve particular issues. There should normally be discussion at the case management conference about what steps have already been taken (if any), and those which ought to be considered in future, to try to resolve the claim" (§ 18.2)], v. in merito all'esperienza coreana dei *pre-packaged plans* (a riguardo KIM C.M.-KIM K.Y.-KIM S.K.-LEE-CHOI-KIM S.N., *Corporate Insolvency Proceedings in South Korea*, in *Global Restr. Rev.*, 2021, 108), nonché a quella cinese (JI-WANG-LI, *What's New in China's Bankruptcy and Restructuring?*, *ibidem*, 29).

<sup>10</sup> Il riferimento è all'art. 1, paragrafo 1, lett. c), Regolamento UE 20 maggio 2015, n. 848, che include nell'ambito di applicazione della disciplina uniforme delle procedure di insolvenza nell'Unione Europea anche le procedure che prevedano "una sospensione temporanea delle azioni esecutive individuali (...) concessa da un giudice o per legge al fine di consentire le trattative tra il debitore e i suoi creditori, purché le procedure per le quali è concessa la sospensione prevedano misure idonee a tutelare la massa dei creditori e, qualora non sia stato raggiunto un accordo, siano preliminari a una delle procedure di cui alle lettere a)

non è richiesto che debba prevedere la percorribilità di ambo le tipologie di soluzioni, poiché è sufficiente che “risult[i] ragionevolmente perseguibile il risanamento dell’impresa”; dunque, l’imprenditore può legittimamente accedere alla composizione negoziata anche soltanto in funzione di trattare con i creditori le condizioni di una proposta di concordato preventivo o di ristrutturazione del debito al fine di sottoporre il conseguente accordo ad omologazione, quando ciò sia volto a salvaguardare la c.d. continuità aziendale<sup>11</sup>. Infatti, fatta salva l’ipotesi che la situazione di squilibrio di cui all’art. 12, comma 1, c.c.i.i. sia venuta meno, come reso evidente dal disposto del successivo art. 23 il procedimento può concludersi non solo con una presa d’atto dell’impossibilità di raggiungere accordi “tipici” con i creditori<sup>12</sup> con l’accesso a procedure di regolazione “unilateralmente proposte” (cioè, frutto della decisione del solo debitore), ma anche con il ricorso a queste ultime nel quadro dell’attuazione di intese – più o meno formalizzate<sup>13</sup> – con i creditori in ordine alle modalità ed ai contenuti della regolazione<sup>14</sup>. In questa seconda ipotesi si è dinanzi a soluzioni di certo riconducibili al paradigma del *pre-packaged proceeding*; pertanto, nonostante sia fatto ricorso ad uno strumento formalmente unilaterale (cioè, utilizzabile soltanto su impulso del debitore), quest’ultimo s’inserisce in un contesto concreto di (ulteriori) obblighi reciprocamente assunti dalle parti con i conseguenti profili di limitazione delle loro scelte successive.

L’ammissibilità del *pre-packaging* e l’esistenza di specifici doveri di comportamento espressamente imposti dall’art. 16, seppur con riferimento al solo procedimento di composizione negoziata<sup>15</sup>, ma nel quadro del dovere di “*comportarsi secondo buona*

---

*o b)*”. Sulla portata (limitata) della previsione di cui alla citata lett. c) rispetto alle procedure “preliminari” e a quelle “ibride”, v. BARIATTI-VIARENGO-VILLATA-VECCHI, *Scopes of application*, in *The Implementation of the New Insolvency Regulation*, a cura di HESS-OBERHAMMER-BARIATTI-KOLLER-LAUKEMANN-REQUEJO ISIDRO-VILLATA, Baden-Baden, 2017, 79 ss., i quali segnalano che, appunto, vi sono procedure estranee all’ambito di applicazione del Regolamento, essendo dibattuto se alle medesime possa applicarsi il Regolamento Bruxelles I-bis in funzione di assicurare il riconoscimento in Stati membri diversi da quelli di apertura; l’applicabilità di quest’ultimo Regolamento è, però, assai discutibile come messo in luce in BOGGIO, *Gli accordi per la ristrutturazione preventiva nel nuovo diritto UE tra processo (concorsuale) e contratto*, in *Giur. It.*, 2018, 498 ss.

<sup>11</sup> La procedura di composizione negoziata può risultare sia strumentale ad una ristrutturazione meramente interna (ossia senza partecipazione dei creditori) che prodromica ad una ristrutturazione negoziata il cui esito sia formalizzato con l’accesso ad uno degli strumenti indicati dall’art. 23. A riguardo ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 26 ottobre 2021, 3.

<sup>12</sup> L’art. 23, comma 1, contempla una serie di istituti, in parte, nuovi (gli accordi di continuità di cui alla lett. a) e, per altra parte, già previsti dall’ordinamento e mantenuti tali (le convenzioni di moratoria di cui alla lett. b) oppure modificati in ragione del diverso contesto procedimentale dal quale scaturiscono (gli accordi di ristrutturazione strumentali all’attuazione di un piano di risanamento attestato come modificato ai sensi della lett. c)). In ragione delle relative previsioni espresse i tre strumenti poc’anzi menzionati possono qualificarsi “tipici”.

<sup>13</sup> La prassi insegna che l’intesa in ordine alla proposizione del *pre-packaged plan* nell’alveo di una successiva procedura di regolazione non è generalmente formalizzata in una convenzione, ma è oggetto di un “concerto” tra debitore e principali creditori, i quali successivamente tengono comportamenti conformi all’intesa non formale raggiunta.

<sup>14</sup> Peraltro, mentre il perseguimento della continuità aziendale è elemento scriminante rispetto all’esperibilità della composizione negoziata, detta continuità non necessariamente deve essere l’obiettivo delle procedure attivate all’esito della composizione a norma dell’art. 23, poiché – ad esempio – il debitore può proporre la domanda di concordato semplificato ai sensi del successivo art. 25-*sexies*. Peraltro, nulla vieta che, all’esito della procedura di composizione, sia proposta addirittura istanza di apertura della liquidazione giudiziale.

<sup>15</sup> Vi sono doveri specifici imposti al debitore ai sensi del comma 4 e ai creditori ai sensi dei commi 5 e 6.

*fede e correttezza*” sancito dall’art. 4 a carico del debitore in crisi, risultano certamente riconducibili ai più generali doveri di correttezza e buona fede<sup>16</sup> e fanno sì che debitore e creditori non possano esimersi dall’improntare anche le condotte “esterne” al procedimento – prima, durante e dopo lo stesso – al rispetto di tali doveri generali. Ciò comporta che, in linea di principio, la soluzione discussa e concordata nel corso della procedura di composizione negoziata, per quanto riferita ad un diverso ed autonomo procedimento, deve essere attuata nei termini, appunto, discussi e concordati tra le parti, salve le “deviazioni” giustificabili in virtù della correttezza e della buona fede<sup>17</sup>. Il debitore deve adottare una condotta organizzativa conforme a quanto concordato con i creditori e, quindi, modificare i suoi assetti aziendali.

Nulla esclude che, per quanto non sia stata delineata una forma giuridica specifica, il debitore ed i suoi creditori concludano il procedimento di composizione negoziata, formalizzando l’intesa sul successivo percorso di regolazione della crisi o dell’insolvenza, così vincolandosi reciprocamente rispetto alle condotte da tenere stabilendo, ad esempio, la presentazione di una proposta concordataria con determinati contenuti<sup>18</sup>. È vero che né l’art. 23, né altre norme speciali dispongono in modo specifico riguardo ad una tale eventualità; tuttavia, il principio generale di autonomia contrattuale, la potenziale funzionalità di un tale accordo ad una maggiore efficienza del percorso di regolazione, la preferibilità delle soluzioni concordate rispetto a quelle che tali non siano, suggeriscono di riconoscere la legittimità di siffatte soluzioni, che, dunque, si prestano a costituire una delle alternative praticabili da parte degli organi sociali “*per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*” a norma dell’art. 2086, comma 2, c.c.<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> A riguardo PASQUARIELLO F., *Note generali. La gestione dell’impresa*, in *La crisi d’impresa e le nuove misure di risanamento*, diretto da IRRERA-CERRATO, coordinato da Pasquariello, Bologna, 2022, 28.

<sup>17</sup> Potrebbero, per esempio, profilarsi necessità di modifiche del *pre-packaged plan* in ragione dell’evoluzione delle situazioni di creditori rimasti estranei alla procedura di composizione negoziata, perché non “invitati” o esclusi per scelta condivisa anche con l’esperto. Peraltro, v’è la necessità di declinare in concreto nelle diverse situazioni i principi di correttezza e buona fede, in quanto, se questi possono imporre determinate condotte rispetto ai partecipanti alla negoziazione, potrebbero imporne altre di diverso tenore – e confliggenti – verso i creditori rimasti estranei; di talché, seppure ciò non possa indurre a ritenere che chi negozia nell’ambito del procedimento debba tenere conto degli interessi alieni rispetto a quelli dei partecipanti, d’altronde espone questi ultimi al rischio di dover rivedere le intese raggiunte in funzione di coordinare detti interessi alieni con quelli propri nel percorrere soluzioni *pre-packaged*.

<sup>18</sup> Il tema può essere qui soltanto accennato, ma, chiaramente, la legittimità degli accordi di *pre-packaging* è subordinata al fatto che la soluzione prescelta, in concreto, non infranga una qualche disposizione di legge, come accadrebbe nel caso in cui il debitore e gli altri contraenti concordassero – ad esempio – l’esperimento di un concordato semplificato senza il “rispetto dell’ordine delle cause di prelazione”. Nessun vincolo può derivare dalla volontà di adottare una regolazione della crisi o dell’insolvenza, che non potrebbe essere omologata ai sensi dell’art. 25-*sexies*, comma 5.

<sup>19</sup> Il disposto dell’art. 2086 c.c. nella parte in cui sancisce l’obbligo dell’imprenditore collettivo “*di attivarsi senza indugio per l’adozione e l’attuazione di uno degli strumenti previsti dall’ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*”, per quanto letteralmente potrebbe essere inteso come legittimante soluzioni incentrate sul ricorso ai soli “*strumenti [espressamente] previsti dall’ordinamento*” (e non ad altre “atipiche”), va interpretato teleologicamente – anche alla luce degli obblighi eurounitari discendenti dalla Direttiva UE n. 1023/2019, la cui portata, come noto, deve essere ricostruita in modo da dare piena attuazione alla finalità delle norme dell’Unione Europea – ammettendo l’esperimento di *pre-packaged strategies* con adozione di soluzioni “atipiche”, ma funzionali a favorire il maggior numero possibile di ristrutturazioni preventive delle imprese in crisi, evitando il ricorso a procedure di liquidazione dell’impresa.

3. *La composizione negoziata e la composizione assistita (ormai abrogata): confronto paradigmatico.* – Sebbene la composizione assistita, prevista dalla versione primigenia del c.c.i.i., non sia mai entrata in vigore e sia quindi rimasta senza applicazioni pratiche, è significativo quanto emergerebbe da un confronto con la composizione negoziata più recentemente delineata dal legislatore (ed entrata in vigore). È vero che entrambe avrebbero condiviso la natura di mezzi procedurali volti alla ricerca di soluzioni, più che costituire esse stesse lo strumento di prevenzione/soluzione delle difficoltà del debitore; tuttavia, le due forme di composizione rispondono a paradigmi di prevenzione/soluzione della crisi quasi antitetici.

Per un verso, avrebbero condiviso – pur con diversa intensità – la funzionalità a creare un “ambiente protetto” orientato alla rinegoziazione dei rapporti in essere (e, nulla vieta oggi nella composizione negoziata, all’instaurazione di nuovi rapporti); poi, sarebbero state entrambe caratterizzate da doveri di comportamento gravanti sui partecipanti al procedimento e dall’intervento di terzi con l’incarico di promuovere l’efficacia dell’attività negoziale in tempi assegnati con tanto di “premierità” a beneficio del debitore.

Per altro verso, si tratta di due forme del tutto divergenti sul piano “politico”<sup>20</sup>. La nuova composizione negoziata è affidata alle cure di un “esperto” che “agevola le trattative tra l’imprenditore, i creditori ed eventuali altri soggetti interessati, al fine di individuare una soluzione per il superamento” della probabile crisi, mentre quella assistita si sarebbe svolta presso un organismo, l’OCRI, che avrebbe dialogato con il debitore, il quale avrebbe dovuto “rendere il conto” in ordine alle attività programmate e compiute in funzione di rimuovere la situazione di crisi<sup>21</sup>. Non che nella composizione assistita non potesse svolgersi un’attività di “suggerimento” al debitore sulle soluzioni praticabili, ma nella composizione negoziata è proprio funzione dell’esperto andare oltre il mero suggerimento a beneficio del debitore e di controllo della sua condotta, essendo centrale nell’opera dell’esperto il tentativo di rimuovere gli ostacoli all’adozione ed all’attuazione di una soluzione praticabile<sup>22</sup>. Non a caso la composizione assistita era stata criticata per la rigidità e la scarsa funzionalità all’obiettivo di sottrarre l’impresa ad un destino di *default*<sup>23</sup>; d’altronde, il procedimento si sarebbe dipanato tra formalismi e obblighi di relazione che poco si sarebbero acconciati rispetto all’esigenza di affrontare il merito delle ragioni che avessero condotto alla sua attivazione<sup>24</sup>. Altro elemento di diversità sarebbe stato rappresentato dal ruolo consentito ai professionisti del debitore, che nella composizione negoziata non paiono posti necessariamente ai margini del procedimento, mentre, nella composizione assistita, sarebbe stata probabilmente vulnerata la possibilità stessa che il debitore confidasse in una soluzione delle proprie

<sup>20</sup> Un giudizio meno netto è espresso da ZANICHELLI, *Gli esiti possibili*, cit., 2.

<sup>21</sup> Il punto è sottolineato in PAGNI-FABIANI, *La transizione dal codice della crisi alla composizione negoziata (e viceversa)*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2 novembre 2021, 7, ove l’osservazione che la disciplina della composizione assistita appare “rivolta più ai compiti che il collegio ha, di sorvegliare la condotta del debitore per far partire le dovute segnalazioni appena se ne verificano i presupposti, che non all’individuazione di strumenti che servano a facilitare le trattative”.

<sup>22</sup> Una comparazione tra i due istituti è esposta in PAGNI-FABIANI, *La transizione*, cit., 6 ss.

<sup>23</sup> Il rischio di inefficienze della composizione assistita è messo in evidenza, tra gli altri, da VATTERMOLI, *Il procedimento di composizione assistita della crisi e l’OCRI*, in *Fall.*, 2020, 891.

<sup>24</sup> Ne è stato criticato, in particolare, l’approccio definito “burocratico” da PAGNI-FABIANI, *La transizione*, cit., 7; cui *adde* MAFFEI ALBERTI, *Note introduttive al Codice della crisi*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 804 ove la stigmatizzazione della “complessità”.

difficoltà grazie ad un adeguato supporto di professionisti di sua fiducia<sup>25</sup>.

Al di là dei meccanismi di nomina e dei maggiori obblighi di segretezza gravanti sull'esperto rispetto all'OCRI<sup>26</sup> nonché dell'assenza di automatismi nelle segnalazioni al Pubblico Ministero<sup>27</sup>, la composizione negoziata si caratterizza per un più netto orientamento alla stragiudizialità<sup>28</sup>, sebbene non sarebbero state così radicali le differenze rispetto alla composizione assistita per il caso d'intervento del giudice. Neppure la composizione negoziata, come quella assistita, si svolge sotto controllo giudiziale<sup>29</sup>; per quanto diverso il ruolo dell'esperto rispetto a quello dell'OCRI, anche quest'organo avrebbe agito sotto direzione del giudice, non potendosi qualificare neppure lontanamente come ausiliario di quest'ultimo, posto che anche la nomina sarebbe stata rimessa ad altra entità. Dunque, entrambi i procedimenti si sarebbero dipanati analogamente su un terreno extragiudiziario, essendo chiamato il giudice soltanto su istanza del debitore e per concedere forme di "aiuto" al procedimento in assenza di un uso abusivo del medesimo. Tuttavia, la composizione assistita, diversamente da quella negoziata, avrebbe potuto incanalarsi nell'alveo giudiziale indipendentemente dalla volontà del debitore – e da quella dei creditori – se il procedimento si fosse chiuso con la constatazione da parte dell'OCRI della sussistenza dello stato di insolvenza in capo al debitore, poiché, in tal caso, l'OCRI sarebbe stato tenuto alla segnalazione al pubblico ministero ai sensi dell'art. 22, comma 1, c.c.i.i.<sup>30</sup>.

4. *La composizione negoziata in comparazione con altre esperienze europee di mediazione pre-concorsuale.* – Il nuovo istituto della composizione negoziata non è poi così "nuovo" nel contesto degli strumenti di mediazione pre-concorsuale, nel senso che vi sono esperienze di diritto comparato per molti versi assimilabili, perché ricalcano paradigmi analoghi.

L'esperienza francese va ricordata prima d'altre, considerando la prossimità concettuale con la composizione negoziata ed anche la lunga pratica che della soluzione medesima v'è stata nell'ordinamento di provenienza: la *conciliation*, frutto di rielabora-

---

<sup>25</sup> Sottolineano la volontà legislativa di affidare il debitore soprattutto all'azione dell'OCRI MONTEVERDE, *Le fasi della liquidazione giudiziale*, in *Giur. It.*, 2019, 2004; QUATTROCCHIO, *La liquidazione giudiziale*, *ibidem*, 1993.

<sup>26</sup> Sui rischi di venir meno della confidenzialità BONFANTE, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. It.*, 2019, 1948.

<sup>27</sup> A riguardo PAGNI-FABIANI, *La transizione*, cit., 7; VITIELLO, *La spinta per una precoce soluzione della crisi d'impresa ed il ruolo del pubblico ministero nell'accertamento dell'insolvenza*, in *Ilfallimentarista.it*, 24 novembre 2021.

<sup>28</sup> Ciò è dimostrato anche dal disposto dell'art. 23, in particolare dal comma 1, che mette a disposizione dei partecipanti alla negoziazione una gamma di strumenti tipici per regolare i loro rapporti, andando oltre la scelta compiuta con la versione originaria del c.c.i.i. di fare riferimento, molto più genericamente, ad un "accordo di composizione" al quale – con previsione neppure così appropriata (perché richiamava l'effetto della sottrazione alle azioni revocatorie, indicandolo come conseguenza "degli accordi che danno esecuzione al piano attestato di risanamento", quando l'art. 166, comma 3, lett. d, per contro, individua il presupposto direttamente nel "piano attestato").

<sup>29</sup> Infatti, per quanto anche l'OCRI fosse del tutto alieno da momenti di controllo giudiziale come accade oggi per l'esperto, neppure l'OCRI avrebbe agito sotto la continua vigilanza del giudice.

<sup>30</sup> Si tratta, ovviamente, del riferimento alla norma abrogata per effetto del D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83.



zione della preesistente procedura di *règlement amiable* introdotta in Francia sin dal 1984<sup>31</sup>, è oggi regolata dagli artt. L611-4 ss. *Cod. comm.*<sup>32</sup>.

Si tratta di una procedura scaturita dalla pratica giurisprudenziale francese<sup>33</sup> del ricorso ad un *mandataire ad hoc*, nominato dal presidente del tribunale di commercio del luogo in cui l'impresa ha sede, per agevolare l'individuazione di soluzioni che preservino la continuità aziendale e che ha poi contemplato la designazione di un c.d. *conci-liateur* incaricato non solo di indagare la situazione del debitore e i rapporti con i suoi creditori, ma anche di favorire la negoziazione con almeno una parte significativa dei creditori stessi<sup>34</sup>, quando il debitore versi da più di quarantacinque giorni in “difficoltà giuridiche, economiche o finanziarie, attuali o prevedibili” ma non in stato di “cessazione dei pagamenti”<sup>35</sup>. Volontarietà, conferimento dell'incarico ad un professionista “terzo”, obblighi di riservatezza ma non di rinegoziazione, possibilità di misure protettive del patrimonio del debitore, il tutto finalizzato al raggiungimento di un *accord amiable* funzionale a “mettere fine alle difficoltà dell'impresa” eventualmente median-te l'accesso alle procedure di *sauvegarde*, *redressement judiciaire* o *liquidation judi-ciaire*<sup>36</sup> nell'ambito delle quali dar corso – anche in virtù delle modifiche promulgate nel 2014<sup>37</sup> – alla cessione dell'azienda in funzionamento; in tal modo l'ordinamento francese ha dato corpo ad una disciplina che prevede espressamente l'uso della *conci-liation* in funzione preparatoria di una successiva regolazione della crisi dell'impresa e, perciò, all'attuazione di una *pre-packaged strategy*<sup>38</sup>.

Da ciò emerge una procedura piuttosto informale e con il coinvolgimento del giudice (commerciale) in funzione di supporto e vigilanza sul debitore. Non solo non ci sono vincoli di contenuto, ma – per un verso – le regole della procedura consentono ai creditori pubblici di godere di maggiori margini di discrezionalità nel trattamento dei propri crediti in funzione di agevolare il superamento delle “difficoltà” e – per altro verso – la procedura può anche essere semplicemente prodromica ad altre e funzionale ad imprimere maggiore efficienza a queste ultime. Tuttavia, per quanto siano previsti obblighi

<sup>31</sup> Per tutti, v. PEROCHON, *Entreprises en difficulté*, Paris, 2012, 69.

<sup>32</sup> L'ultimo intervento di riforma della disciplina della *conciliation* è frutto dell'*ordonnance* 15 settembre 2021, n. 2021-1193, con la quale è stata anche attuata la Direttiva UE n. 1023/2019 (in proposito v. DE CESARI, *Osservatorio internazionale sull'insolvenza*, in *Fall.*, 2021, 1462 s.).

<sup>33</sup> A riguardo, tra gli altri, PEROCHON, *Entreprises en difficulté*, cit., 70; MACORIG-VENIER, *Le sources du droit des entreprises en difficulté*, in *Le droit des entreprises en difficulté après 30 ans: droit dérogatoire, précurseur ou révélateur?*, diretto da MACORIG-VENIER, Toulouse, 2017, 17 s.

<sup>34</sup> Cfr. art. L611-7, comma 1, *Cod. comm.*

<sup>35</sup> Per una descrizione della *procédure de conciliation*, v. PEROCHON, *Entreprises en difficulté*, cit., 70 ss.

<sup>36</sup> Ciò è espressamente previsto dall'art. L611-7, comma 1. A riguardo si rinvia a DAMMANN-PODEUR, *Sauvegarde financière express: vers une consécration législative du «prepack à la française»*, in *Dalloz*, 2010, 2005; MACORIG-VENIER, *La procédure de conciliation, antichambre de la sauvegarde financière accélérée*, in *RTD Com.*, 2010, 781.

<sup>37</sup> Ciò per effetto della previsione contenuta nell'art. L642-2.

<sup>38</sup> A riguardo v. MACORIG-VENIER-VALLANSAN, *Les améliorations de la procédure liquidative et des cessions*, in *Rev. Proc. Coll.*, 2014, n° 4, 58; MACORIG-VENIER, *Le sources*, cit., 18; ID., *Ouverture d'une procédure de conciliation en cours de plan de redressement en vue d'un prepack cession (et publicité)*, in *RTD Com.*, 2018, 457; MONTERAN-MIEULLE, *Le vade-mecum du plan de cession «prepack»*, in *Bull. Joly Ent.*, 2015, 164 ss.; VINCENT, *La faillite du plan de cession (ou les incidences du prepack-cession)*, in *Dalloz*, 2015, 577 ss.

di confidenzialità<sup>39</sup>, v'è l'interessamento necessario del *ministère public*<sup>40</sup> e poteri del presidente del tribunale di interrompere in ogni momento, su segnalazione del *conciliateur*, la procedura<sup>41</sup>. Dunque, l'autorità giudiziaria ne è parte necessaria con la contropartita che, scegliendo la soluzione dell'omologazione, il debitore può ottenere benefici ulteriori, ma rinuncia alla riservatezza<sup>42</sup>.

Per quanto attiene alle misure protettive, è d'uopo segnalare che è prevista la possibilità di applicare il disposto dell'art. 1343-5 del *Cod. civ.* nei confronti del creditore che non abbia accolto la richiesta del *conciliateur* di “sospendere l'esigibilità del credito”<sup>43</sup>; tale temporanea inesigibilità, che comporta anche la sospensione delle procedure esecutive iniziate nei confronti del debitore dal creditore interessato dal provvedimento, può essere imposta in virtù della norma in questione dal presidente del tribunale, quando sia necessaria per assicurare la continuità aziendale<sup>44</sup>, ed investe sia il profilo sostanziale che quello attuativo del diritto di credito<sup>45</sup>. A differenza del carattere individuale della sospensione appena menzionata, in pendenza di esecuzione dell'*accord amiable* infine raggiunto (sia che sia solo “constatato”, così come che sia stato anche “omologato”)<sup>46</sup>, hanno portata generale – e, quindi, estesa a tutti i creditori – l'interruzione ed il divieto di qualsiasi azione giudiziaria o di espropriazione mobiliare o immobiliare sui beni del debitore relativamente ai crediti inclusi nell'accordo stesso<sup>47</sup>.

<sup>39</sup> La confidenzialità è qualificata come “essenziale” per il buon fine della negoziazione da Cass. soc., 9 ottobre 2019, n. 18-15.305, in *Rev. Soc.*, 2019, 778 con nota di HENRY, *Prévention et confidentialité: un nouvel épisode social au feuilleton* e in *RTD Com.*, 2021, 423 con nota di MACORIG-VENIER, *Confidentialité en matière de mandat ad hoc et de procédure de conciliation: opposabilité à l'expert-comptable du comité de groupe*.

<sup>40</sup> Il *ministère public* è anche chiamato ad esprimere – ai sensi dell'art. L611-14, comma 1 – un parere in ordine all'apertura della procedura come “guardiano della legalità” (v. App. 11 luglio 2018, in *RTD Com.*, 2019, 981 con nota di MACORIG-VENIER, *Conditions d'ouverture de la procédure de conciliation et avis du ministère public*).

<sup>41</sup> Non mancano, poi, problemi di coordinamento tra l'art. L611-15, che impone la confidenzialità, e l'art. L814-12, che, per contro, prevede obblighi di segnalazione al *ministère public* da parte degli amministratori giudiziari o degli altri incaricati dal giudice (v. DELATTRE, *Mandat ad hoc et obligation d'information du ministère public par les mandataires de justice*, in *LEDEN*, 2011, juin, 2; PÉROCHON, *Entreprises en difficulté*, cit., 72).

<sup>42</sup> Ravvisa un rapporto di proporzionalità inversa tra riservatezza della procedura e carattere «curativo» della stessa BOURBOULOUX, *Confidentialité et transparence réconciliées pour la prévention et le traitement des difficultés*, in *Bull. Joly Ent.*, 2012, 183 ss.; cui *adde*, mettendo in luce l'importanza della riservatezza con riferimento alle negoziazioni delle ristrutturazioni aziendali, ANKRI, *Rôle et limites de la communication dans la restructuration des entreprises en difficulté*, in *Communication juridique et judiciaire de l'entreprise*, a cura di BOUTHINON-DUMAS, CHEYNEL, KARILA-VAILLANT e MASSON, Bruxelles, 2015, 209 ss.

<sup>43</sup> Cfr. l'art. L611-7, comma 5. Peraltro, la procedura dinanzi al presidente del tribunale prevede che questi senta il *conciliateur* prima di decidere sulla sospensione (art. R611-35).

<sup>44</sup> V. App. Paris, 6 luglio 2007, in *RTD Com.*, 2009, 412 con nota di MACORIG-VENIER, *Procédure de conciliation. Délais de grâce*.

<sup>45</sup> Cfr. l'art. 1343-5, comma 4, *Cod. civ.*

<sup>46</sup> Riguardo agli effetti dell'accordo non omologato v. THUILLIER, *Accords non constatés, ni homologués; remise en cause des accords*, in *Rev. Proc. Coll.*, 2014, Dossier 12, 107 ss.; MACORIG-VENIER, *Effet d'un accord de conciliation non homologué*, in *RTD Com.*, 2017, 173. L'*accord homologué* non resta riservato tra i firmatari ed è reso conoscibile a qualunque terzo (in proposito v. GUYON, *La transparence dans les procédures collectives, conférence prononcée le 9 septembre 1998 lors d'un colloque organisé par la revue des procédures collectives*, in *Petites Aff.*, 1999, n° 79, 8 ss.; BOURBOULOUX, *Confidentialité*, cit., 183 ss.).

<sup>47</sup> Cfr. L611-10-1.

Mentre il regime francese s'incentra sull'intermediazione di una persona, che utilizza tecniche di agevolazione della negoziazione, sul territorio dell'Unione Europea sono stati introdotti strumenti che possono prescindere dall'elemento "umano", affidandosi all'intermediazione preferenzialmente digitale. In Grecia è stata da poco riformata la procedura stragiudiziale (di pre-insolvenza) per la ristrutturazione dei debiti erariali, previdenziali e verso gli istituti finanziari, prevedendo l'uso di una piattaforma di negoziazione telematica gestita dal Segretaria Speciale per la gestione del debito privato<sup>48</sup>. Senza intervento giudiziale, ma a mezzo della piattaforma<sup>49</sup> è presentata una domanda di conciliazione stragiudiziale che avvia uno scambio digitale di informazioni tra il debitore ed i suoi creditori<sup>50</sup> sotto vincoli di riservatezza e di verità delle informazioni in questione; i creditori finanziari sono tenuti a parteciparvi<sup>51</sup> ed a collaborare con il debitore per trovare una soluzione condivisa<sup>52</sup>. A differenza del procedimento di composizione negoziata previsto dalla normativa italiana, anche i creditori possono dare impulso alla procedura, invitando il debitore a presentare la domanda entro 45 giorni. Condizione di accesso al procedimento è che il debitore non sia già soggetto ad altra procedura prevista dalla legislazione sull'insolvenza.

È, poi, possibile la formulazione di una proposta di accordo da parte del debitore o dei creditori. Se vi sono i consensi necessari<sup>53</sup>, si formalizza la conclusione dell'accordo stesso che, a differenza della "procedura di riabilitazione" in caso di impresa in stato di pre-insolvenza<sup>54</sup>, non può prescindere dal consenso del debitore, oltre che da quello della maggioranza dei creditori, ma è vincolante anche per la minoranza di creditori finanziari non aderenti e può condurre ad un *cram down* dei crediti pubblici<sup>55</sup>.

Quando la proposta sia formulata dai creditori, il debitore ha diritto di chiedere entro i successivi 10 giorni la designazione di un mediatore-persona con il mandato di promuovere il raggiungimento dell'accordo entro 30 giorni<sup>56</sup>; il designato deve, peraltro, incontrare il consenso della maggioranza dei creditori finanziari. La mediazione

---

<sup>48</sup> La procedura di ristrutturazione era stata introdotta con la Legge 3 maggio 2017, n. 4469, poi modificata per effetto della Legge 27 ottobre 2020, n. 4738 relativa alla "regolazione dei debiti e accordi per la seconda opportunità e altre previsioni" con l'intento di dare attuazione in Grecia alla Direttiva UE n. 1023/2019 [(SERRA-)KASTRINOU(-VALLAR), *Reforms in adverse economic climate: how reforms take place in the Eurozone*, in *Research Handbook on Corporate Restructuring*, a cura di OMAR-GANT, Cheltenham-Northampton, 2021, 100], eliminando le incertezze interpretative e incrementando l'efficienza delle procedure. In proposito si veda anche la sintesi di DE CESARI, *Osservatorio internazionale sull'insolvenza*, cit., 1464).

<sup>49</sup> La piattaforma telematica fornisce – in forza di un algoritmo – anche servizi di calcolo di fattori utili a chiarire la situazione del debitore, rischi per i creditori e contenuti dell'accordo, come misura dei pagamenti compatibili con la situazione del debitore, rateizzazioni, capacità di rimborso, valore di liquidazione dei beni anche ai fini della clausola *NWO* (*no worse-off*) e cioè del contenuto non peggiorativo della ristrutturazione rispetto alla liquidazione dei beni (cfr. art. 71, comma 2, d.m. 10 giugno 2021, n. 67360).

<sup>50</sup> Deve trattarsi di creditori, ciascuno dei quali, individualmente, non sia titolare di crediti in misura superiore al 90% dell'indebitamento complessivo.

<sup>51</sup> I creditori sono soggetti al coordinamento da parte di un coordinatore designato in base ai criteri pre-stabiliti (cfr. art. 71, comma 5, d.m. cit.).

<sup>52</sup> Si tratta, quindi, di una negoziazione multilaterale.

<sup>53</sup> La legge richiede che aderiscano all'accordo creditori rappresentativi, almeno, del 60% dell'indebitamento complessivo, inclusi non meno del 40% dei creditori titolari di privilegio.

<sup>54</sup> A riguardo, ancora, DE CESARI, *Osservatorio*, cit., 1464.

<sup>55</sup> Cfr. gli artt. 21 e 22 Legge 27 ottobre 2020, n. 4738.

<sup>56</sup> In difetto di accordo entro tale ultimo termine, la procedura si estingue.

pre-concorsuale è, perciò, meramente “eventuale”, nel senso che necessita di un’iniziativa dei creditori seguita dall’istanza di nomina presentata dal debitore. Diversamente, la procedura resta confinata nell’ambito della piattaforma informatica, evidenziando un approccio “oggettivo” del tutto astratto da contatti personali ed incentrato sul puro scambio di informazioni, senza intermediazione da parte di ausiliari del giudice, *advisors*, professionisti, ecc. In sostanza, il legislatore greco sembra aver puntato su uno strumento idoneo a creare, innanzi tutto, distacco tra i soggetti coinvolti nella crisi, salvo poi dare ad essi l’opportunità di ricorrere ad un mediatore, quando il debitore ne valuti l’utilità, per ristabilire un dialogo diretto a condividere una soluzione di risoluzione della crisi stessa.

La pendenza del procedimento è *ex lege* d’ostacolo ad eventuali azioni cautelari o esecutive, siano esse già pendenti o meno<sup>57</sup>. Quindi, una sospensione opera una volta presentata la domanda e fino al termine della procedura telematica, salvo che al momento della presentazione telematica della domanda di accesso non fosse già stata fissata non oltre tre mesi un’asta per la vendita forzata di beni del debitore; ciò per prevenire la presentazione di istanza di composizione abusive<sup>58</sup>, ossia per incidere sui diritti di soddisfacimento dei creditori, allorché possa difettare una reale volontà di risolvere la crisi attraverso il confronto – telematico o diretto – con i creditori. Chiaramente, nel caso di conclusione dell’accordo, il divieto di iniziare o proseguire azioni esecutive resta fermo in relazione ai crediti inclusi nell’accordo stesso.

L’esempio francese e quello greco dimostrano già come il panorama degli strumenti di composizione sia variegato a livello europeo, che annovera procedure come: il *règlement collectif de dettes* disciplinato in Belgio dall’art. 2 *Loi* 5 luglio 1998, in forza del quale un mediatore, nominato dal giudice del lavoro, negozia con i creditori un piano di rimborso dei debiti nella misura compatibile con la situazione finanziaria del debitore; la procedura spagnola, condotta da un *mediador concursal* con incarico della durata di tre mesi, che si apre con la *comunicación de la apertura de negociaciones* prevista dagli artt. 583 ss. TRLC e che è diretta a promuovere la conclusione di un *acuerdo extrajudicial de pagos* per la ristrutturazione dei debiti<sup>59</sup>; il *Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas* portoghese con la previsione di una negoziazione rapida tra debitore e creditori avviata telematicamente e finalizzata alla stipulazione di un accordo di ristrutturazione atto ad assicurare la continuità aziendale, procedura in occasione della quale – come in Grecia – la nomina di un mediatore è soltanto eventuale<sup>60</sup>. Ciascuna legislazione affianca alla disciplina delle negoziazioni strumenti di agevolazione e di protezione della stessa, sostanzialmente costituiti da preclusioni delle azioni esecutive e di escussioni delle garanzie reali rilasciate dal debitore, così riequili-

---

<sup>57</sup> Infatti, l’approvazione della ristrutturazione nell’ambito di detta procedura non richiede l’assenso del debitore. Allo stato, la procedura di composizione telematica non è inclusa nell’Allegato A al Regolamento UE n. 848/2015 e, quindi, non beneficia dell’automatico riconoscimento negli altri Stati membri dell’Unione.

<sup>58</sup> Il rischio di ricorso abusivo alle procedure di insolvenza è sottolineato da (SERRA-)KASTRINOU(-VALLAR), *Reforms*, cit., 101 ss.

<sup>59</sup> Il legislatore spagnolo non ha fatto tesoro delle esperienze straniere e ha delineato una procedura afflitta da molte complessità disfunzionali (v. KILBORN, *Determinants of Failure ... and Success in Personal Debt Mediation*, in *Trans. Disp. Man.*, 2017, 4, 9).

<sup>60</sup> Cfr. art. 16 *Lei* 22 febbraio 2018, n° 6/2018, sull’*Estatuto do mediador de recuperação de empresas*.

brando i rapporti di forza sia tra debitore e creditori, che all'interno della categoria stessa dei creditori.

5. *La composizione negoziata rispetto agli obblighi derivanti dalla Direttiva UE n. 1023/2019.* – Le differenti caratteristiche delle procedure di mediazione pre-concorsuale previste dalle normative di altri Stati membri sono indice di quanto il panorama sia variegato a livello europeo e, quindi, di quali difficoltà il legislatore eurounitario sia stato chiamato a fronteggiare nel tentativo di dar vita ad un quadro legale armonizzato nell'Unione.

La nuova procedura di composizione negoziata introdotta in Italia, sebbene presenti caratteristiche simili ma non coincidenti con quelle proprie degli strumenti di mediazione pre-concorsuale previsti dagli ordinamenti di altri Stati membri, non è agevolmente inquadrabile nel contesto dell'attuazione della Direttiva UE n. 1023/2019 volta ad introdurre “quadri di ristrutturazione preventiva”. Detti “quadri”, molto latamente delineati nella Direttiva, includono i procedimenti tesi a prevenire la crisi o l'insolvenza o, comunque, a risolverle attraverso strumenti che comportano un approccio concordato alle soluzioni, senza, peraltro, escludere forme di imposizione dei processi negoziali o autoritativi delineati dai legislatori nazionali ai creditori estranei.

La Direttiva non restringe la gamma delle alternative tracciando una soluzione *master* – e, cioè, unica e vincolante – ma dà impulso all'introduzione anche di più strumenti attuativi volti a “*consentire ai debitori in difficoltà finanziarie di continuare a operare, in tutto o in parte, modificando la composizione, le condizioni o la struttura delle loro attività e delle loro passività o di una qualunque altra parte della loro struttura del capitale, anche mediante la vendita di attività o parti dell'impresa o, se previsto dal diritto nazionale, dell'impresa nel suo complesso, come anche apportando cambiamenti operativi*”. In concreto, leggendo l'articolato eurounitario, emerge che debbono essere introdotti strumenti che, soli o nel loro complesso, assicurino soprattutto efficaci presidi di allerta precoce, supporti informativi e di analisi per gli imprenditori a rischio di insolvenza (in particolare, se PMI), contesti per la negoziazione protetta tra il debitore ed i suoi creditori, modalità di adozione – anche a maggioranza – di un piano di ristrutturazione, possibilità del c.d. *fresh restart*.

La disciplina della composizione negoziata si pone senza dubbio nell'area regolata dalla Direttiva, perché il procedimento è diretto certamente alla “*agevolazione delle trattative sul piano di ristrutturazione preventiva*” ai sensi del *Capo 2*. Quindi, la composizione negoziata appare suscettibile di costituirne uno degli strumenti di attuazione, ma si tratterà di comprendere se il Governo riterrà di notificare alla Commissione UE che le disposizioni del d.l. n. 118/2021, poi confluite negli artt. 12 ss. c.c.i.i., delineano appunto uno di quegli strumenti con la conseguenza che la disciplina della nuova composizione negoziata dovrebbe non presentare profili di conflitto con la Direttiva.

Orbene, la Direttiva contiene alcune disposizioni che comportano delle “*strette*” non necessariamente vantaggiose per gli operatori del settore della crisi d'impresa, *ivi* compresi i giudici. È sufficiente qualche esempio tratto dall'art. 6 della Direttiva: il paragrafo 5 esclude la sospensione delle azioni per i crediti da lavoro; i paragrafi 6 e 7, quanto alle restrizioni sulla durata massima delle misure di sospensione delle azioni esecutive, che, peraltro, fissano lassi temporali da computarsi unitamente ai periodi di

sospensione concessi in eventuali successive procedure d'insolvenza. Ma anche il successivo art. 7 contempla deroghe alle tradizionali regole italiane – ad esempio – in materia contrattuale, precludendo non solo il ricorso a clausole risolutive “volontarie”, ma anche a taluni rimedi “legali” altrimenti applicabili a fronte di inadempimento del debitore. Insomma, la riconduzione della composizione negoziata all'alveo della Direttiva<sup>61</sup> – ed, in particolare, alle forme di “agevolazione delle trattative” – può incidere su significativi aspetti sostanziali e processuali dei rapporti con il debitore, orientando non solo l'interpretazione della relativa disciplina, ma esponendo anche la stessa al rischio di presentare incompatibilità con il diritto dell'Unione Europea. D'altro canto, l'impostazione sottesa alla Direttiva appare significativamente più *debtor friendly* rispetto a quanto tradizionalmente emerge dal diritto concorsuale italiano<sup>62</sup>; perciò, l'inclusione della composizione negoziata tra gli strumenti di approccio precoce alla crisi soggetti alla Direttiva si presta a offrire una base giuridica, indisponibile al legislatore nazionale, senza dubbio orientata al primario obbiettivo di salvaguardia della continuità dell'esercizio dell'impresa in capo al medesimo debitore prim'ancora che alla più “tradizionale” protezione dei creditori dell'impresa. E tale approccio dovrà indirizzare gli interpreti al fine di assicurare la piena realizzazione dei valori così promossi (il c.d. *effet utile*). Se, per un verso, ciò è apprezzabile perché pone maggiormente il diritto nazionale nel solco dell'evoluzione sopranazionale<sup>63</sup>, non si può nascondere che, per altro verso, rende più complesso il quadro interpretativo in cui si aggiungono fattori ulteriori, come – ad esempio – l'esistenza di procedimenti analoghi in altri Stati membri con le cui discipline, nei limiti del possibile, anche quella italiana dovrebbe tendere a convergere per realizzare l'armonizzazione propugnata con la Direttiva UE n. 1023/2019.

#### 6. *Interessi protetti e finalità della composizione negoziata nel quadro sistematico.*

– Spesso si sostiene che finalità essenziale delle procedure concorsuali, pure quando sia promossa la c.d. continuità aziendale<sup>64</sup>, sarebbe la massimizzazione dei pagamenti ai creditori concorrenti<sup>65</sup>. Su tale presupposto l'unico metro di valutazione dell'efficienza

<sup>61</sup> Volendo fare una previsione, è probabile che il Governo indicherà la disciplina della composizione negoziata tra le misure attuative della Direttiva, posto che, oltre alla disposizione sui crediti dei lavoratori, contiene altre disposizioni a ciò chiaramente dirette; tali sono l'art. 18, comma 3, secondo periodo, c.c.i.i. (“anticipato” con l'art. 6, comma 3, d.l. n. 118/2021) che ricalca il disposto dell'art. 6, paragrafo 5, Direttiva UE; l'art. 19, comma 6 (relativamente al necessario carattere non “*sproporzionat[o] rispetto al pregiudizio arrecato ai creditori istanti*”), che sembra rifarsi all'art. 6, paragrafo 7, lett. b), Direttiva UE.

<sup>62</sup> Cfr. il *considerando* n. 2. A riguardo RINALDO, *Il salvataggio delle imprese in crisi: l'attuazione della Direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza in Germania e in Olanda e prospettive per l'ordinamento italiano*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2020, 1512.

<sup>63</sup> Il riferimento è in particolare al c.d. sistema Uncitral, sul quale si fondano gli interventi normativi eurounitari dell'ultimo quarto di secolo. Sui rapporti tra “Sistema Uncitral” e diritto nazionale si consenta il rinvio a BOGGIO, *Cooperazione giudiziaria e coordinamento gestionale nel Sistema Uncitral. Il c.c.i., anche alla luce della direttiva n. 1023/2019/ue, è un'occasione persa?*, in *Dir. Comm. Int.*, 2020, 985 ss.

<sup>64</sup> Tra gli altri, RONDINONE, *Il mito della conservazione dell'impresa in crisi e le ragioni della “commercialità”*, Milano, 2012, 332 s.

<sup>65</sup> Così DI MARZIO, *Insolvenza dell'imprenditore e conservazione dell'impresa*, in *Giustiziacivile.com*, 24 marzo 2017, 23; FABIANI, *La par condicio creditorum al tempo del codice della crisi*, in *Quest. Giust.*, 2019, 223.

del sistema normativo destinato alla preregolazione o alla regolazione della crisi e dell'insolvenza dovrebbe essere costituito dalle percentuali e dai tempi di recupero dei crediti.

Ciò non è vero per la composizione negoziata, che contempera (e protegge) interessi anche di altri soggetti. A ben vedere, non è neppure del tutto vero che già nel previgente quadro legislativo – ossia nel vigore della legge fallimentare – gli interessi di quegli altri soggetti non avessero rilievo e non godessero di protezione da parte dell'ordinamento giuridico. L'esistenza di norme volte ad assicurare un bilanciamento adeguato non solo rispetto ai creditori, ma anche rispetto agli interessi dei contraenti *in bonis* – ossia, di controparti di contratti non ancora integralmente eseguiti anche da parte di queste ultime<sup>66</sup> – dimostrava come le procedure concorsuali non fossero dirette a trovare soltanto un adeguato riparto del “danno” da insolvenza tra i creditori, ma come dette procedure fossero pure funzionali a consentire la prosecuzione o la cessazione dei rapporti pendenti secondo principi non finalizzati strettamente alla tutela del credito<sup>67</sup>. Mentre nell'originario impianto della legge fallimentare solo il concordato preventivo comportava – ed il punto va sottolineato – una forma speciale di parziale rinegoziazione forzata dei rapporti contrattuali<sup>68</sup>, con le riforme promulgate dal 2005 in poi si introdussero, in un primo tempo, strumenti di rinegoziazione volontaria – come gli accordi di ristrutturazione dei debiti – e, successivamente, ulteriori regole – quelle sulla c.d. efficacia estesa degli accordi – che imposero effetti modificativi dei negozi concordati con qualche controparte dell'imprenditore-debitore anche ad altre controparti rimaste estranee alla rinegoziazione; così, si giunsero a realizzare talune modificazioni coatte del contenuto dei rapporti ancor da eseguire<sup>69</sup>.

Alla luce di ciò, già nel contesto normativo anteriore all'entrata in vigore del d.l. n. 118/2021 – e pure a prescindere dal fatto che la stessa gerarchia dei crediti caratterizzante le regole di *par condicio* non è improntata ad una generalizzata massimizzazione

<sup>66</sup> Oltre alla disciplina contenuta negli artt. 72 ss. l. fall., fondamentale è il riferimento all'art. 169-*bis*, perché prevede un temperamento eteronomo del principio generale secondo il quale il contratto avrebbe forza di legge tra le parti (art. 1372 c.c.).

<sup>67</sup> Infatti, la disciplina dei rapporti pendenti prendeva in considerazione, oltre che l'interesse della generalità dei creditori ad evitare che la massa passiva gravata di ulteriori crediti concorrenti (e, perciò, che siano ridotte le aspettative di massimizzazione del recupero individuale del proprio credito in capo a ciascuno di essi), anche quelli dei contraenti *in bonis* – ad esempio – a sciogliersi dal rapporto a fronte dell'escussione della garanzia rilasciata pur se ciò incrementasse il passivo (art. 72-*bis*) o a fronte dell'ancora non avvenuta consegna della cosa venduta, spedita e non pagata, sebbene lo scioglimento comportasse una diminuzione dell'attivo ripartibile (art. 75); e così via.

<sup>68</sup> La rinegoziazione promossa attraverso la disciplina del concordato preventivo nella versione adottata nel 1942 era caratterizzata da un limitato potere della maggioranza, in quanto v'erano vincoli stringenti di *par condicio* e – quantomeno nel concordato c.d. per garanzia – soglie quantitative minime da rispettare. Né, per quanto comportasse una modificazione dei rapporti contrattuali in essere, poteva ricondursi al concetto di rinegoziazione la disciplina che consentiva di eventualmente sciogliere le parti da quei rapporti. Infatti, si trattava di norme dirette soltanto a permettere al curatore di conservare o estinguere contratti, ma non ad ottenere delle modificazioni dei contratti stessi.

<sup>69</sup> V. l'art. 182-*septies* (il cui contenuto è stato successivamente trasfuso nell'art. 182-*octies*, con estensione “generalizzata” della disciplina a tutti i creditori), nella misura in cui ebbe a prevedere l'estensione degli effetti della ristrutturazione del debito mediante accordi conclusi con la maggioranza rafforzata dei creditori “*anche ai creditori non aderenti che appartengano alla medesima categoria*”, sancì chiaramente che ciò avveniva “*in deroga agli articoli 1372 e 1411 del codice civile*” e, quindi, al principio di relatività degli effetti del contratto. Oggi, la previsione è confluita nell'art. 62 c.c.i.i.

dei pagamenti da parte del debitore – era chiaro che non solo obiettivi di efficienza economica, ma anche scelte di maggiore o minore meritevolezza dei creditori e delle altre controparti contrattuali segnavano le procedure concorsuali, conferendo ad esse finalità equitative e redistributive conclamate dalla giurisprudenza di legittimità nella ricostruzione funzionale della disciplina delle azioni revocatorie fallimentari<sup>70</sup>. Queste scelte legislative, in altre parole, dimostravano che l'ordinamento anteriore già si prefiggeva non soltanto un risultato di efficienza in termini puramente economici, ma anche obiettivi di giustizia, la cui realizzazione concreta avrebbe dovuto essere il parametro di giudizio del successo o meno degli interventi normativi via via compiuti.

Ciò focalizzato sul piano degli obiettivi della disciplina e, quindi, della scala di valori da utilizzarsi nel valutarla, il nuovo istituto della composizione negoziale della crisi persegue ancora più nettamente, nella prospettiva – parrebbe – della conformazione agli orientamenti internazionalmente più condivisi<sup>71</sup> e dell'attuazione del diritto eurounitario<sup>72</sup>, una vasta tipologia di risultati che vanno ben oltre la mera massimizzazione del recupero dei crediti da parte dei creditori.

Fino a quando vi siano possibilità sufficientemente concrete di far continuare l'attività o, almeno, di salvaguardare una parte delle relazioni giuridiche aziendali esistenti, deve darsi rilievo agli interessi non ancora irrimediabilmente compromessi dalla crisi/insolvenza del debitore e ciò in misura inversamente proporzionale al grado della loro compromissione. In tal senso vanno lette le previsioni di interlocuzioni con i lavoratori (art. 4, comma 3, c.c.i.i.)<sup>73</sup>, il coinvolgimento di “*altri soggetti interessati*”, non rientranti nella categoria dei creditori (art. 16, comma 4), quali i fornitori di beni e servizi nonché le banche (ed una serie di altri soggetti finanziari e di *servicers*) quali potenziali fornitori di futuro credito (art. 16, comma 5) ed, ancora, l'obbligo del debitore di gestire “*senza pregiudicare ingiustamente l'interesse dei creditori*” (art. 16, comma 4) ed “*evita[ndo] pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività*” (art. 21, comma 1, secondo periodo). Dal che si deve dedurre la necessità di orientare il nuovo istituto non solo e non tanto alla massimizzazione del recupero da parte dei creditori, ma, piuttosto, alla minimizzazione dell'impatto della crisi/insolvenza su una più vasta gamma di *stakeholders* e sulla differente tipologia di interessi che ad essi fanno capo e che comunque non escludono pure i creditori. Si tratta, se non di un mutamento, quantome-

---

<sup>70</sup> V. Cass., SS.UU., 28 marzo 2006, n. 7028, commentata, tra gli altri, da GUERRIERI, *Le Sezioni Unite riconoscono la funzione distributiva della revocatoria fallimentare, ma il legislatore la... mette in crisi*, in *Giur. Comm.*, 2007, II, 573 ss. e da PATTI A., *Natura dell'azione revocatoria fallimentare: le sezioni unite difendono il feticcio della par condicio*, in *Fall.*, 2006, 1136 ss.; la posizione delle Sezioni Unite è stata ripresa ancora di recente da Cass., 14 maggio 2018, n. 11652 e da Cass., 28 ottobre 2019, n. 27443.

<sup>71</sup> Gli scopi di un equilibrato sistema di prevenzione o di gestione dell'insolvenza, secondo l'ottica internazionalmente condivisa, sono ben chiariti nell'art. 1 *Model Law on Cross-Border Insolvency*, ove la massimizzazione del recupero da parte dei creditori non è neppure menzionata, limitandosi l'UNCITRAL a promuovere la “*corretta ed efficiente amministrazione delle insolvenze*” come mezzo che “*protegge gli interessi di tutti i creditori e delle altre persone interessate, incluso il debitore*” (lett. c), e la “*protezione e massimizzazione del valore dell'attivo del debitore*”, ma non necessariamente nel solo interesse dei creditori (lett. d).

<sup>72</sup> La Direttiva UE n. 1023/2019, in particolare, esplicita un'ampia serie di obiettivi, declinandoli nei molti *considerando* che precedono l'articolo e che qui sarebbe ridondante riportare. Perciò, ci si limita al mero rinvio ad essi a dimostrazione di quanto esposto nel testo.

<sup>73</sup> Le obbligazioni di informazione e di interlocuzione – originariamente introdotte con specifico riferimento alla composizione negoziata (art. 4, comma 8, d.l. n. 118/2021 – oggi sono “generalizzate” per tutti i procedimenti regolati dal Codice mediante la collocazione nell'art. 4 ossia tra i “*principi generali*”.



no di un (ulteriore) ri-orientamento di prospettiva da parte del legislatore verso una maggiore considerazione del ruolo svolto più in generale dall'impresa nel mercato, valorizzandone dunque il contributo oggettivo al benessere collettivo e oggettivizzando, perciò, il comportamento di tutti i soggetti coinvolti nella fase (critica) della crisi o della pre-crisi<sup>74</sup>.

Un profilo ulteriore va poi sottolineato, prendendo spunto anche da talune delle previsioni poc'anzi menzionate e che dimostra quanto il ri-orientamento sia ancora più netto in funzione della tutela, *in primis*, degli interessi del debitore. La disciplina fa emergere la convergenza tra questi ultimi e gli interessi degli *stakeholders* diversi dai creditori monetari in senso stretto. Infatti, la prosecuzione dell'attività appare oggettivamente finalizzata ad offrire a costoro ed al debitore utilità che la prospettiva di mera massimizzazione del recupero dei crediti in essere, invece, porrebbe fortemente in dubbio e, comunque, non consentirebbe di perseguire primariamente. In tal senso depone il citato l'obbligo del debitore di gestire “*evita[ndo] pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività*”, ma soprattutto “*senza pregiudicare ingiustamente l'interesse dei creditori*”. In altre parole, l'obbiettivo primario del legislatore non è la conservazione della garanzia patrimoniale esistente, ma la continuità dell'impresa nel periodo a venire. La prosecuzione, ovviamente, non esclude vantaggi per i creditori monetari in termini di incremento delle percentuali di recupero; tuttavia, non è diretta a ciò prima di tutto; in sostanza, l'interesse dei creditori è un limite, non un fine.

*7. Misure protettive e cautelari ed evoluzione della disciplina.* – Che rilievo ha tutto quanto finora esposto per le misure protettive e cautelari in pendenza di composizione negoziata?

Il sistema concorsuale italiano, tradizionalmente, non conosceva misure cautelari speciali per il campo dell'insolvenza, se non per quanto concerne i provvedimenti adottabili ai sensi dell'art. 146 l. fall. nei confronti dei membri degli organi sociali contro cui esperire l'azione di responsabilità. Solo con la riforma “organica” del 2006 era stato introdotto l'art. 15, comma 8, l. fall. allo scopo di prevedere forme di cautela indirizzate ad anticipare gli effetti della sentenza dichiarativa del fallimento, a salvaguardia delle finalità proprie della procedura concorsuale. Sotto tale profilo, le misure attuavano il noto principio su cui si fonda il sistema cautelare italiano, ossia la strumentalità ad un provvedimento finale da adottarsi all'esito del procedimento al quale afferiscono; in altre parole, la cautela anticipava o assicurava comunque gli effetti del provvedimento richiesto nel processo a tutela di un “bene della vita”. Nonostante l'assenza di disposizioni puntuali a riguardo, nel quadro dell'impostazione tradizionale più sopra ricordata, anche le cautele “fallimentari” sono sempre state “lette” come forme di protezione preventiva dei creditori, più che come strumento a disposizione pure del debitore per salvaguardare la futura efficacia del procedimento concorsuale in quanto mezzo per soddisfare anche un suo interesse alla massima soddisfazione delle altre parti coinvolte nella sua

---

<sup>74</sup> In tal senso vanno, infatti, lette le disposizioni contenute nell'art. 16 – ed, in particolare, nei commi da 4 a 6 – nella misura in cui impongono più puntuali doveri collaborativi, orientandoli alla promozione di trattative efficaci per l'auspicata (ma non imposta) composizione utile a risanare l'impresa attraverso il superamento degli squilibri di cui all'art. 12.

crisi/insolvenza. Sebbene non frequenti, si annoverava tuttavia qualche provvedimento giudiziale che accoglieva istanze cautelari del debitore, perché, pur nel silenzio della norma, un provvedimento protettivo del suo patrimonio e dell'attività d'impresa<sup>75</sup> avrebbe potuto essere dal medesimo richiesto nell'interesse dei creditori e di altri *stakeholders*<sup>76</sup>.

Quanto alle misure protettive, il discorso è più articolato ed è anche necessario intendersi sul novero di queste ai fini del presente studio; infatti, è inutile includere nell'insieme in questione norme o strumenti di protezione del patrimonio del debitore o dell'impresa che non trovino un omologo negli artt. 18 e 19 c.c.i.i., perché, così, si finirebbe per compiere un confronto tra termini non omogenei e, quindi, sistematicamente incoerente nell'ottica di comprendere l'evoluzione normativa relativa a diritti e doveri del debitore che acceda al nuovo istituto della composizione negoziata. In generale, "protettive" sono le misure contro la disgregazione del patrimonio nel corso di una procedura concorsuale e che "sterilizzano" gli effetti di atti validamente compiuti prima di essa ma in un periodo "prossimo" alla sua apertura. Certamente riconducibili all'insieme in questione sono le previsioni che sanciscono la nullità delle azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore assoggettato ad una procedura di crisi o d'insolvenza<sup>77</sup>, ma, riterrei, anche quelle che precludono gli effetti, ai fini del concorso tra creditori, di ipoteche giudiziali iscritte in periodo<sup>78</sup>. Per quanto siano suscettibili di proteggere i creditori contro atti di dispersione del debitore, non possono essere qui considerate "misure protettive" le disposizioni che limitano la capacità di disporre del debitore nel concordato preventivo o nel fallimento.

Detto della funzione, dal punto di vista della struttura le misure protettive erano caratterizzate nell'originario impianto della legge fallimentare, che non conosceva misure cautelari "speciali", da rigoroso automatismo, cioè si applicavano *ex lege* per il solo fatto che iniziasse il procedimento concordatario<sup>79</sup> o quello fallimentare<sup>80</sup> (oppure quello di omologazione di un accordo di ristrutturazione già concluso)<sup>81</sup>. Pertanto, a prescindere da specifiche istanze (ed, anzi, senza possibilità di fare specifiche istanze in tal senso da parte del debitore o dei creditori), si aveva per legge la preclusione di attività espropriative suscettibili di disgregare il patrimonio del debitore o di incidere sulla continuità

<sup>75</sup> V. Trib. Benevento, 1° dicembre 2011, in *Fall.*, 2012, 715 ss. con nota di BELLÉ, *Nuove frontiere della tutela cautelare prefallimentare*; a Trib. Milano, 25 marzo 2010, in *Dir. Fall.*, 2010, II, 552 ss. con nota di GRECO, *Il trust ordinato dal tribunale per preservare l'impresa e i suoi valori*.

<sup>76</sup> Ad esempio, i lavoratori Trib. Busto Arsizio, 28 luglio 2009, in *Il Caso.it*, I, 2027, posto che il tribunale avrebbe il potere di emettere i provvedimenti più opportuni per la conservazione del patrimonio o dell'impresa (Trib. Monza, 11 febbraio 2009, in *Giur. comm.*, 2010, II, 493). A riguardo v. MONTANARO, *Il procedimento per la dichiarazione di fallimento*, in *Le riforme della legge fallimentare*, a cura di DIDONE, Assago, 2009, 289.

<sup>77</sup> Ciò appare evidente per la previsione che "i creditori non possono (...) iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul suo patrimonio o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività d'impresa" (art. 18, comma 1, secondo periodo).

<sup>78</sup> Depone in tal senso la previsione secondo la quale "i creditori non possono acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore (...) sul suo patrimonio o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività d'impresa" (art. 18, comma 1, secondo periodo).

<sup>79</sup> Così il disposto dell'art. 168 l. fall.

<sup>80</sup> Cfr. l'art. 51 l. fall.

<sup>81</sup> Ciò, però, soltanto far data dall'entrata in vigore della riforma "urgente" del diritto fallimentare nel 2005 con la previsione di cui all'art. 182-bis, comma 3, l. fall. la quale richiamava il disposto dell'art. 168.

dell'esercizio dell'impresa. Queste misure protettive avevano, comunque, l'obiettivo di assicurare i beni del debitore alle finalità della procedura concorsuale destinata, in caso di insolvenza, ad avere un esito in termini di spossessamento del debitore stesso e, quindi, ad essere indirizzata alla realizzazione prioritaria di interessi alieni rispetto a quelli di costui<sup>82</sup>. In concreto, dunque, le misure protettive tendevano a coordinarsi con le regole di spossessamento e si confermava la finalizzazione, in ultima istanza, alla tutela creditori. L'automatismo ed il carattere universale delle misure ponevano problemi di contenimento di interessi anche di rango costituzionale, così come di compressione dell'autonomia privata nel chiedere il blocco delle azioni esecutive solo quando effettivamente utile al perseguimento degli interessi coinvolti.

In anni più recenti la legge fallimentare ha accolto un nucleo di disposizioni protettive del patrimonio del debitore a carattere non solo non "automatico", ma anche più orientato alla realizzazione di interessi – anche se non esclusivamente – precipuamente del debitore. Infatti, in virtù del "nuovo" sesto comma nell'art. 182-*bis* erano state rese ammissibili misure protettive già in pendenza di una negoziazione per la sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione del debito, peraltro senza escludere l'eventualità di esperire in continuità il procedimento di concordato preventivo, qualora non fosse raggiunto l'accordo con una quantità sufficiente di creditori. Per un verso, il legislatore aveva preso atto delle difficoltà pratiche per i debitori di denunciare precocemente la propria situazione di difficoltà economica, patrimoniale e/o finanziaria ai propri creditori in mancanza di strumenti protettivi contro azioni di costoro tese ad acquisire preferenze sul suo patrimonio o, direttamente, a soddisfazione prioritaria sullo stesso. E ciò non tanto per assicurare il rispetto della *par condicio creditorum*<sup>83</sup>, quanto, piuttosto, per tranquillizzare il debitore in ordine alla possibilità di evitare la disgregazione del compendio aziendale potendo così proseguire utilmente l'attività. Per altro verso (e sul piano strutturale), era stata prevista l'emissione di una pronuncia confermativa di effetti legali altrimenti meramente interinali, in quanto destinati a durare soltanto il tempo necessario affinché si tenesse la discussione dinanzi al giudice e sotto condizione che quest'ultimo ne condividesse la necessità rispetto alle finalità sancite dall'ordinamento.

L'evoluzione del quadro con concessione al debitore di uno strumento incentrato sul suo interesse, prima che su quello dei creditori, ha fatto emergere l'acquisita percezione dell'importanza di proteggere anche il debitore in chiave di *early intervention*, soluzione tanto sollecitata in ambito transnazionale per favorire un maggior numero di risanamenti di imprese, altrimenti a rischio di approcci troppo tardivi alla crisi per essere idonei a risolverla. A questo ri-orientamento più *debtor-friendly*<sup>84</sup> ha corrisposto – da un lato – l'eliminazione dell'automatismo protettivo connesso con la pubblicazione della domanda, ma – dall'altro – l'inesistenza di una correlazione con forme di spos-

---

<sup>82</sup> Infatti, una volta intrapresa la strada del concordato preventivo o della prefallimentare, il debitore non aveva più la possibilità di recuperare il pieno possesso dei suoi beni, salvo che non rimuovesse l'insolvenza ed evitasse, quindi, anche l'istanza del pubblico ministero ai sensi dell'art. 7 l. fall.

<sup>83</sup> Decisiva è l'assenza di una previsione che retrodati la decorrenza del periodo sospetto per la proposizione delle azioni revocatorie fallimentari al momento della pubblicazione dell'istanza ai sensi dell'art. 182-*bis*, comma 6, l. fall., come, invece, accade per la pubblicazione del ricorso per l'ammissione al concordato preventivo.

<sup>84</sup> Mettere in luce che le misure sono "più" *debtor-oriented* non significa negare che non siano anche dirette a proteggere altri *stakeholders* (creditori, lavoratori, terzi contraenti, amministrazioni fiscali, ecc.).

sessamento (anche soltanto attenuato). La coerenza con i principi tipici del contesto concorsuale non ne è risultata compromessa sul presupposto di una situazione “soltanto” pre-concorsuale: l’avvio della negoziazione era frutto di un impulso del debitore non ancora tanto pressato dai creditori da ricorrere al concordato preventivo (o al fallimento) con i suoi più pregnanti effetti in termini di protezione contro le azioni disgregative dei creditori stessi, ma il sindacato giudiziale preveniva il ricorso abusivo alle protezioni concesse dalla legge<sup>85</sup>. Il meccanismo di conferma/modifica/revoca corrispondeva ad un contesto in cui il debitore – senza essere ancora insolvente – non aveva ancora assunto vincoli riguardo ad una determinata soluzione della crisi, ma avrebbe potuto addirittura non assumerne<sup>86</sup>.

Un'altra osservazione s'impone. Il debitore poteva coinvolgere nella negoziazione anche una parte soltanto – per quanto maggioritaria – dei propri creditori e chiedere la protezione solo quando gli serviva effettivamente; ciò in considerazione dalla durata breve della stessa. Orbene, la limitazione degli effetti dell'automatismo protettivo soddisfaceva pure un'esigenza di bilanciamento tra gli interessi dei partecipanti alla negoziazione con quelli di coloro che vi restavano estranei e che, per quanto mantenessero intatti i diritti pregressi, potevano patire restrizioni nel potere di ottenere il soddisfacimento coattivo e, pertanto, una compressione dell'effettività della tutela altrimenti offerta dall'ordinamento.

In definitiva, l'ordinamento concorsuale (e pre-concorsuale) appare essersi evoluto in direzione di una “modulata” automaticità in rapporto alla strumentalità della misura protettiva alla realizzazione degli scopi di una procedura più o meno *debtor-oriented*, ma tenuto altresì conto della sua potenziale utilità in concreto per tutti i creditori. Mentre in caso di procedure d'insolvenza più fortemente indirizzate al soddisfacimento dell'interesse di soggetti diversi dal debitore l'automatismo “secco” è ammissibile, in quelle preliminari ad una ristrutturazione del debito non ancora certa – e, perciò, utili al debitore per individuare la soluzione per il medesimo preferibile/più praticabile – vi sono maggiori rischi di deviazioni da un percorso virtuoso nell'interesse dei primi e, dunque, l'automatismo necessita di essere *sub judice*.

8. (Segue): *le ulteriori evoluzioni con e del c.c.i.i.* – Nel volgere del triennio 2019-2021 il legislatore è intervenuto tre volte sulle misure protettive e i provvedimenti cautelari, portando forse a compimento un profondo cambiamento nella struttura delle prime ed innovando funzionalmente le seconde. Infatti, quanto alle misure protettive, sia il regime contenuto nella versione originaria del c.c.i.i. che quello delineato dal d.l. n. 118/2021 (e poi comunque trasfuso nel medesimo c.c.i.i., ma in occasione di modifi-

---

<sup>85</sup> Sebbene pressoché trascurato dopo il decreto correttivo del 2007, il nuovo comma 6 dell'art. 182-bis si prestava a prevenire gli abusi di ricorso alle protezioni legali per assenza dei presupposti di (futura) omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti in ipotesi di intervento troppo precoce piuttosto che tardivo. Un aspetto sottolineato nella letteratura internazionale è la necessità di evitare l'accesso a strumenti “speciali” di diritto dell'insolvenza, che impongono deroghe al diritto privato in una prospettiva *debtor-oriented*, quando il debitore non si trovi ancora in una situazione sufficientemente grave per cui un'impresa ancora *viable* rischi di essere liquidata con pregiudizio degli *stakeholders*.

<sup>86</sup> Solo con il deposito dell'accordo per l'omologazione la protezione poteva operare *ex lege* (v. art. 182-bis, comma 3).

che della disciplina protettiva e cautelare prevista in via generale dalla versione originaria del c.c.i.i.<sup>87</sup>) battono la strada della limitazione degli effetti dell'automatismo protettivo ed accomunano sul piano della disciplina procedurale conferma/modifica/revoca delle misure protettive ed emissione dei provvedimenti cautelari. Sebbene ciò possa suggerire l'idea di una comunanza funzionale delle due tipologie di misure nei successivi contesti normativi, in realtà nasconde differenze sul piano delle finalità.

Questa non è la sede d'indagine di ogni differenza, ragion per cui ci si limita agli aspetti di maggior rilievo sul piano della funzione e della struttura delle misure in parola non senza chiarire, preliminarmente, che oggi il Codice contiene due diversi gruppi di norme destinati a regolare, il primo (per collocazione), soltanto le misure protettive e cautelari in pendenza di composizione negoziata (qualificabili come "speciali")<sup>88</sup> ed, il secondo, anche quelle connesse con le trattative e gli altri procedimenti regolati dal Codice per affrontare crisi o insolvenza (qualificabili come "generali")<sup>89</sup>. Il rapporto tra i due insiemi è di complementarità come emerge chiaramente dalla previsione che quelle cautelari "generali" possono essere concesse anche dopo la pubblicazione dell'istanza di accesso alla composizione negoziata, tenuto conto dello stato delle trattative e delle misure "speciali" eventualmente già concesse o confermate<sup>90</sup>; dunque, le une possono accompagnarsi alle altre e ciò, segnatamente, in ragione della diversa finalizzazione.

Nell'ambito della disciplina della composizione negoziata, entrambe le tipologie di misure – protettive o cautelari – si appalesano come strumenti di protezione, seppur di esigenze non perfettamente coincidenti, posto che le misure protettive hanno per oggetto il patrimonio, mentre quelle cautelari si configurano come strumento "*necessario per condurre a termine le trattative*"<sup>91</sup>. Proprio la specifica strumentalità delle misure

---

<sup>87</sup> Va ricordato, infatti, che la versione originaria del c.c.i.i., oltre a contenere una disciplina "generale" delle misure protettive e cautelari negli artt. 54 e 55, conteneva nell'art. 19 anche uno "speciale" regime protettivo in pendenza del procedimento di composizione assistita, articolo quest'ultimo mai entrato in vigore ed oggi abrogato così come l'intera regolamentazione di detto istituto. In occasione della trasfusione della composizione negoziata nel Codice, il legislatore è intervenuto anche sugli artt. 54 e 55.

<sup>88</sup> Si tratta degli artt. 18 e 19.

<sup>89</sup> Il riferimento è ai già citati artt. 54 e 55.

<sup>90</sup> In tal senso il secondo periodo del primo comma del novellato art. 54.

<sup>91</sup> Così, l'art. 19, comma 1, primo periodo, c.c.i.i. in linea di continuità con l'art. 7 d.l. n. 118/2021. Si può, pertanto, disquisire se le misure protettive – oltre che volte ad assicurare, come parrebbe, la conservazione del patrimonio in funzione di mantenerlo disponibile per dar utilmente corso al programma che auspicabilmente scaturirà dalla negoziazione – possano considerarsi indirizzate a prevenire, ad esempio, situazioni incompatibili con la futura attuazione della *par condicio creditorum* oppure continuità aziendale in capo a terzi. Un'opzione piuttosto che l'altra incidono sulle possibilità di conferma/modifica/revoca da parte del giudice delle misure protettive in prima battuta efficaci *ex lege*. Comunque, i primi provvedimenti pubblicati evidenziano che le misure protettive, in caso di "insussistenza di iniziative esecutive o cautelari da parte dei creditori", "hanno l'esclusiva funzione di consentire l'avvio e la prosecuzione di trattative con i creditori in una prospettiva non sbilanciata" (così Trib. Milano, 22 gennaio 2022, in *Il Caso.it*, I, 10169), ragion per cui, nel perseguimento dell'"obiettivo di assicurare il buon esito delle trattative", non devono apparire "sproporzionate rispetto al pregiudizio arrecato ai creditori istanti" (Trib. Milano, 21 luglio 2022, in *Quot. Giur.*, 19 settembre 2022). Il giudice comunque, "pur non potendo spingersi sino a sindacare il merito delle trattative, che restano demandate all'autonomia privata, deve tener conto dello sviluppo della composizione negoziata e delle prospettive di successo delle trattative stesse nell'ottica della ragionevole perseguibilità del risanamento dell'impresa" (così, ancora, Trib. Milano, 21 luglio 2022, cit.); centrale nel contemperamento dell'interesse del debitore alla protezione della negoziazione e dei creditori a non subire

cautelari “speciali” – riservate oltre tutto all’iniziativa del solo debitore in pendenza di procedimento di composizione – alla salvaguardia della possibilità di condurre una negoziazione proficua con i creditori<sup>92</sup> crea una divaricazione funzionale rispetto ai mezzi di cautela “generali” previsti dal c.c.i.i.<sup>93</sup>, ov’è stabilito che “*su istanza di parte [quindi, non solo e non tanto del debitore], il tribunale può emettere i provvedimenti cautelari, inclusa la nomina di un custode dell’azienda o del patrimonio, che appaiano, secondo le circostanze, più idonei [e qui la profonda divergenza funzionale] ad assicurare provvisoriamente l’attuazione delle sentenze di omologazione di strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza e di apertura delle procedure di insolvenza*”. In altri termini, i provvedimenti cautelari “generali” sono emessi nella prospettiva di un procedimento di regolazione della crisi o d’insolvenza destinato ad operare nella sua pienezza in un momento successivo, mentre quelli cautelari “speciali” – e, peraltro, “atipici” – sono diretti ad assicurare l’efficacia della composizione negoziata tendenzialmente senza incidenza su procedimenti successivi. Invertendo il paradigma precedente, secondo il quale le misure protettive rispondevano anche – ma non solo – ad un interesse del debitore e i provvedimenti cautelari – invece – alla preservazione degli interessi dei creditori, il Codice (dopo il d.l. n. 118/2021) prevede distinte funzioni e discipline per le misure “speciali” e per quelle “generali”, mettendo i provvedimenti cautelari al servizio delle finalità di un procedimento che, s’è visto, è diretto a soddisfare *in primis* l’interesse del debitore a organizzare la prevenzione o la risoluzione della propria crisi o insolvenza. Dunque, i provvedimenti cautelari “speciali” finiscono per rispondere, ancor più delle misure protettive, alle necessità proprie delle *pre-packaged strategies*, programmate e negoziate dal debitore con tutti gli *stakeholders* chiave ancor più se si considera che le misure protettive – “speciali” o “generali” che siano – presentano, in quanto tipiche, una minore flessibilità operativa<sup>94</sup>; la (pur solo temporanea) automaticità delle misure protettive, di cui sono del tutto privi i provvedimenti cautelari “speciali”, sembra peraltro potersi rapportare con la tipicità/atipicità, istituendo una corrispondenza tra *numerus clausus* ed efficacia *ex lege*, da un lato, e flessibilità di contenuti e necessità di previo sindacato giurisdizionale, dall’altro.

Il fatto che, processualmente, le due forme di promozione della composizione negoziata siano soggette al medesimo procedimento agevola il coordinamento non tanto delle istanze del debitore come tali, quanto, soprattutto, della deliberazione sulle stesse e del loro mantenimento nel tempo a seconda dell’andamento della negoziazione e delle necessità di salvaguardia degli interessi in gioco<sup>95</sup>. Sotto questo profilo, prevale ancora una volta l’istanza accolta anche in via generale dal c.c.i.i., ispirata alla creazione di un contenitore procedimentale unitario, come tale, suscettibile di ridurre i rischi di

---

pregiudizi eccessivi sembrerebbe essere l’accertamento della buona fede del debitore (v. Trib. Milano, 14 luglio 2022, *ivi*, 26 agosto 2022).

<sup>92</sup> V. l’art. 19, comma 1, primo periodo.

<sup>93</sup> Il riferimento è all’art. 54, comma 1.

<sup>94</sup> Infatti, il carattere atipico di un provvedimento concede al giudice una maggiore discrezionalità nel delinearne il contenuto, potendo sfruttare uno strumento processuale più flessibile.

<sup>95</sup> La soluzione non era imposta dalla Direttiva UE n. 1023/2019, la quale, anzi, trascura di disciplinare le misure cautelari. Cfr. gli artt. 5 e 6, che, rispettivamente, si limitano a sancire il mantenimento del debitore nel possesso integrale – o, quantomeno, parziale – dei propri beni nonché la sospensione delle sole azioni esecutive quale misura di protezione del patrimonio del debitore.

inefficienze (e, quindi, di diseconomie), se non pure di conflitti tra decisioni giudiziarie<sup>96</sup>. Altro profilo di comunanza tra le misure protettive e provvedimenti cautelari, “generalisti” o “specialisti” che siano, è la pubblicità nel registro delle imprese, che, peraltro, determina un *vulnus* al carattere riservato della composizione e, perciò, alla sua efficacia come strumento di minor allarme nel contesto in cui l’impresa opera.

Un profilo, tuttavia, distingue nettamente la disciplina più recente rispetto al passato. Ancora con la versione primigenia del Codice tutte le misure protettive erano costruite come “universali”, cioè applicabili indistintamente ai creditori concorsuali (o potenzialmente concorsuali)<sup>97</sup>. L’art. 19, comma 4, ultimo periodo, per contro, stabilisce che “*sentito l’esperto, il tribunale può limitare le misure a determinate iniziative intraprese dai creditori a tutela dei propri diritti o a determinati creditori o categorie di creditori*”; quindi, sulla falsariga del modello francese<sup>98</sup> si ammette applicazione selettiva di tali misure, scegliendo i destinatari individualmente o per gruppi con l’unico limite di non poter applicare misure protettive in pregiudizio dei lavoratori<sup>99</sup>. Questa nuova impostazione apre certamente il campo a logiche potenzialmente in contrasto con la rigorosa applicazione della *par condicio creditorum*, ma offre al debitore (ed al giudice) la possibilità di intervenire per reprimere condotte abusive di singoli creditori (o comunque di prevenire gli effetti del c.d. *hold-out*<sup>100</sup>) e, per tale via, a favorire altresì il successo di *pre-packaged strategies* concordate con la maggioranza di essi.

9. *La composizione negoziata e doveri relativi alla gestione dell’impresa.* – Per stabilire quanto il ricorso a misure protettive e provvedimenti cautelari possa prestarsi agli obiettivi perseguiti dal debitore è necessario chiarire a quali vincoli gestionali soggiaccia il debitore in occasione della procedura di composizione negoziata, pur prendendo le mosse dal principio esplicitamente sancito dall’art. 21, comma 1, secondo il quale “*nel corso delle trattative l’imprenditore conserva la gestione ordinaria e straordinaria dell’impresa*”.

Riprendiamo dalla funzione del procedimento. La composizione negoziata non tende essenzialmente ad estinguere o rendere non più critiche le esposizioni debitorie, ma sembra prestarsi ad un ampio ventaglio di soluzioni riorganizzative dell’impresa o della sua struttura finanziaria e patrimoniale<sup>101</sup>; perciò, non si pone prioritariamente nella prospettiva di massimizzazione del recupero da parte dei creditori, ma in una ben più

<sup>96</sup> Sulle ragioni di un “procedimento unitario” si rinvia a MONTANARI, Il cosiddetto procedimento unitario per l’accesso alle procedure di regolazione della crisi o dell’insolvenza, in *Fall.*, 2019, 567 e segg.; PAGNI, L’accesso alle procedure di regolazione, *ibidem*, 550 e segg.; BOGGIO, L’accesso alle procedure di regolazione della crisi o dell’insolvenza, in *Giur. It.*, 2019, 1953 e seg.

<sup>97</sup> Infatti, è difficile affermare già in sede di composizione negoziata l’esistenza di un concorso tra creditori.

<sup>98</sup> In Francia, le misure protettive sono sempre disposte su base individuale ossia per inibire le azioni di un determinato creditore.

<sup>99</sup> Così l’art. 18, comma 3, per le misure protettive “speciali” e l’art. 54, comma 7, per quelle “generalisti”.

<sup>100</sup> L’*hold-out* è spesso praticato dal creditore che miri ad avvantaggiarsi individualmente, non essendo decisivo per il raggiungimento delle maggioranze necessarie alla fattibilità delle soluzioni discusse in sede di negoziazione e dunque potendo permettersi di lasciare l’onere della ristrutturazione a carico dei creditori invece decisivi per il successo del piano.

<sup>101</sup> Gli esiti potenziali della composizione negoziata sono esplicitati nell’art. 23.

libera – per il debitore – e atta all’eventuale perseguimento di obiettivi di valorizzazione dell’impresa nel medio-lungo periodo con ovvie ricadute positive non solo per i creditori, ma per tutti gli altri *stakeholders*. Il punto, prima del d.l. n. 118/2021<sup>102</sup>, era: i debiti sono scaduti o scadranno prima che il debitore potrà disporre della liquidità necessaria ad estinguerli integralmente via via che diventano esigibili, pertanto, prima d’altro, è necessario riequilibrare i flussi o, se ciò non sia fattibile, si devono ristrutturare le esposizioni in modo tale da estinguerle o riallineare entrate ed uscite il prima possibile.

La composizione negoziata costituisce una rottura rispetto a quest’impostazione, perché non solo non v’è spossessamento – neppure attenuato – del debitore (come nei casi di esperimento del procedimento per l’omologazione di un accordo o di un piano di ristrutturazione dei debiti)<sup>103</sup>, ma, addirittura, è sancito espressamente che unico limite all’azione del debitore sta nel dovere di gestire “*evita[ndo] pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell’attività*” (art. 21, comma 1, primo periodo) e “*senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori*” (art. 16, comma 4). Quindi, “*gli interessi dei creditori*” sembrerebbero poter essere lesi, seppur non “*ingiustamente*”, nella prospettiva di una visione d’insieme incentrata sulla promozione della salvaguardia o del recupero della continuità aziendale. Quella prospettiva si restringe quando le “*difficoltà*” siano tanto gravi che il debitore si ritrovi a compiere un *intervention* in una situazione non più compatibile con la qualifica di *early*.

Non è semplice comprendere, in particolare, la portata del nuovo precetto legale contenuto nel quarto comma dell’art. 16, che evoca il disposto dell’art. 2043 c.c. ed in tal misura sembrerebbe costituire una declinazione del principio generale del *neminem laedere* nel campo della prevenzione delle crisi e dell’insolvenza. Senza compiere in questa sede un’approfondita opera di sistematizzazione della norma nel contesto della disciplina generale della gestione delle imprese – anche in forma societaria ed in sede concorsuale<sup>104</sup> – che implicherebbe un’indagine ben più ampia del quadro legale, è ineludibile il rapporto non solo con il principio di adeguatezza organizzativa, ma anche con i doveri di condotta derivanti dal dettato dell’art. 2086, comma 2 che stanno alla base della responsabilità di chi gestisce un’impresa<sup>105</sup>. Tenuto conto di quanto previsto dalla norma da ultimo citata, il coordinamento tra le due disposizioni sulla gestione dell’impresa può essere soddisfacente nella misura in cui si riconosca alla seconda la funzione di imporre condotte attive nella selezione dello strumento più idoneo a superare la crisi nonché a recuperare la continuità aziendale ed alla norma del c.c.i.i. il compito di chiarire l’ammissibilità anche di condotte pregiudizievoli per i creditori, se

<sup>102</sup> Infatti, la previsione dell’art. 23 citato alla nota precedente era stata anticipata da quella, del tutto coincidente nella lettera, dell’art. 11 d.l. n. 118/2021.

<sup>103</sup> Nel caso del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione ai sensi dell’art. 64-*bis* ss. c.c.i.i. v’è soltanto una vigilanza del commissario sulla gestione straordinaria del debitore con possibilità di revoca dell’ammissione alla procedura in applicazione dell’art. 106.

<sup>104</sup> L’art. 104 l. fall., nel fissare le condizioni per l’esercizio provvisorio dell’impresa in corso di fallimento, si limita a sancire la necessità che “*non arrechi pregiudizio ai creditori*”, senza nessun riferimento all’ingiustizia del danno. L’art. 186-*bis*, in caso di concordato in continuità, pone la condizione che sia “*funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori*”.

<sup>105</sup> Ricordo che, sebbene non sia ancora in vigore, l’art. 3 c.c.i.i. estende a tutte le imprese (non societarie) un principio e regole analoghi a quelli sanciti dall’art. 2086, comma 2. Nonostante l’attuale difetto di vigenza di detta disciplina, non è ragionevole sostenere che quel principio e i connessi doveri non siano applicabili ad ogni altra struttura organizzata per lo svolgimento dell’attività d’impresa.



corrispondenti ad un accettabile contemperamento di tutti gli interessi meritevoli secondo l'ordinamento giuridico. Per essere più concreti, questo significa che, ad esempio, il debitore può compiere scelte suscettibili di ridurre nell'immediato il valore dell'impresa, ma tese a riguadagnarla ed incrementarla nel medio periodo, sebbene ciò possa rappresentare una forma di lesione della garanzia patrimoniale attuale; oppure, può giudicarsi legittimo porre a rischio parti di un patrimonio appena sufficiente a soddisfare i creditori, investendolo per la salvaguardia di una continuità aziendale funzionale a mantenere i livelli occupazionali e/o la prosecuzione dell'imposizione tributaria.

La formulazione dell'art. 16, comma 4, formalmente si discosta dal dettato dell'art. 2394 c.c. applicabile alle società per azioni, che sancisce in generale "*obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale*", subordinando soltanto la proponibilità dell'azione di responsabilità al fatto che il patrimonio sociale risulti "*insufficiente al soddisfacimento*" dei crediti. Tuttavia, secondo l'interpretazione prevalente gli obblighi di gestione conservativa della società divengono attuali soltanto in presenza di insufficienza patrimoniale e ciò tende far svanire lo iato tra la nuova previsione del c.c.i.i. e la norma del Codice Civile, quando il patrimonio del debitore non sia ancora in tale condizione. Ciò, soprattutto se si tiene conto che il successivo art. 21, comma 1, ammette una gestione dell'impresa ancora diretta soltanto ad "*evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività*" finché sussista, al massimo, una situazione di crisi; infatti, impone un ben più pregnante obbligo di gestire "*l'impresa nel prevalente interesse dei creditori*" soltanto allorché sopravvenga l'insolvenza e sotto condizione che siano comunque prospettabili "*concrete prospettive di risanamento*"<sup>106</sup>.

Così ricostruito il rapporto tra norma generale societaria (ma espressione di un principio applicabile a qualunque gestione imprenditoriale) e disciplina speciale dell'impresa in difficoltà, per quanto "crisi", "insufficienza patrimoniale" ed "insolvenza" integrino situazioni ben distinte, le diverse formulazioni si spiegano con l'esistenza – nel caso della fattispecie di cui all'art. 16 – di una consistenza patrimoniale dell'impresa tale da evitare perdite, anche minime, in capo ai creditori e, pertanto, l'inattualità della necessità di maggiori restrizioni all'operare del debitore stesso<sup>107</sup>; all'opposto, in caso di insufficienza patrimoniale, il debitore non potrà prendere decisioni imprenditoriali libere, ma dovrà improntare la propria gestione alla conservazione dell'attuale valore (dinamico) dell'impresa come mezzo di produzione di futuri profitti e (statico) del suo patrimonio come mezzo di attuazione della garanzia patrimoniale; invece, nella ben più grave situazione d'insolvenza può continuare a gestire sì l'impresa per conservarne il valore (dinamico), ma "*nel prevalente interesse dei creditori*" quando ancora vi siano "*concrete prospettive di risanamento*"<sup>108</sup>; se, infine, tali "*concrete prospettive*" difettino, non ha altra scelta che accedere ad una procedura liquidatoria, improntando la sua condotta alla massima valorizzazione del patrimonio, il che potrebbe, comunque, non escludere una gestione dell'impresa non meramente conservativa in funzione della sua alienazione in blocco nell'ambito di una procedura concorsuale<sup>109</sup>.

<sup>106</sup> Si può osservare che non necessariamente l'interesse dei creditori è meramente "conservativo".

<sup>107</sup> Il rapporto tra art. 16 c.c.i.i. e art. 2394 c.c. non è di deroga al secondo per opera del primo, ma di coesistenza.

<sup>108</sup> V. le diverse conclusioni di PASQUARIELLO F., *Note generali*, cit., 18.

<sup>109</sup> La *guideline* è tracciata dal disposto dell'art. 211, comma 2, c.c.i.i. Quanto esposto nel testo appare

10. *Ricorso alle misure protettive e cautelari, gestione delle “difficoltà” e prepackaged strategies.* – La Direttiva UE impone agli Stati di “consentire ai debitori in difficoltà finanziarie di continuare a operare, in tutto o in parte, modificando la composizione, le condizioni o la struttura delle loro attività e delle loro passività o di una qualunque altra parte della loro struttura del capitale, anche mediante la vendita di attività o parti dell’impresa o, se previsto dal diritto nazionale, dell’impresa nel suo complesso, come anche apportando cambiamenti operativi”<sup>110</sup>. La composizione negoziata è tra i “quadri” che in Italia dovrebbero mettere i debitori in condizione di organizzare il risanamento dell’impresa e di proseguirne l’attività; funzionali a ciò dovrebbero essere anche le misure protettive ed i provvedimenti cautelari, ai quali il debitore può fare ricorso per salvaguardare il patrimonio e l’attività dell’impresa. In realtà, nella misura fissata dall’art. 2086, comma 2, c.c. (e da tutte le altre norme che lo richiamano) non è solo un potere, ma anche un dovere di chi la dirige. Ed è un dovere volto ad assicurare “l’adozione e l’attuazione di uno degli strumenti previsti dall’ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale”. Pertanto, se il debitore accede alla composizione negoziata, deve condurre la trattativa in buona fede e correttezza per pervenire ad uno degli esiti indicati dall’art. 23, comma 1 (contratto di continuità biennale, convenzione di moratoria, accordo di risanamento), comma 2 (accordo di ristrutturazione, anche ad efficacia estesa o agevolato) oppure comma 3 (piano attestato di risanamento, concordato semplificato o una delle altre procedure previste dalla legge) e valutare la necessità di ricorrere a misure protettive e provvedimenti cautelari per agevolare il raggiungimento di uno di quei risultati.

Le misure e provvedimenti in parola – siano essi “speciali” o “generali”<sup>111</sup> – divengono strumento di gestione dell’impresa in corso di composizione negoziata ed anche mezzo di propulsione – ma con rischio di rivelarsi un frutto avvelenato<sup>112</sup> – della soluzione che eventualmente emerge nella trattativa con i creditori e gli altri partecipanti. Questo è un punto essenziale, che è necessario cogliere e calare nella realtà delle negoziazioni concorsuali; queste ultime – come qualunque negoziazione contrattuale – sono dinamiche, talora non improntate a rigorosa razionalità e destinate a chiudersi in tempi non necessariamente conformi ai *desiderata* delle parti. Perciò, le necessità di protezione del patrimonio, dell’impresa e della negoziazione stessa possono ben variare nel corso delle attività di composizione. La Direttiva ha imposto ai legislatori nazionali di prevedere “quadri” che soddisfino quelle necessità con l’occhio puntato al risultato e, cioè, al salvataggio del maggior numero possibile di imprese e alla minimizzazione dell’impatto delle sue difficoltà su tutti gli *stakeholders*.

Salvo che prima della composizione negoziata la trattativa sia già incanalata per sfo-

---

coerente con le considerazioni in materia di composizione assistita da CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell’impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, 14 ss.

<sup>110</sup> Cfr. il *considerando* n. 2.

<sup>111</sup> Si sottolinea che, nella prospettiva *pre-packaging*, anche le misure protettive ed i provvedimenti cautelari “generali”, in quanto diretti ad anticipare l’attuazione delle sentenze all’esito di procedure successive o a proteggere patrimonio ed impresa nell’ambito, nuovamente, di procedure successive, si prestano a costituire un utile strumento di promozione del buon fine della composizione negoziata.

<sup>112</sup> Infatti, la pubblicità che si accompagna alle misure protettive ed ai provvedimenti cautelari, rompe il velo della riservatezza ed espone patrimonio ed impresa alla reazione dei creditori e degli altri terzi prima non a conoscenza della trattativa. Dunque, la scelta di farvi ricorso deve essere ben ponderata anche sul piano dell’importanza rivestita in concreto dalla confidenzialità della procedura compositiva.

ciare in un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi degli artt. 57 ss., considerato che né gli artt. 18 e 19, né l'art. 54 ammettono – e, d'altronde, la Direttiva non lo imponeva – che la domanda sia proposta prima del deposito dell'istanza di apertura della procedura di composizione negoziata, è escluso che il debitore possa ottenere la protezione in funzione del successivo esperimento della composizione negoziata; quindi, se necessita di forme di protezione, anche di natura cautelare, deve avviare la procedura telematica nella piattaforma di cui all'art. 13, accelerandone, se del caso, la presentazione in attuazione del comando di agire tempestivamente evincibile sempre dall'art. 2086, comma 2, c.c.

In questo quadro, ci si deve chiedere innanzi tutto se e quando il debitore debba ricorrere o debba astenersi dal ricorrere alle misure protettive ed ai provvedimenti cautelari. Il criterio è la funzionalità al raggiungimento di uno dei risultati indicati dall'art. 23, perché la composizione negoziata ad essi è diretta. Ciò significa che non basta che la misura o il provvedimento agevolino la prosecuzione di una *qualunque* trattativa, ma è necessario che la trattativa concretamente in essere possa ragionevolmente sfociare nell'adozione di una delle soluzioni contemplate dal predetto art. 23, come dimostra la previsione di revocabilità che “*quando esse non soddisfano l'obiettivo di assicurare il buon esito delle trattative*”<sup>113</sup>. Dunque, il debitore deve o non deve ricorrervi – ed il giudice confermare/concedere – a seconda della fattibilità di una di quelle soluzioni e delle condotte negoziali auspicabili da parte di tutti gli interessati, tenuto conto dei doveri su ciascuno gravanti ai sensi dell'art. 4. Se si considera poi la natura dinamica delle negoziazioni in sede di composizione e volendo aderire all'idea dell'ammissibilità di misure e provvedimenti successivi all'avvio della procedura compositiva, è prospettabile che il debitore vi ricorra – e questo, in particolare, per i provvedimenti cautelari – per rimuovere determinati ostacoli sopravvenuti nel corso dello svolgimento delle trattative<sup>114</sup>. D'altro canto, il debitore deve astenersi dal ricorrervi non solo quando l'intera trattativa non possa più sfociare ragionevolmente in un “*buon esito*”, ma anche quando una misura *ad personam* – ossia volta a neutralizzare l'azione di uno specifico creditore o l'atto di un'altra controparte essenziali per la soluzione delle difficoltà in essere – potrebbe determinare l'altrui legittimo rifiuto a intraprendere o proseguire la negoziazione. Sul punto è anche prevista l'audizione dell'esperto<sup>115</sup>, che in quanto mediatore può avere il polso della situazione e non solo indirizzare adeguatamente il giudice nella decisione, ma anche – e prima – indirizzare il debitore stesso nelle sue istanze.

Il superamento dell'automatismo protettivo e l'attribuzione al debitore della legittimazione tanto alla proposizione di istanze cautelari quanto alla revoca/modifica delle stesse e delle misure protettive impongono di raccordare i doveri di corretta gestione dell'impresa con il divieto di abuso nell'accesso alla giustizia, inducendo ad una maggiore responsabilizzazione del debitore che meglio di ogni altro dovrebbe conoscere la propria situazione patrimoniale e le prospettive economico-finanziarie dell'impresa, nonché lo stato delle relazioni con ciascun creditore e con gli altri *stakeholders*. Questa

<sup>113</sup> Così l'art. 19, comma 6.

<sup>114</sup> Si pensi, ad esempio, l'inibitoria dell'escussione di una garanzia prestata ad un solo creditore – magari in momento molto prossimo all'apertura della procedura e con atto revocabile in ipotesi di pronuncia di fallimento – da un socio illimitatamente responsabile che intenda mettere a disposizione il cespite cauzionale a favore di tutti i creditori nell'ambito di un accordo di ristrutturazione.

<sup>115</sup> V. l'art. 19, comma 4.

maggior conoscenza, rispetto alla quale l'art. 16, comma 4, impone anche più specifici obblighi di *disclosure*<sup>116</sup>, deve essere messa al servizio del “*buon esito delle trattative*”, diversamente potendo generale responsabilità – civile e/o penale – del debitore per avere pregiudicato gli interessi altrui (creditori, lavoratori, banche, fornitori, amministrazione fiscale, ecc.). Obblighi sulla cui attuazione non solo vigila, ma dovrebbe anche esercitare una sorta di *moral suasion* l'esperto che, prim'ancora, è incaricato di “*agevola[re] le trattative tra l'imprenditore, i creditori ed eventuali altri soggetti interessati, al fine di individuare una soluzione per il superamento delle condizioni [di difficoltà] di cui al comma 1*”<sup>117</sup>.

Si è sottolineato, poi, che la composizione negoziata può legittimamente piegarsi alla pre-organizzazione dell'esperimento di una successiva procedura e dei suoi contenuti. Misure protettive e provvedimenti cautelari possono pertanto indirizzarsi ad assicurare le condizioni di fattibilità di una tal procedura in attuazione di un *prepackaged strategy* concordata con i principali *stakeholders*. In questa prospettiva, il ricorso alle predette misure e provvedimenti può essere oggetto di discussione con costoro e profilarsi come necessario e, dunque, dovuto da parte del debitore in attuazione dei doveri sanciti a suo carico dagli artt. 4 e 16. Sebbene esuli da questo studio l'indagine sulla misura in cui una *prepackaged strategy* possa essere oggetto di accordo tra il debitore e gli *stakeholders* dell'impresa, imponendo a questi ultimi doveri di comportamento in relazione a successive procedure avviate dal primo, basta qui sottolineare come sia innegabile l'esistenza di un dovere del debitore di esperire la procedura emersa quale più fattibile in esito alle trattative e ciò in ragione del disposto del secondo comma dell'art. 2086 c.c. come declinabile nel campo specifico alla luce delle disposizioni contenute negli artt. 16 e 19 c.c.i.i.

In conclusione, emerge un quadro nel quale il debitore, seppur in nessuna misura spossessato, è tenuto ad agire in modo meno egoistico di quanto consentito dal diritto comune dell'impresa, facendosi maggiormente carico della salvaguardia degli interessi di tutti gli *stakeholders* e orientando parimenti la propria attività di gestione all'interesse oggettivo dell'impresa stessa più che a quello soggettivo dell'imprenditore. Ciò accade perché il presupposto oggettivo delle “difficoltà” individuato dall'art. 12 costituisce il primo di una serie di gradini di una scala che conduce al ricorso a strumenti di gestione della crisi e dell'insolvenza previsti per situazioni a gravità crescente e, pertanto, via via più invasivi rispetto al potere di gestione dell'imprenditore. La disciplina della composizione negoziata, in sintesi, conferma l'idea che vi sia un gradiente di crescente compressione dell'autonomia privata e di spostamento dell'ago della bilancia a favore della protezione di interessi diversi da quelli del debitore ma incentrati sull'impresa, quando sia legittimo il dubbio che l'imprenditore non sia in grado di esercitare l'impresa in modo profittevole. Si tratta, senza dubbio, di una forma di neo-istituzionalismo figlia di un intervento sì eteronomo ma a carattere sussidiario, perché, finché v'è esercizio in utile (e quindi senza rischio per gli *stakeholders* dell'impresa), l'imprenditore resta nel godimento pieno della libertà d'impresa.

---

<sup>116</sup> In questa chiave, certamente, va inteso il giudizio sulla condotta del debitore alla stregua del parametro della buona fede in funzione di confermare/revocare le misure protettive ed i provvedimenti cautelari, parametro evocato dalla prima giurisprudenza sulla nuova disciplina (v., in particolare, Trib. Milano, 14 luglio 2022, cit.).

<sup>117</sup> V. l'art. 12, comma 2.

# INTERAZIONI TRA DIRITTO SOCIETARIO E CONCORDSUALE: NOMINA DELL'AMMINISTRATORE GIUDIZIARIO E AUMENTO DEL CAPITALE NELLE PROPOSTE CONCORRENTI DI CONCORDATO PREVENTIVO ALLA LUCE DEL C.C.I.I.

di *Marco Aiello*

SOMMARIO: 1. Le proposte concorrenti di concordato preventivo come “banco di prova” del coordinamento tra regole societarie e concorsuali. – 2. Il presidio generale all'esecuzione della proposta concorrente omologata: l'onere di collaborazione del debitore. – 3. L'attribuzione al commissario giudiziale del potere di provvedere all'esecuzione del piano in luogo degli amministratori. – 4. La revoca dell'organo amministrativo e la nomina dell'amministratore giudiziario. – 5. L'aumento del capitale sociale nella proposta concorrente. – 6. (*Segue*): la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione. – 7. (*Segue*): la tutela dei soci della società debitrice.

1. *Le proposte concorrenti di concordato preventivo come “banco di prova” del coordinamento tra regole societarie e concorsuali.* – La crisi d'impresa, quando colpisce realtà strutturate secondo schemi societari, porta con sé la necessaria “coabitazione” delle regole del diritto concorsuale con quelle proprie delle società. Tale interazione tra discipline si colloca nel contesto di quello che è stato efficacemente definito come un ““ponte sistematico” tra impresa-società-crisi”<sup>1</sup>, il cui profilo è stato ridisegnato dalla lunga e tormentata stagione di riforme che, a partire dal 2005, ha interessato la legge fallimentare, finalmente culminata nella recente entrata in vigore del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Questa interferenza tra norme assume un rilievo particolare sotto il profilo della “*governance*” della regolazione della crisi o dell'insolvenza ogniqualvolta la soluzione concretamente individuata, per essere attuata, abbisogni – almeno secondo gli ordinari meccanismi societari – della cooperazione non solo degli amministratori, ma anche dei soci; cooperazione la quale, tuttavia, non può ritenersi scontata.

L'incidenza “statistica” della rilevanza operativa della questione è, per vero, variabile. Il dato esperienziale infatti porta ad affermare che, tendenzialmente, negli scenari di crisi l'applicazione delle regole societarie non genera criticità particolari quando il piano per fronteggiare la situazione di difficoltà è elaborato dagli amministratori e quando essi godono del pieno sostegno di una solida maggioranza assembleare. In queste condizioni, infatti, il proficuo dialogo tra organo di gestione e soci agevola il conseguimento di quanto è necessario per il risanamento, quand'anche esso postuli decisioni coerenti da parte dell'assemblea, chiamata, ad esempio, ad approvare modifiche statutarie o operazioni straordinarie.

---

<sup>1</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, 829 ss.

D'altro canto, nella prassi ben possono presentarsi situazioni di segno diverso. Dinanzi alla crisi (e, *a fortiori*, quando essa trascende nella vera e propria insolvenza)<sup>2</sup>, gli amministratori sono tenuti ad attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il suo superamento e per il recupero della continuità aziendale (art. 2086 c.c.)<sup>3</sup>; in ciò tenendo necessariamente conto della pluralità degli interessi coinvolti, incluso quello – prioritario – dei creditori<sup>4</sup>. Non può quindi escludersi che i percorsi funzionali al risanamento verso i quali si orienti l'organo gestorio (in piena osservanza del canone di diligenza) si rivelino non graditi ai soci; come potrebbe accadere nell'ipotesi di "alleanza" con un nuovo *partner*, disponibile a fornire risorse finanziarie "fresche" in misura tale da assicurare il superamento della crisi, ma a fronte del non trascurabile "prezzo" (a carico dei soci, anziché della società) del contestuale acquisto del controllo (con conseguente ampia diluizione, o addirittura azzeramento, della vecchia compagine). Di qui il rischio che la soluzione individuata dagli amministratori, pur legittima e idonea a conseguire l'obiettivo, sia osteggiata dai soci, i quali, ad esempio, potrebbero rifiutarsi di adottare le deliberazioni necessarie per consentire l'ingresso del terzo nel capitale; senza peraltro essere in grado di offrire alternative concretamente praticabili ugualmente appetibili per i creditori.

Questo genere di contrasti trova uno dei propri campi di elezione nelle proposte concorrenti di concordato preventivo<sup>5</sup>, quando, cioè, la soluzione della crisi o dell'insolvenza sia elaborata non dagli amministratori (che sono pur sempre, almeno di norma, espressione della maggioranza assembleare), ma da un terzo, la cui posizione è generalmente colli-

<sup>2</sup> L'insolvenza fa emergere con particolare vigore la necessità di fornire adeguata tutela ai creditori, loro malgrado "cooptati" nel ruolo di fornitori di capitale di rischio, essendosi esaurito quello messo a disposizione da parte dei soci. In proposito v. L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 40 ss.

<sup>3</sup> Cfr. N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 399 ss.; G. RIOLFO, *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e le modifiche al codice civile: il diritto societario tra "rivisitazione" e "restaurazione"*, in *Contr. impr.*, 2019, 400 ss.; V. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 262 ss.; M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo*, in *NDS*, 2020, 155 ss.

<sup>4</sup> Merita ricordare che l'art. 4, 2° comma, lettera c), c.c.i.i. fa gravare sul debitore il dovere di gestire il patrimonio o l'impresa nell'interesse prioritario dei creditori.

<sup>5</sup> Con riferimento alle proposte concorrenti cfr., tra gli altri, G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, 1163 ss.; ID., *Le proposte "ostili"*, in M. SANDULLI-G. D'ATTORRE (a cura di), *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, Torino, 2016, 117 ss.; A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2015, II, 93 ss.; P. VELLA, *La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo*, in *Il Caso.it*, 2016; G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e del 2016*, Bologna, 2017, 225 ss.; F. BRIZZI, *Proposte concorrenti nel concordato preventivo e governance dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 335 ss.; G. PRESTI, *Concordato preventivo: dal monopolio del debitore alle proposte concorrenti fino all'iniziativa dei terzi*, in M. ARATO-G. DOMENICHINI (a cura di), *Le proposte per una riforma della legge fallimentare. Un dibattito dedicato a Franco Bonelli*, Milano, 2017, 91 ss.; cui sia consentito aggiungere M. AIELLO, *La competitività nel concordato preventivo. Le proposte e le offerte concorrenti*, Torino, 2019, 35 ss. Con specifico riguardo alla disciplina applicabile a seguito dell'entrata in vigore del nuovo codice cfr. N. ABRIANI, *Sulla legittimazione alla presentazione della proposta concorrente di concordato preventivo*, in *Diritto della Crisi*, 2021; R. FAVA, *L'iniziativa dei creditori nella ristrutturazione dell'impresa in crisi fra passato, presente e futuro*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 33 ss.; R. GUIDOTTI, *Le proposte (e le offerte) concorrenti nel concordato preventivo dopo il recepimento della Direttiva Insolvency*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2022.

dente sia con quella dell'organo gestorio (che altrimenti l'avrebbe coinvolto nella costruzione del piano e della proposta "principali") che con quella del socio di controllo.

Affinché la proposta concorrente possa esplicarsi correttamente e, in particolare, possa essere regolarmente eseguita, occorre anzitutto che il terzo ottenga la leale cooperazione degli amministratori della debitrice. Essa diviene ancor più importante ogniqualvolta si debba dare attuazione a una proposta concorrente non acquisitiva, la quale non preveda, cioè, l'acquisto del controllo della società debitrice da parte del terzo proponente<sup>6</sup>: in questo caso, infatti, i componenti dell'organo gestorio potrebbero non essere sostituiti e, restando in carica, avrebbero il compito di eseguire un piano e una proposta diversi (almeno in parte) da quelli che avevano essi stessi predisposto.

La collaborazione degli amministratori, pur necessaria, non è tuttavia sufficiente quando il piano elaborato dal terzo contempli una o più operazioni che presuppongono – come già detto –, secondo il diritto societario, l'approvazione dei soci. In queste situazioni il bisogno di cooperazione "sale di grado" e si estende oltre il livello della gestione, fino a coinvolgere gli assetti proprietari. È il caso dell'aumento del capitale, di particolare interesse perché utilizzabile dal terzo al fine di acquisire il controllo della società debitrice; oltre che delle operazioni di trasformazione, fusione e scissione, nonché, più in generale, dei qualsiasi modifica statutaria. In queste occasioni occorre ottenere – almeno secondo le regole che governano le società – l'assenso di soggetti (i soci) non solo distinti dal proponente (il terzo), ma anche in (potenziale) conflitto con esso; dal momento che, di norma, la maggioranza assembleare sostiene la proposta concordataria originaria (formulata dall'organo amministrativo) e potrebbe non avere interesse ad appoggiare quella concorrente.

Non è un caso che, sin dall'introduzione, nel 2015, dell'istituto delle proposte concorrenti sia avvertita l'esigenza di approntare un idoneo coordinamento tra le regole concorsuali che attribuiscono al terzo la possibilità di elaborare un'autonoma soluzione alla crisi (anche contro la volontà dell'imprenditore e, ove esso sia una società, del suo organo di gestione e della sua compagine sociale) e le disposizioni societarie che fanno dipendere determinate operazioni, incluse alcune che potrebbero rivelarsi essenziali nell'economia della proposta del terzo, proprio dalla volontà degli amministratori e dei soci.

Sono del resto numerosi gli ordinamenti che, da tempo, hanno adottato meccanismi atti a impedire, al ricorrere di determinate condizioni, che i soci abbiano il potere di "bloccare" il perfezionamento di operazioni societarie funzionali al risanamento.

Nell'esperienza tedesca, a partire dal 2012 e per effetto delle modifiche apportate all'*Insolvenzordnung* dal *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)*, i diritti dei soci sono suscettibili di essere compressi onde consentire l'attuazione delle misure contemplate nell'*Insolvenzplan*<sup>7</sup>. Analogamente, in Francia sono previste due ipotesi di aumento del capitale che prescindono dalla cooperazione dei soci, entrambe incardinate nella procedura di *redressement judiciaire*. L'art. L631-9-1 c.

<sup>6</sup> Per una classificazione delle proposte concorrenti sulla base del loro contenuto, distinguendole tra "acquisitive", "modificative" e "parassitarie", cfr. A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e del 2016*, cit., 289 ss.

<sup>7</sup> Cfr. H. HIRTE-B. KNOF-S. MOCK, *Das neue Insolvenzrecht nach dem ESUG*, München, 2012; C. GRÄFIN VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren. Die Sanierungsbeteiligung der Gesellschafter nach dem ESUG*, Köln, 2014; C. THOLE, *Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen in der Insolvenz*, Köln, 2015; H. PÜHL, *Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren*, Köln, 2016.

*comm.*, introdotto dall'*ordonnance* del 12 marzo 2014, n. 326, stabilisce che quando il capitale non sia stato ricostituito in conformità a quanto prescritto dall'art. L626-3 *c. comm.*, l'*administrateur* ha la possibilità di chiedere che sia designato un *mandataire en justice*, con l'incarico non solo di convocare l'assemblea affinché deliberi sulla ricapitalizzazione, ma anche di esercitarvi il diritto di voto in luogo dei soci che si oppongono alla realizzazione del piano<sup>8</sup>. Ancora più rilevante è la disciplina prevista, per le sole società che superino determinate soglie dimensionali, dall'art. 631-19-2 *c. comm.*, introdotto dalla c.d. "*loi Macron*" (del 6 agosto 2015, n. 990)<sup>9</sup>.

Data la loro rilevanza, questi profili sono stati oggetto di particolare attenzione nell'ambito della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. "*direttiva insolvency*")<sup>10</sup>, in attuazione della quale il nostro legislatore ha ridefinito le coordinate normative della questione. Per effetto delle modifiche apportate dal d. lgs. 17 giugno 2022, n. 83, infatti, il codice stabilisce non solo che l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, insieme con la costruzione del contenuto della proposta e delle condizioni del piano, competono in via esclusiva agli amministratori, senza possibilità di deroga statutaria (art. 120-*bis*, 1° comma, c.c.i.i.); ma anche – per quanto qui più interessa – che il piano può prevedere qualsiasi modificazione dello statuto della società debitrice, inclusi gli aumenti e le riduzioni del capitale (anche con limitazione o esclusione del diritto di opzione) e le altre modificazioni che incido-

---

<sup>8</sup> Cfr. J. MARTINEZ-S. VERMEILLE, *La réforme du droit des entreprises en difficulté. Quand la constitution s'en mêle*, en *Revue Trimestrielle du Droit Financier (RTDF)*, 2014, 2, 33 ss.; M.H. MONSERIE-BON, *Les associés*, en F. MACORIG-VENIER (sous la direction de), *Le droit des entreprises en difficulté après 30 ans: droit dérogatoire, précurseur ou révélateur?*, Toulouse, 2017, 108.

<sup>9</sup> Cfr. S. VERMEILLE, *Les effets pervers du dispositif du projet de loi «Macron» relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation: les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites*, en *Revue Trimestrielle du Droit Financier (RTDF)*, 2014, 4, 1 ss.; A. CERATI-GAUTHIER, *Loi Macron. Les mécanismes de dilution forcée et de cession forcée ne sont pas contraires à la Constitution, étude*, en *La Semaine Juridique*, 2015, 40, 18 ss.; J.E. DEGENHARDT, *La «hiérarchie du bec» toujours renversée en procédure collective?*, en *Bulletin Joly Entreprises en difficulté*, 2015, 432 ss.

<sup>10</sup> Cfr., tra i molti, L. PANZANI, *L'insolvenza in Europa: sguardo d'insieme*, in *Fallimento*, 2015, 1013 e ss.; ID., *La proposta di direttiva della Commissione UE in tema di ristrutturazione preventiva dell'impresa, seconda chance ed esdebitazione*, in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, Bologna, 2017, 1087 ss.; ID., *Preventive restructuring framework nella direttiva 2019/1023 del 20 giugno 2019 ed il codice della crisi. Assonanze e dissonanze*, in *IlCaso.it*, 2019; A. NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 201 ss.; L. STANGHELLINI, *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fallimento*, 2017, 873 ss.; L. BOGGIO, *UE e disciplina dell'insolvenza (I parte) - Confini ed implicazioni dell'ambito di applicazione delle nuove regole UE*, in *Giur. it.*, 2018, 222 ss.; P. PIAZZA, *La proposta di direttiva UE in materia di insolvenza e le forme di autotutela della controparte in bonis*, in *Giur. comm.*, 2018, 691 ss.; F. MAROTTA, *L'armonizzazione europea delle discipline nazionali in materia di insolvenza: la nuova direttiva europea riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione*, in *IlCaso.it*, 2019; S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento della continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 2019, 1259 ss.; ID., *La Direttiva (UE) 1023/2019 sui quadri di ristrutturazione preventiva e il Regolamento 848/2015 sull'insolvenza transfrontaliera*, in S. PACCHI-S. AMBROSINI (a cura di), *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2020, 25 ss.; P. VELLA, *L'impatto della Direttiva UE 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2020, 747 ss.; ID., *I quadri di ristrutturazione preventiva nella Direttiva UE 1023/2019 e nel diritto nazionale*, *ivi*, 2020, 1033 ss.; V. MINERVINI, *La "composizione negoziata" nella prospettiva del recepimento della direttiva "Insolvency". Prime riflessioni*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2021.



no direttamente sui diritti di partecipazione dei soci, nonché le fusioni, le scissioni e le trasformazioni (art. 120-*bis*, 2° comma, c.c.i.i.).

In questo contesto, la tutela dei soci è demandata anzitutto al coinvolgimento nell'approvazione del piano, attraverso il loro inserimento in una o più classi (artt. 120-*ter* e 120-*quater* c.c.i.i.). Allo stesso tempo, sono stati posti peculiari presidi a garanzia della sua esecuzione (art. 120-*quinques* c.c.i.i.)<sup>11</sup>.

Il nuovo assetto non ha tuttavia cancellato quelle disposizioni speciali (introdotte sin dal 2015 nella legge fallimentare e poi trasfuse, talora con modifiche, nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza) che si attagliano alle sole proposte concorrenti e che, dopo aver fatto in qualche modo da "apripista" a una più organica regolamentazione delle interazioni tra disciplina societario e diritto concorsuale (non scevra, peraltro, da alcune oggettive incertezze interpretative)<sup>12</sup>, abbisognano oggi di trovare armonica collocazione in un quadro complessivo fortemente mutato.

*2. Il presidio generale all'esecuzione della proposta concorrente omologata: l'onere di collaborazione del debitore.* – Dinanzi alla proposta concorrente che sia risultata prevalente, abbia ottenuto l'approvazione dei creditori e sia infine andata incontro all'omologazione, occorre far fronte alla necessità di assicurare la collaborazione dell'organo amministrativo (sul presupposto che esso non sia – o non sia ancora – mutato nella sua concreta composizione con l'inserimento di soggetti designati dal proponente) affinché faccia proprio il piano del terzo e lo esegua con la dovuta diligenza.

A questo proposito l'art. 118, 3° comma, c.c.i.i. (che ha sostituito l'art. 185, 3° comma, l. fall.) pone a carico del debitore (e, nelle società, dell'organo di gestione) il generale dovere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta e al piano del terzo. Com'è stato osservato, "è questa la norma di riferimento in tema di esecuzione della proposta concorrente, che introduce un vero e proprio obbligo di fare a carico del debitore, il cui contenuto dovrà poi essere concretamente declinato in relazione al caso concreto"<sup>13</sup>.

L'effettivo atteggiarsi di questo obbligo muta a seconda dei casi. Nelle ipotesi di proposte concorrenti "acquisitive", si tratta essenzialmente di dare corso alle formalità necessarie per consentire al terzo di apprendere (direttamente o indirettamente) il patrimonio della società debitrice, di norma dando seguito al negozio di assunzione o mediante la deliberazione e la sottoscrizione dell'aumento di capitale. Laddove invece ci si trovi al cospetto di proposte meramente modificative (le quali di norma non prevedono che il terzo sostituisca l'imprenditore nella gestione della crisi), è la società debitrice (e, quindi, il suo organo di gestione) a dover eseguire la proposta e il piano approvati, nonostante non corrispondono a quelli che essa stessa aveva elaborato.

<sup>11</sup> In materia cfr. A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2022, 1 ss., il quale osserva che "il legislatore del Codice [che con il D. Lgs. n. 83/2022 ha incorporato le regole di attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023 ("Direttiva Insolvency")] fa certamente un passo avanti, nella direzione di porre un vero diritto societario della crisi, rispetto alla legge fallimentare, tentando di dare sistemazione, con disciplina sicuramente trans-tipica, ai frequenti attriti che si verificano nella partecipazione dei soci alla regolazione della crisi della loro società, specialmente quando la regolazione avvenga tramite uno strumento "negoziale" (*id est*: che preveda una proposta da sottoporre a tutti/alcuni creditori, una loro approvazione/accettazione, un piano in grado di assicurare l'esecuzione della proposta)".

<sup>12</sup> Cfr. A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, cit., 27 ss.

<sup>13</sup> Così G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 142.

Il livello di collaborazione richiesto è inoltre condizionato dalla natura del concordato. La sua intensità è oggettivamente modesta nelle soluzioni fondate sulla cessione dei beni (peraltro oggi “penalizzate” dall’introduzione dell’obbligo di apporto di finanza esterna), essendo prevista la nomina del liquidatore (art. 114 c.c.i.i. e, in passato, art. 182 l. fall.). Assume invece rilevanza ben maggiore nei casi – che con il nuovo codice rappresentano la regola – di continuità aziendale.

Ferme queste coordinate, va segnalato che la portata del precetto (risalente, nella sostanza, al 2015) è mutata per effetto dell’entrata in vigore del nuovo codice. L’art. 118, 3° comma, c.c.i.i. non fa invero riferimento soltanto alla “proposta di concordato presentata da uno o più creditori” (come invece l’art. 185, 3° comma, l. fall.), bensì, più in generale, alla “proposta di concordato anche se presentata da uno o più creditori”. Al di là dell’esplicitazione del dovere del debitore di eseguire qualsiasi proposta omologata (che, anche nell’impianto previgente, valeva per quella dello stesso imprenditore prim’ancora che per quella del terzo), il *quid novi* sta nell’ampliamento del perimetro applicativo delle misure coercitive di cui al successivo art. 118, 4° comma, c.c.i.i., il quale – come si vedrà nel paragrafo 3 – regola l’attribuzione al commissario giudiziale, da parte del tribunale, dei poteri necessari per dare esecuzione al concordato nonostante l’inerzia del debitore.

In altre parole, nel vigore della legge fallimentare il presidio del *facere* commissariale era circoscritto esclusivamente all’attuazione della soluzione dell’insolvenza proposta dal terzo, presumendosi che il debitore (e, nelle società, l’organo amministrativo) si adoperasse spontaneamente per adempiere alla propria<sup>14</sup>, onde scongiurare il rischio di risoluzione. Il dato esperienziale aveva tuttavia sconfessato tale congettura: si erano infatti registrati molti casi di imprenditori che avevano ritardato o omissso l’esecuzione dei propri piani e delle proprie proposte omologate, anche in ragione del fatto che l’attribuzione (nel sistema della legge fallimentare) ai soli creditori del potere di chiedere la risoluzione aveva condotto a un tasso molto esiguo di istanze in tal senso<sup>15</sup>.

Il nuovo codice ha quindi optato per l’intensificazione della protezione dei creditori (sempre interessati, del resto, alla corretta esecuzione del concordato, indipendentemente dall’identità del soggetto che formuli la proposta), ottenuta attraverso l’estensione a tutti i concordati dello strumento dell’attuazione “forzosa” per mano del commissario giudiziale, inizialmente invece prevista per come forma di tutela circoscritta alle sole proposte concorrenti<sup>16</sup>.

3. *L’attribuzione al commissario giudiziale del potere di provvedere all’esecuzione del piano in luogo degli amministratori.* – Come si è detto nel paragrafo che precede, onde scongiurare che il generale obbligo dare esecuzione al piano e alla proposta (an-

---

<sup>14</sup> Cfr. G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 283.

<sup>15</sup> La situazione è mutata con l’entrata in vigore del codice della crisi e dell’insolvenza. L’art. 119, 1° comma, c.c.i.i. attribuisce infatti anche al commissario giudiziale la legittimazione a instare per la risoluzione del concordato, pur condizionandola alla preventiva richiesta di almeno un creditore.

<sup>16</sup> Nella relazione illustrativa della riforma “organica” si afferma con chiarezza che si è voluto “preved[re] che il tribunale possa attribuire al commissario giudiziale i poteri necessari a porre in atto gli adempimenti omissi dal debitore, in violazione dell’obbligo che su di lui incombe di compiere tutto ciò che è necessario per dare esecuzione alla proposta, sia stata questa da lui presentata o sia stata omologata quella presentata da un creditore”.

che e soprattutto se elaborati da un terzo) rimanga disatteso in assenza di conseguenze negative per il debitore (fermo il rischio di risoluzione), la legge ha introdotto un articolato sistema di controlli e di sanzioni<sup>17</sup>, ulteriormente rafforzato dal nuovo codice.

La legge affida la reazione all'inerzia del debitore, attraverso il ricorso al tribunale, sia al commissario giudiziale (art. 118, 4° comma, c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 185, 4° comma, l. fall.) che al soggetto che abbia formulato la proposta (art. 118, 5° comma, c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 185, 5° comma, l. fall.). Non sono invece previste – fatta eccezione per la peculiare ipotesi di cui all'art. 120-*quinquies*, 1° comma, c.c.i.i., su cui si tornerà *infra* – iniziative degli altri creditori<sup>18</sup>, i quali tuttavia, pur non godendo di legittimazione attiva, hanno comunque la possibilità di stimolare l'azione dell'organo commissariale<sup>19</sup>. Del resto il commissario ben si presta a fungere da “filtro” delle segnalazioni eventualmente ricevute.

Ogniqualevolta egli, nell'espletamento della propria attività di sorveglianza, rilevi che il debitore (e quindi, ove esso sia costituito in forma societaria, i suoi amministratori) abbia omesso o ritardato il compimento di atti necessari a dare esecuzione alla proposta, è tenuto a riferire senza indugio la circostanza al tribunale, il quale, dopo aver sentito il debitore (e, ancorché la norma non lo prescriva espressamente, il terzo proponente)<sup>20</sup>, può attribuire al commissario medesimo i poteri necessari per provvedere in luogo dell'imprenditore (*id est* dell'organo gestorio dell'ente debitore).

Il compito che la norma gli affida, ancorché in qualche modo coerente con la sua funzione di controllo<sup>21</sup>, ne oltrepassa il tradizionale perimetro. In queste situazioni il commissario giudiziale non si limita infatti alla mera segnalazione della criticità, ma assume un ruolo attivo nella gestione, paragonabile a quello di un vero e proprio “commissario *ad acta*”<sup>22</sup>. I suoi poteri sono fissati dal tribunale con ampia discrezionalità, tenendo conto dell'entità del ritardo o dell'omissione e di ciò che concretamente occorre fare per porvi tempestivo rimedio.

Questo impianto si traduce in una significativa incisione nella sfera del debitore, il quale, nonostante sia ritornato *in bonis* per effetto dell'omologazione (la quale determina la chiusura del concordato *ex art.* 113 c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 181 l. fall.), è comunque suscettibile di essere sottoposto a quella che si rivela, a tutti gli effetti, una forma di spossessamento<sup>23</sup>, ancorché “postumo” e di portata particolare, e che, in ambito societario, assume la veste della (più o meno ampia) limitazione dei poteri del-

<sup>17</sup> Cfr. G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 282, il quale rileva che il generale obbligo posto dalla legge in capo al debitore è “molto vago, ma [...] acquista concreta consistenza per le sanzioni comminate per l'inadempimento o per il ritardo nell'adempimento”.

<sup>18</sup> Cfr. M. VANZETTI, *L'esecuzione del concordato preventivo*, in *Giur. it.*, 2017, 548.

<sup>19</sup> Cfr. D. GALLETI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema saprà evitare il pericolo di rigetto?*, in *IlFallimentarista.it*, 8-9.

<sup>20</sup> Cfr. G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 283.

<sup>21</sup> Cfr. M.A. MAIOLINO-C. ZAMBOTTO, *La fase esecutiva del concordato preventivo in continuità: la posizione del debitore concordatario e i poteri degli organi della procedura*, in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e 2016*, cit., 604 ss.

<sup>22</sup> Cfr. G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 283.

<sup>23</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte “ostili”*, cit., 144, secondo cui “l'attribuzione di questi poteri al commissario giudiziale [...] determina un fenomeno per molti versi simile allo spossessamento fallimentare, privando il debitore del potere di disporre ed amministrare di determinati beni e diritti (il patrimonio “separato” destinato al soddisfacimento dei creditori)”.

l'organo amministrativo, le cui competenze sono (sia pur temporaneamente e in relazione a determinati atti) devolute a un soggetto diverso.

Le medesime misure possono essere richieste dal terzo proponente. Egli ha la facoltà di denunciare al tribunale l'inerte condotta del debitore (e, quindi, dei suoi amministratori) mediante il deposito di un ricorso, da notificarsi – ai fini dell'instaurazione del contraddittorio – all'imprenditore stesso e al commissario giudiziale. Anche in questo caso, ove ritenga l'iniziativa fondata, il collegio assegna al commissario giudiziale i poteri necessari per porre rimedio all'inadempimento.

4. *La revoca dell'organo amministrativo e la nomina dell'amministratore giudiziario.* – Ai debitori costituiti in forma societaria sono dedicate ulteriori norme speciali, finalizzate alla sostituzione dell'organo amministrativo con un amministratore giudiziario.

Già l'art. 185, 6° comma, l. fall. consentiva al tribunale, sentiti in camera di consiglio il debitore e il commissario giudiziale, di revocare gli amministratori e di nominare un amministratore giudiziario, se del caso individuandolo nel liquidatore giudiziale, ove già designato. Spettava al collegio stabilire la durata del suo incarico e attribuirgli il potere di compiere tutti gli atti necessari a dare esecuzione alla proposta, incluso, laddove essa prevedesse un aumento del capitale della società debitrice, quello di convocare l'assemblea dei soci al fine di deliberarlo e di esercitarvi il diritto di voto.

Con la nomina dell'amministratore giudiziario (in luogo dell'attribuzione al commissario giudiziale del ruolo di "commissario *ad acta*") si assiste a una intensificazione del grado di coercizione. Non si concretizza soltanto uno spossessamento (peraltro parziale), ma si arriva addirittura a influire direttamente sulla *governance* della società debitrice<sup>24</sup>. Com'è stato osservato, "si è in presenza di una nuova ed incisiva deroga al tradizionale insegnamento che afferma la sostanziale neutralità delle vicende concorsuali rispetto al contratto ed all'organizzazione sociale, potendo adesso il tribunale incidere non solo sul patrimonio sociale, ma anche sugli organi della società"<sup>25</sup>.

Gli strumenti previsti dall'art. 185 l. fall. (da una parte, l'attribuzione al commissario giudiziale dei poteri necessari per provvedere; dall'altro, la revoca degli amministratori e la nomina di un amministratore giudiziario) erano declinati mediante semplice giustapposizione, foriera di qualche difficoltà nell'enucleazione dell'esatto rapporto tra le figure del commissario giudiziale e dell'amministratore giudiziario. Gli unici dati davvero perspicui erano ravvisabili nel fatto che l'amministratore giudiziario poteva essere nominato solo quando il debitore fosse costituito in forma societaria (né, del resto, poteva essere altrimenti) e che solo ad esso spettavano i poteri relativi alla convocazione dell'assemblea e all'esercizio del diritto di voto.

In un'ottica di semplificazione, si sarebbe potuto ipotizzare che il commissario giudiziale dovesse intervenire in tutti i casi di debitori diversi dalle società, mentre per queste ultime, in caso di necessità, scattasse invariabilmente la designazione dell'am-

---

<sup>24</sup> Cfr. A. ROSSI, *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, 1007.

<sup>25</sup> Così G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 143-144.

ministratore giudiziario. Il tenore letterale delle norme non sembrava tuttavia autorizzare questa lettura: l'attribuzione al commissario giudiziale di poteri idonei a rimediare all'inerzia del debitore pareva infatti prevista in via generale e senza limitazione agli imprenditori individuali. Anche nel caso di società, del resto, essa poteva rivelarsi utile (e preferibile) ogniqualvolta le specifiche caratteristiche del ritardo o dell'omissione non giustificassero la rimozione dell'organo amministrativo<sup>26</sup>.

L'interpretazione prevalente era quindi nel senso che, mentre dinanzi a inadempimenti di minore gravità era sufficiente affidarsi, anche laddove il debitore fosse una società, al commissario giudiziale (nella sua peculiare veste di "commissario *ad acta*"), la designazione dell'amministratore giudiziario diventava indispensabile nelle situazioni più gravi e, comunque, ogniqualvolta si rendesse necessario adottare in via forzosa decisioni assembleari<sup>27</sup>.

Queste conclusioni restano tuttora valide, all'indomani dell'entrata in vigore del nuovo codice e, in particolare, delle disposizioni di cui all'art. 118, 5° e 6° comma, c.c.i.i. (che hanno sostituito l'art. 185, 6° comma, l. fall.). Sembra pertanto corretto concludere, ancora oggi, che "alla nomina dell'amministratore giudiziario si debba pervenire, come alla nomina dell'amministratore giudiziario ai sensi dell'art. 2409 c.c. riservata ai casi di gravi irregolarità non altrimenti eliminabili, solo quando l'attuazione della proposta del terzo omologata non sia altrimenti realizzabile; quale *extrema ratio*, cui far ricorso quando gli amministratori in carica o il liquidatore, se la società è stata sciolta e posta in liquidazione, non siano in grado, per scelta volontaria o non, di dare esecuzione alla proposta del terzo né siano sufficienti i poteri di gestione e liquidazione del patrimonio sociale che possono essere assegnati ad un commissario, ma si debba intervenire sulla vita e la struttura della società, per cui è richiesto un organo che si sostituisca ai legali rappresentanti sociali non per il compimento di atti specifici, ma per far funzionare la società in ottica strumentale alla realizzazione del piano approvato e da portare ad esecuzione"<sup>28</sup>.

Non mancano, tuttavia, le innovazioni. Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ha infatti stabilito che la revoca dell'organo amministrativo e la nomina dell'amministrazione giudiziario presuppone necessariamente un'apposita iniziativa del soggetto che ha presentato la proposta omologata. Solo a costui, infatti, l'art. 118, 5° comma, c.c.i.i. assegna il potere di formulare la denuncia al tribunale, incardinando esclusivamente nella sua iniziativa (e non, a quanto sembra, in quella commissariale) l'eventuale nomina di un amministratore giudiziale, con l'opportuna precisazione che restano in ogni caso salvi i diritti di informazione e di voto dei soci di minoranza.

A tutta prima, anche nella nuova impostazione l'istituto parrebbe concepito essenzialmente per offrire tutela al terzo proponente, conservando alle proposte concorrenti un profilo di specialità sotto il profilo della loro esecuzione "coatta". D'altro canto, non può escludersi che gli stessi amministratori possano avvalersene, naturalmente non per

<sup>26</sup> Cfr. G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 285, il quale rileva che la sostituzione degli amministratori non sembra necessaria quando si tratti semplicemente di "partecipare alla stipula di un atto notarile per la liquidazione di cespiti" o di "adempiere ad alcuni compiti amministrativi e burocratici indispensabili per attuare il programma del terzo proponente", dal momento che a tali incumbenti "può ben provvedere anche il commissario all'uopo incaricato".

<sup>27</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 143.

<sup>28</sup> Così G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, cit., 285-286.

dolersi della propria inerzia, ma per superare – per l'appunto attraverso la nomina dell'amministratore giudiziario – quella dei soci che si oppongono all'adozione di una delibera indispensabile per l'attuazione del piano.

L'intervento riformatore ha riguardato anche le prerogative dell'amministratore giudiziario, il quale – ai sensi dell'art. 118, 6° comma, c.c.i.i. – può essere dotato dal tribunale del potere di convocare l'assemblea dei soci a qualsiasi scopo (e non soltanto ai fini della deliberazione dell'aumento di capitale)<sup>29</sup>, esercitandovi altresì il voto, limitatamente, però, alle azioni o alle quote facenti capo al socio o ai soci di maggioranza<sup>30</sup>.

Su questo quadro è stata peraltro più di recente innestata – per effetto del d. lgs. n. 83/2022 – la previsione secondo la quale, da un lato, il provvedimento di omologazione dello strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza determina la riduzione e l'aumento del capitale e le altre modificazioni statutarie nei termini previsti dal piano, demandando agli amministratori l'adozione di ogni atto necessario a darvi esecuzione e autorizzandoli a porre in essere le ulteriori modificazioni statutarie programmate dal piano medesimo; dall'altro, che, in difetto di esecuzione di tali adempimenti, il tribunale, su richiesta di qualsiasi interessato e sentiti gli amministratori, può disporre la loro revoca per giusta causa e nominare un amministratore giudiziario (art. 120-*quinquies*, 1° comma, c.c.i.i.).

La nuova disposizione, applicabile in via generale a tutte le ipotesi di regolazione della crisi e dell'insolvenza del debitore costituito in forma societaria (e, quindi, ben al di là della più ristretta fattispecie delle proposte concorrenti di concordato preventivo), rafforza ulteriormente la prevalenza delle norme concorsuali su quelle societarie. Le prime derogano alle seconde al punto di superare la necessità della delibera assembleare. Le operazioni societarie straordinarie e, più in generale, tutte le modifiche statutarie previste nel piano possono essere attuate – indipendentemente dalla decisione dei soci presa in assemblea – semplicemente per effetto del provvedimento di omologazione. Una volta che esso sia stato emanato, spetta agli amministratori provvedere (senza necessità di alcun ulteriore *placet* dei soci) e, ove essi si dimostrino inerti, soccorre il rimedio della loro revoca e del contestuale l'avvento dell'amministratore giudiziario, la cui designazione può essere richiesta non più – come in passato – dal solo proponente, bensì da chiunque vi abbia interesse<sup>31</sup>.

5. *L'aumento del capitale sociale nella proposta concorrente.* – Si è già detto che tra le operazioni annoverabili nell'ambito della proposta concorrente assume particola-

---

<sup>29</sup> Cfr. N. USAI, *Le operazioni sul capitale della società nel codice della crisi*, in *ILcaso.it*, 2019, 7. Per vero, già con riferimento alla disciplina di cui alla legge fallimentare l'Orientamento n. 58/2015 del Consiglio Notarile di Firenze si era espresso per un'interpretazione estensiva dei poteri attribuibili all'amministratore giudiziario. Nello stesso senso, in dottrina, G. FERRI JR., *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, 541 ss.; contra G. MEO, *I soci e il risanamento. Riflessioni a margine dello Schema di legge delega proposto dalla Commissione di riforma*, in *Giur. comm.*, 2016, 286 ss.

<sup>30</sup> Potrebbero peraltro sorgere criticità nell'applicazione dello strumento quando un socio di maggioranza non sia agevolmente individuabile (cfr. D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. soc.*, 2018, 858 ss.; N. USAI, *Le operazioni sul capitale della società nel codice della crisi*, cit., 6).

<sup>31</sup> Cfr. A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, cit., 6 ss.

re rilievo l'aumento del capitale, utile a un doppio livello: per mettere a disposizione le risorse economiche funzionali a finanziare il risanamento; nonché per incidere sugli assetti proprietari, di norma a servizio dell'acquisizione della società debitrice da parte del terzo proponente il concordato. Si tratta, del resto, di un'ipotesi espressamente prevista dalla legge, la quale precisa che in sede di aumento il diritto di opzione può essere limitato o addirittura escluso (art. 90, 6° comma, c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 163, 5° comma, seconda parte, l. fall.).

Grazie a tale prerogativa il terzo è messo in condizione, oltre che di intervenire sulla conformazione della proposta e del piano, di incidere sulla composizione della compagine sociale, con la facoltà di modificarla *ab imis fundamentis*. Se si considera, infatti, che le società che accedono al concordato preventivo senza essere in grado di prospettare ai creditori un trattamento eccedente le soglie di "esenzione" dalla disciplina delle proposte concorrenti sono certamente contraddistinte da un patrimonio netto negativo<sup>32</sup>, l'esclusione del diritto di opzione dei vecchi soci sembra consentire l'azzerramento del precedente assetto proprietario e la conseguente concentrazione dell'intero capitale nelle mani dei nuovi sottoscrittori.

La possibilità di dare corso all'integrale rinnovamento della compagine sociale è stata peraltro messa in dubbio da chi ha sostenuto che la coabitazione tra vecchi e nuovi soci sarebbe invece inevitabile, in quanto necessaria conseguenza delle regole di cui all'art. 89, 1° comma, c.c.i.i. (che ha sostituito l'art. 182-*sexies*, 1° comma, l. fall.)<sup>33</sup>, il quale prescrive la (temporanea) disapplicazione degli artt. 2446, 2° e 3° comma, 2447, 2482-*bis*, 4°, 5° e 6° comma, e 2482-*ter* c.c., nonché la (parimenti transitoria) sterilizzazione della causa di scioglimento derivante dalla riduzione o dalla perdita del capitale di cui agli artt. 2484, 1° comma, n. 4, e 2545-*duodecies* c.c.<sup>34</sup>.

Tale impostazione non sembra tuttavia davvero convincente. A ben vedere, queste disposizioni si limitano a stabilire il "congelamento" degli obblighi di ricapitalizzazione fino all'omologazione. Nulla autorizza invece a predicare che esse implicino altresì la (fittizia) "conservazione" dell'originario capitale, il quale – come si è detto – di regola è andato integralmente perduto in epoca antecedente all'apertura della procedura

<sup>32</sup> L'art. 90, 5° comma, c.c.i.i. stabilisce che le proposte concorrenti di concordato preventivo non sono ammissibili se, nella propria relazione, il professionista indipendente attesta che la proposta del debitore assicura il pagamento di almeno il trenta per cento dell'ammontare dei debiti chirografari. La percentuale è ridotta al venti per cento nel caso in cui il debitore abbia utilmente avviato la composizione negoziata ai sensi dell'art. 13 c.c.i.i.

<sup>33</sup> Cfr. A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, cit., 305, secondo il quale "il creditore che voglia lanciare una proposta acquisitiva concorrente mediante aumento del capitale sociale, anche se rimediasse una rinuncia dei vecchi soci all'esercizio del diritto di opzione, rischierebbe di trovarsi costretto a coabitare con loro sotto il tetto della società debitrice risanata con la nuova iniezione di capitale, [...] a causa della sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale per perdite prevista dall'art. 182-*sexies*".

<sup>34</sup> In materia cfr., tra gli altri, G. D'ATTORRE, *I limiti alla disciplina societaria sulla perdita di capitale*, in *Il Fallimentarista*, 2012; G. STRAMPELLI, *Capitale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605 ss.; A. DIMUNDO, *La sospensione dell'obbligo di ridurre il capitale per perdite rilevanti nelle procedure alternative al fallimento*, in *Fallimento*, 2013, 1085 ss.; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 669 ss.; A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014, 131 ss.; A. NIGRO, *Riduzione o perdita del capitale della società in crisi*, in *Il Caso.it*, 2014; U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in U. TOMBARI (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2014, 26 ss.

concorsuale. È ben vero che l'omologazione può (e deve, quantomeno laddove ci si trovi al cospetto di un piano con continuità aziendale diretta) determinare la ricostituzione del capitale sociale e che ciò può realizzarsi anche a vantaggio dei vecchi soci; ma quest'ultimo scenario è meramente eventuale e non rappresenta una condizione obbligatoria. L'entità e le modalità della ricapitalizzazione costituiscono infatti una variabile dipendente del piano, che può liberamente individuare le fonti in apporti esterni, nella riduzione del passivo per stralcio o in forza della (parziale) conversione di crediti in *equity*<sup>35</sup>, nonché nella combinazione di questi fattori.

Sembra pertanto doversi concludere che ogniquale volta la ricostituzione del capitale provocata dal concordato sia l'effetto non della mera ristrutturazione delle obbligazioni sociali mediante il loro opportuno abbattimento, bensì di un vero e proprio aumento del capitale (con l'apporto di risorse finanziarie "fresche" o la conversione di crediti), i vecchi soci possono conservare il proprio *status* solo attraverso l'esercizio dell'opzione; vale a dire esattamente di quel diritto che la disciplina delle proposte concorrenti permette di limitare o, addirittura, di escludere.

Una volta sciolto in senso negativo il dubbio che la regola della "sterilizzazione" della causa di scioglimento derivante dall'erosione del capitale possa consentire ai vecchi soci di mantenere in ogni caso inalterata la propria partecipazione, si comprende perché l'introduzione delle proposte concorrenti abbia comportato, attraverso il meccanismo dell'aumento di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione, la messa a disposizione – almeno "sulla carta" – di un potente strumento di contendibilità del controllo delle società in crisi, sempre che esse si risolvano ad accedere al concordato, non essendo ammessa alcuna coercizione al riguardo.

Si è così attribuito al terzo proponente un campo di azione particolarmente esteso: esso va oltre il perimetro oggettivo del patrimonio della società debitrice e giunge a intaccare la sfera degli assetti proprietari. In questo modo la disciplina concorsuale pare aver legittimato, sin dal 2015, le iniziative "doppiamente acquisitive", quali sono quelle in cui il terzo proponente non si sostituisce alla società in crisi (*recte*: insolvente), ma ai suoi soci; perché, insieme all'acquisto (indiretto) del suo patrimonio, si appropria (direttamente) della stessa debitrice, dando luogo a una sorta di subingresso "di secondo grado", operato, per l'appunto, al livello della compagine sociale.

È invero ragionevole ipotizzare che, laddove scelga di avvalersi della possibilità di dare luogo all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, il terzo proponente riservi proprio a sé medesimo (o a un suo "veicolo") i diritti di sottoscrizione<sup>36</sup>, se del caso stabilendo – anche al fine di evitare un esborso in numerario – che il versamento si consumi mediante la conversione dei crediti di cui egli sia titolare *ab origine*

---

<sup>35</sup> Cfr., tra gli altri, F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 57 ss.; P. OLIVIERO, "Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi di impresa, in F. BONELLI (a cura di), *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011, 91 ss.; E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 181 ss.; G. DI CECCO, *La conversione concordataria dei debiti in capitale di rischio: tra riflessioni (ed altrettante proposte) sulla peculiarità della disciplina applicabile alle operazioni di debt to equity swap*, in *ILCase.it*, 2018.

<sup>36</sup> Cfr. A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, cit., 303.



o che abbia provveduto ad acquistare per conquistarsi la legittimazione a entrare in competizione con l'imprenditore<sup>37</sup>.

Questo regime contribuisce ad ampliare il novero delle possibili esplicazioni dell'autonomia privata del terzo proponente, permettendogli di giocare "ad armi pari" con la società debitrice. Grazie a queste disposizioni, infatti, anch'egli può sottoporre ai creditori piani fondati sulla continuità aziendale "diretta", senza rinunciare a gestire in prima persona la loro esecuzione, grazie alla nomina, quale nuovo socio di controllo, di amministratori di propria fiducia. La sostanziale traslazione al terzo della concreta disponibilità degli *assets* non deve quindi necessariamente passare per il trasferimento dell'azienda (né per la correlata obbligatoria applicazione della disciplina delle offerte concorrenti), potendosi così ovviare alle criticità che potrebbero presentarsi nelle situazioni in cui il c.d. "*asset deal*" si riveli, in concreto, scarsamente appetibile (o addirittura concretamente inattuabile), ad esempio perché sia problematico procurare al cessionario gli eventuali requisiti soggettivi o le autorizzazioni amministrative indispensabili per la prosecuzione del *business*.

In questa prospettiva, l'effettiva "potenza di fuoco" dell'aumento del capitale previsto in sede di proposta concorrente resta peraltro subordinata alla capacità di limitare o escludere il diritto di opzione dei vecchi soci; capacità, questa, espressamente prevista dalla disposizione concorsuale, la quale va tuttavia interpretata tenendo conto della disciplina societaria.

6. (Segue): *la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione*. – Con riferimento alla limitazione o esclusione del diritto di opzione nell'ambito degli aumenti di capitale previsti da proposte concorrenti, sono state fornite letture divergenti del rapporto tra la disciplina concorsuale e quella societaria<sup>38</sup>, inteso vuoi come mera giustapposizione, con conseguente coordinamento dei precetti; vuoi secondo lo schema della piena specialità, dal quale discende l'applicazione della (sola) *lex specialis*.

Secondo la prima opzione ermeneutica, la norma concorsuale non derogherebbe a quella societaria, ma occorrerebbe addivenire a una lettura "congiunta". Il corollario che se ne trae è che il terzo proponente avrebbe sì il potere di procedere all'aumento del capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione, ma sarebbe comunque onerato dell'osservanza dei limiti imposti dagli artt. 2441<sup>39</sup> e 2481-*bis* c.c.<sup>40</sup>. In altre

<sup>37</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 123-124.

<sup>38</sup> Per una disamina della questione cfr. M.L. VITALI, *Aumento di capitale e diritto di opzione nelle società in crisi*, Torino, 2018, 43 ss.

<sup>39</sup> Con riguardo al regime dell'esclusione del diritto di opzione nella società azionaria cfr., tra gli altri, S.A. CERRATO, sub art. 2441, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, 2, Bologna, 2004, 1500 ss.; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale a pagamento*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2007, 274 ss.; A.A. AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, 85 ss.; A. POSTIGLIONE, sub art. 2441, in N. ABRIANI (a cura di), *Codice delle società*, Torino, 2016, 1655 ss.

<sup>40</sup> In materia cfr. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, V, 1, Padova, 2007, 332 ss.; S.A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in M. SARALE (diretto da), *Le nuove s.r.l.*, Bologna, 2008, 852 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, in P. SCHLESINGER (fondato da)-F.D. BUSNELLI (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2010, 1527 ss.

parole, questa lettura conduce all'affermazione che "l'esclusione (o la limitazione) del diritto di opzione è possibile, nella s.p.a. emittente azioni non quotate, solo se i) le nuove azioni devono essere liberate mediante un conferimento in natura (cfr. art. 2441, co. 4°, c.c.); ii) l'interesse sociale lo esige (cfr. art. 2441, co. 5°, c.c.); iii) le azioni sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società debitrice (o di altre società che la controllano o sono dalla prima controllate: cfr. art. 2441, co. 8°, c.c.). Per l'esclusione del diritto di sottoscrizione nella s.r.l., invece, la facoltà deve essere prevista dall'atto costitutivo (cfr. art. 2482-*bis*, co. 1°, c.c.), altrimenti non se ne parla"<sup>41</sup>.

Chi muove da questa prospettiva sottolinea altresì che di regola l'aumento di capitale viene previsto in denaro e che in una situazione di crisi l'interesse sociale esige la ricapitalizzazione, ma non l'esclusione del diritto di opzione in capo a soci, che ben potrebbero rivelarsi disponibili a sottoscrivere l'aumento<sup>42</sup>. Né spiragli davvero significativi possono aprirsi in relazione al ruolo dei dipendenti. Di qui la conclusione che, "con l'unica eccezione di una s.r.l. debitrice che contenga nel suo atto costitutivo una illimitata possibilità di offerta ai terzi delle quote di nuova sottoscrizione (e salvo il problema del recesso dei soci *ex art. 2481-bis*, co. 1°, c.c.), sarà pressoché impossibile sottrarre coattivamente ai vecchi soci il diritto di opzione. Al limite, si potrà immaginare una proposta concorrente con aumento del capitale sociale e con impegno del proponente (o di un terzo designato) alla sottoscrizione dell'aumento sospensivamente condizionato alla preventiva rinuncia all'esercizio del diritto di opzione da parte di tanti soci che consentano comunque al sottoscrittore di conseguire il controllo della società debitrice, salvo ogni dubbio in ordine all'ammissibilità di proposte concordatarie condizionate"<sup>43</sup>.

Questa lettura, pur comprensibilmente mossa dall'intento di salvaguardare le prerogative dei vecchi soci, non sembra tuttavia potersi ritenere davvero persuasiva. Essa rischia infatti di rivelarsi contraria alla lettera e allo "spirito" della disposizione concorsuale<sup>44</sup>, di cui fornisce una interpretazione sostanzialmente abrogante e, come tale, difficilmente accettabile.

Occorre anzitutto tenere in debito conto il dato per cui la legge (art. 90, 6° comma, c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 163, 5° comma, ultima parte, l. fall.) stabilisce, con formulazione *tranchant* e senza specificazioni che ne attenuino la forza, che la proposta del terzo può prevedere l'aumento del capitale e, soprattutto, che ciò può comportare la

---

<sup>41</sup> Così A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, cit., 303-304.

<sup>42</sup> Cfr. A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, cit., 304, il quale pone "il dubbio se l'interesse sociale "esigente" *ex art. 2441*, 5° comma, c.c. possa corrispondere, in una logica neoistituzionale, alla sopravvivenza in sé della società esdebitata, anche se difforme dall'interesse di tutti i vecchi soci della stessa", osservando che "comunque non sarebbe l'esclusione del diritto di opzione a salvare, se del caso, la società debitrice, ma la sottoscrizione dell'aumento del capitale sociale, in grado di consegnare a questa le risorse previste come necessarie all'adempimento delle obbligazioni concordatarie. Non è punto comprensibile, dunque, se non in termini di incentivo abnorme alla formulazione di una proposta concorrente ostile, un sacrificio imposto a quei soci che potrebbero ancora manifestare interesse all'operazione di aumento di capitale sociale racchiusa nella proposta concorrente del creditore: l'interesse della massa dei creditori sarebbe comunque soddisfatto a seguito della sottoscrizione del nuovo capitale, a prescindere dall'identità dei sottoscrittori".

<sup>43</sup> Così A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, cit., 304-305.

<sup>44</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 121, nota 9, il quale rileva che "la *ratio* e la lettera della norma depongono chiaramente nel senso di consentire al creditore-proponente interventi sul capitale sociale anche contro la volontà dei soci della società debitrice; possibilità di intervento che, all'evidenza, sarebbe impedito o reso più difficile laddove l'esclusione o limitazione del diritto di opzione fosse subordinata al ricorrere delle condizioni previste dagli artt. 2441 e 2481 *bis* c.c."

limitazione o perfino l'esclusione del diritto di opzione. Tenuto conto che la possibilità di inserire la suddetta operazione sociale straordinaria nel contesto di una proposta concorrente si desume altresì dall'art. 118, 6° comma, c.c.i.i., il quale crea i presupposti per l'ottenimento di una sorta di delibera assembleare "coatta", la vera portata precettiva dell'art. 90, 6° comma, c.c.i.i. sembra doversi ravvisare proprio nella compressione delle prerogative dei vecchi soci, senza necessità di osservare alcuna ulteriore condizione. Ne discende la conferma dell'attitudine di tali disposizioni a derogare *tout court* al regime societario; sicché si rivelerebbe incongruo subordinare la limitazione o, a seconda dei casi, l'esclusione del diritto di opzione anche al positivo riscontro dei requisiti contemplati dagli artt. 2441 e 2481-*bis* c.c.

Sembra pertanto preferibile ritenere che la legge concorsuale abbia individuato una aggiuntiva (e speciale) ipotesi di esclusione del diritto di opzione, che si affianca quelle prescritte dalla normativa societaria. Pertanto, ove si dia corso a una proposta concorrente, nei modelli azionari può impedirsi ai vecchi soci di partecipare anche agli aumenti in denaro, senza necessità di verificare che l'interesse sociale esiga il sacrificio degli azionisti. Nella società a responsabilità limitata, parimenti, non occorre che la limitazione o l'esclusione del diritto dei vecchi soci di sottoscrivere le nuove quote sia prevista dallo statuto.

Nell'impianto della legge fallimentare questo risultato, proprio perché frutto della prevalenza della *lex specialis* (concorsuale) sulla *lex generalis* (societaria), restava confinato al (ristretto) perimetro di applicazione della prima e, quindi, alle sole proposte concorrenti di concordato preventivo, nell'ambito delle quali si era inteso accordare al terzo proponente un potente strumento di "conquista" della società debitrice; senza possibilità di applicazione analogica non solo al di fuori della procedura di concordato preventivo, ma neppure nel contesto della proposta della società debitrice<sup>45</sup>. Di conseguenza, il socio di riferimento di società in difficoltà disposto a ulteriori investimenti e che, nel quadro della proposta di concordato preventivo presentata dagli amministratori, avesse inteso limitare o escludere il diritto di opzione degli altri membri della compagine, avrebbe comunque dovuto rispettare gli artt. 2441 e 2481-*bis* c.c.; il che gli impediva di sfruttare la soluzione della crisi come occasione per regolare i propri rapporti con la minoranza, diluendola o addirittura "estromettendola"<sup>46</sup>.

Anche sotto questo profilo l'assetto è tuttavia radicalmente mutato per effetto dell'entrata in vigore del nuovo codice (come modificato dal d. lgs. n. 83/2022). Come si è detto, infatti, l'art. 120-*bis*, 2° comma, c.c.i.i. stabilisce che il piano elaborato nell'ambito di qualsiasi strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza può prevedere, *inter alia*, aumenti del capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione. Il perimetro della deroga alle disposizioni di cui agli artt. 2441 e 2481-*bis* c.c. è quindi diventato ben più ampio: non si tratta più di una peculiarità tipica delle proposte con-

<sup>45</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 123; F. BRIZZI, *Proposte concorrenti nel concordato preventivo e governance dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 335 ss., nota 51; *contra* L. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs o Duldungspflicht)?*, in *RDS*, 2017, 748 ss.

<sup>46</sup> Con riguardo alle relazioni tra l'esecuzione del concordato (che non si fonda sulla proposta del terzo) e la disciplina societaria v. M. SCIUTO, *"Adempimento" del concordato e programma societario*, in V. DI CATALDO-V. MELI-R. PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, III, Milano, 2015, 1307 ss.

correnti di concordato preventivo (e di un conseguente vantaggio competitivo del terzo sul debitore), bensì di una previsione estesa a tutti gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, anche nei casi (e sono, naturalmente, i più frequenti) nei quali il piano sia elaborato dall'organo amministrativo.

7. (Segue): *la tutela dei soci della società debitrice*. – Volendo adottare un approccio sostanzialistico alle disposizioni in materia di aumento di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione nell'ambito di una proposta concorrente (e, oggi, del piano elaborato nel contesto di qualsiasi strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza), sembra potersi affermare che esse si traducono nell'estensione dello spossessamento tipico delle procedure concorsuali oltre il patrimonio sociale, attingendo altresì una porzione di quello dei soci.

Si tratta di una soluzione che, fino al 2015, era inedita per il nostro ordinamento. Un meccanismo analogo si ritrovava invece in alcune esperienze straniere<sup>47</sup>, alle quali, non a caso, fa esplicito riferimento la relazione illustrativa della c.d. “mini-riforma” di quell'anno<sup>48</sup>. Viene in considerazione, anzitutto, l'*Insolvenzplan* tedesco: i §§ 217 e 225a *InsO* consentono infatti di includere nel piano le operazioni sul capitale<sup>49</sup>, con la peculiarità che esse, ove effettivamente previste, si perfezionano attraverso un meccanismo che deroga agli ordinari processi societari<sup>50</sup>. In Francia, l'art. 631-19-2 *c. comm.* stabilisce che, nel caso di *cessation d'activité* di un'impresa con almeno centocinquanta dipendenti (o che sia al vertice di un gruppo con almeno centocinquanta dipendenti), è possibile dare corso a un aumento di capitale coatto riservato al terzo che si sia impegnato ad attuare il *plan de redressement*<sup>51</sup>.

In entrambi i casi sono previsti meccanismi di tutela dei soci. In Germania essi ven-

---

<sup>47</sup> Cfr., anche per i ricchi riferimenti comparatistici, F. PACILEO, *Cram Down e salvaguardie per i soci nel concordato preventivo con proposte concorrenti*, in *Riv. soc.*, 2018, 65 ss.

<sup>48</sup> Nella relazione illustrativa dell'intervento riformatore del 2015 si legge che “la soluzione proposta in tema di debitori con natura societaria risponde a un'esigenza sempre più avvertita in ambito internazionale. Esemplificativo di ciò è stata l'introduzione nel 2011 in Germania della possibilità che il piano di ristrutturazione (*Insolvenzplan*), eventualmente presentato su impulso dei creditori, preveda qualsiasi misura consentita dal diritto commerciale (tra cui, ad esempio, un aumento di capitale), senza che sia necessaria una deliberazione in tal senso da parte dell'assemblea degli azionisti (cosiddetto *cram down* degli azionisti). Inoltre, anche in Spagna è stato recentemente previsto che i creditori rappresentanti un quinto dei crediti possano presentare un piano di ristrutturazione alternativo a quello del debitore, ponendo una responsabilità risarcitoria verso i creditori a carico dei soci che irragionevolmente rifiutino di deliberare l'aumento di capitale eventualmente previsto dal piano. Infine, con lo stesso spirito, nel 2014 si è previsto in Francia il potere per il *mandataire en justice* di convocare l'assemblea e di votare al posto dei soci dissenzienti al fine di procedere all'aumento di capitale con sottoscrizione da parte dei creditori o di altri terzi, analogamente a quanto previsto dalle illustrate proposte di modifica dell'articolo 185”.

<sup>49</sup> Cfr. H.F. MÜLLER, *Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen im Insolvenzplan*, in *KTS*, 2012, 419 ss.

<sup>50</sup> Cfr. M. MERTENS, *Die neue Insolvenzrechtsreform 2012 (ESUG)*, Weil im Schönbuch, 2012, 75 ss.; C. GRÄFIN VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren. Die Sanierungsbeteiligung der Gesellschafter nach dem ESUG*, cit., 113 ss.; H. HIRTE, sub § 225a, in H. HIRTE-H. VALLENDER (herausgegeben von), *Insolvenzordnung. Kommentar*, München, 2019, 1, 2417 ss.

<sup>51</sup> Cfr., anche con riguardo ai sospetti di non piena costituzionalità che sono stati sollevati in Francia sulla possibilità di procedere a una sostanziale “espropriazione” dei soci, S. VERMEILLE-J. MARTINEZ-F.A. PAPON, *La constitutionnalité du projet de loi “Macron” et l'éviction des actionnaires: la révolution n'a pas eu lieu*, in *revue-banque.fr*, 2015.

gono segregati in una apposita classe e sono ammessi a prendere parte alle operazioni di voto circa l'approvazione del piano (§§ 238a e 246a dell'*InsO*), con possibilità di opporsi alla sua omologazione ove dimostrino che esso li pone in una condizione peggiore di quella in cui si sarebbero trovati in sua assenza<sup>52</sup>. Nell'ordinamento francese il mutamento "forzoso" della compagine sociale è invece possibile dinanzi al concreto rischio di un grave pregiudizio per l'economia nazionale o regionale e per i livelli occupazionali, nonché, comunque, laddove tale misura sia giudicata l'unica soluzione idonea a scongiurare i menzionati pericoli e a consentire la prosecuzione dell'attività<sup>53</sup>.

Nel momento in cui sono state introdotte le proposte concorrenti (e, con esse, la possibilità di aumenti di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione), le norme italiane non sembravano farsi carico di fornire adeguata protezione ai soci. Il rischio, quantomeno in astratto, era che il nuovo istituto si traducesse in forme di "esproprio" ai loro danni, in violazione dell'art. 42 cost.<sup>54</sup> o, comunque, dell'art. 1 del primo protocollo della Convenzione europea dei Diritti dell'Uomo<sup>55</sup>.

La questione si presentava, per vero, come una declinazione del più ampio problema relativo alla legittimità dell'istituto delle proposte concorrenti nel suo complesso<sup>56</sup>. Sennonché, da questo più specifico punto di vista, non era possibile richiamare *sic et simpliciter* l'argomento – altrimenti dirimente – secondo il quale la formulazione della domanda di concordato comporta l'accettazione, quantomeno implicita, del rischio della presentazione di proposte concorrenti e, quindi, della possibilità che esse contengano la previsione di aumenti di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Se tale rilievo contribuisce infatti a escludere che ci si trovi dinanzi a un vero e proprio "esproprio" della società in crisi, non può dirsi altrettanto con riferimento ai soci, atteso che nelle società di capitali la decisione circa l'accesso al concordato non li coinvolge, perché compete – oggi in via esclusiva e senza possibilità di deroghe a livello di atto costitutivo o di statuto – agli amministratori (art. 120-*bis*, 1° comma, c.c.i.i., che ha sostituito il rimando all'art. 152, 2° comma, lettera b), l. fall. di cui all'art. 161, 4° comma, c.c.i.i.).

<sup>52</sup> Cfr. C. GRÄFIN VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren. Die Sanierungsbeteiligung der Gesellschafter nach dem ESUG*, cit., 120 ss.

<sup>53</sup> Cfr. A. CERATI-GAUTHIER, *Loi Macron. Les mécanismes de dilution forcée et de cession forcée ne sont pas contraires à la Constitution, étude*, cit., 18 ss.

<sup>54</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 126, il quale rileva che, "nel caso in cui la partecipazione sociale abbia ancora un effettivo valore patrimoniale, [...] l'eventuale omologazione di una proposta concorrente con esclusione del diritto di opzione e con trasferimento di tutto l'attivo al proponente (o ad un terzo) si risolverebbe, di fatto, in un'espropriazione delle suddette partecipazioni sociali senza la corresponsione di un indennizzo, con ciò violandosi il precetto costituzionale dell'art. 42, 3° comma, Cost".

<sup>55</sup> La Corte europea dei Diritti dell'Uomo ha più volte affermato che la partecipazione sociale costituisce un diritto oggetto della protezione di cui all'art. 1 del primo protocollo della Convenzione europea dei Diritti dell'Uomo (cfr. Corte EDU, 25 luglio 2002, *Sovransavto Holding c. Ucraina*, ricorso n. 48553/1999; Id., 7 novembre 2002, *Olczack c. Polonia*, ricorso n. 30417/1996; Id., 10 luglio 2012, *Grainger e altri c. Regno Unito*, ricorso n. 34940/10). In argomento cfr., in dottrina, N. ABRIANI, *La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna*, in *Giur. it.*, 2010, 2229 ss.; G. CARRARO, *Società di capitali e diritti dell'uomo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 205 ss.; G. GUIZZI, *Il commissariamento di società per azioni ai sensi del d.l. 61/2013 tra funzionalizzazione dell'impresa e problemi di tutela costituzionale della partecipazione azionaria. Prime note a margine del (la seconda puntata del) caso ILVA*, in *Corr. giur.*, 2013, 1189 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 31 ss.

<sup>56</sup> In proposito sia consentito rinviare a M. AIELLO, *La competitività nel concordato preventivo*, cit., 43 ss.

Dato che i soci non potevano ritenersi (neppure implicitamente) assenzienti al proprio (sia pur parziale) spossessamento, il dubbio circa la legittimità costituzionale della disposizione aveva acquistato oggettivo vigore.

A ben vedere, tuttavia, esso poteva essere fugato tenendo conto delle peculiarità della fattispecie e del mutamento che interessa la posizione dei soci nei casi di vera e propria insolvenza.

Per concludere che si sia davvero dinanzi a un'ipotesi di lesione di diritti costituzionalmente garantiti occorrerebbe infatti poter affermare che l'"estromissione" dei vecchi soci dalla compagine sociale si traduce in un vero e proprio "esproprio". Orbene: benché sia pacifico che essi perdono la propria partecipazione, occorre tuttavia tenere conto del fatto che tale ablazione non prende corpo in un contesto di regolare svolgimento dell'attività d'impresa, ma interviene in una situazione di crisi (*recte*, di norma, di grave incapienza e, quindi, di vera e propria insolvenza), nella quale la società risulta anzitutto asservita al soddisfacimento dei creditori.

Il combinato disposto del rilievo che i soci costituiscono i cc.dd. "*residual claimants*" della società (vale a dire coloro i quali hanno diritto di ricevere ciò che residua una volta che siano stati soddisfatti i creditori)<sup>57</sup> e della constatazione che le proposte concorrenti si attagliano esclusivamente ai casi di insolvenza (in ragione delle soglie di esenzione di cui all'art. 90, 5° comma, c.c.i.i., che ha sostituito l'art. 163, 5° comma, l. fall.) induceva a escludere che i soci fossero, nelle fattispecie ricomprese nel perimetro applicativo della norma, titolari di partecipazioni dotate di un residuo valore economico. Ne derivava la ricognizione dell'insussistenza di un concreto e attuale rischio di "esproprio", con conseguente superamento dei menzionati dubbi di legittimità costituzionale<sup>58</sup>.

Sulla base di questo ragionamento, poteva ritenersi che, nel vigore della legge fallimentare, l'ordinamento italiano avesse adottato, nella sostanza, una impostazione non troppo dissimile da quella transalpina: non si era attribuito espressamente ai soci alcuno strumento di tutela "attiva" della propria partecipazione (come invece in Germania), in quanto il meccanismo dell'aumento di capitale "coatto" connesso all'omologazione di un concordato fondato su una proposta concorrente era stato opportunamente circoscritto – per effetto delle soglie di "esenzione" – alle situazioni di grave e conclamata incapienza patrimoniale, nelle quali le partecipazioni sociali risultano, per definizione, prive di un residuo valore economico.

Alla luce di questo inquadramento, l'impianto normativo previgente non sembrava porre effettive criticità sotto il profilo del rispetto dei precetti costituzionali: gli interessi del socio non costituivano un vero ostacolo all'adozione della soluzione concordataria più idonea a fornire adeguata risposta alle istanze dei creditori, perché entro il perimetro di applicazione delle proposte concorrenti le partecipazioni sociali risultano necessariamente prive dell'attitudine ad assumere un valore apprezzabile sotto il profilo economico, sicché non si poneva alcun reale pericolo di "esproprio".

---

<sup>57</sup> Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, cit., 36, cui *adde*, anche per gli spunti di carattere comparatistico, M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 572.

<sup>58</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 129, secondo cui, "atteso che il presupposto oggettivo di ammissibilità delle proposte concorrenti è rappresentato dalla previsione, in sede di proposta del debitore, di un pagamento inferiore al quaranta per cento (o trenta per cento nei concordati con continuità), la lesione dell'interesse economico dei soci della società-debitrice può apparire ipotesi irrealistica".

Questa impostazione appariva in qualche modo coerente con il regime di tutela dei soci adottato nell'ambito dei meccanismi di risoluzione bancaria di cui alla direttiva 2014/59/UE e al d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180<sup>59</sup>, laddove si prevede la corresponsione di un indennizzo in favore dei soci per il solo caso in cui la loro partecipazione presenti un valore di liquidazione positivo<sup>60</sup>. Ebbene: se si ritiene che la questione della tutela dei soci si ponga esclusivamente nel caso di partecipazioni che conservino un valore economico, essa diventa giocoforza irrilevante nel contesto delle proposte concorrenti di concordati preventivo, le quali – lo si ripete – presuppongono non solo l'insolvenza, ma altresì la conclamata incapienza del patrimonio del debitore.

Non poteva tuttavia escludersi, quantomeno in astratto, che – se del caso per effetto dell'errata valutazione circa la non idoneità della proposta originaria ad assicurare il livello di soddisfacimento dei creditori capace di impedire la presentazione di una proposta concorrente – si prospettasse l'azzeramento della vecchia compagine pur in presenza di una situazione di mera crisi, nella quale le azioni o le quote incorporassero ancora un valore economico. Si rendeva quindi necessario individuare comunque uno strumento processuale che i soci potessero esperire per bloccare iniziative che si traducevano in un esproprio ai loro danni. Nel silenzio della legge, alcuni avevano ravvisato il rimedio più acconcio nell'*actio nullitatis*<sup>61</sup>. La soluzione preferibile appariva tuttavia quella dell'esperimento dell'opposizione all'omologazione, cui era legittimato qualsiasi interessato (art. 180, 2° comma, l. fall.)<sup>62</sup>.

L'approccio del legislatore in materia è tuttavia radicalmente mutato con il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e le modifiche ad esso apportate dal d. lgs. n. 83/2022. È stata adottata, con riguardo alla tutela dei soci, una soluzione del tutto nuova e più vicina a quella propria dell'ordinamento tedesco. Oggi non solo si prevede

<sup>59</sup> In materia cfr. G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 1485 ss.; B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *dirittobancario.it*, 2016; G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca impresa e società*, 2015, 339 ss.; R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 287 ss.; L. STANGHELLINI, *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 2, 154 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, I, 102 ss.; E. RULLI, *Contributo allo studio della risoluzione bancaria*, Torino, 2017.

<sup>60</sup> L'art. 88, 1° comma, d.lgs. n. 180/2015 stabilisce che, a seguito delle azioni di risoluzione, un esperto indipendente incaricato dalla Banca d'Italia effettua senza indugio una valutazione per determinare il trattamento che gli azionisti e i creditori avrebbero ricevuto se, nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione, l'ente fosse stato sottoposto alla liquidazione coatta amministrativa (o ad altra analoga procedura concorsuale eventualmente applicabile) e, di conseguenza, le azioni di risoluzione non fossero state adottate. Il predetto esperto deve altresì determinare l'eventuale differenza tra tale scenario alternativo e il trattamento in concreto a costoro riservato per effetto delle azioni di risoluzione. Questi incumbenti sono funzionali a quanto stabilito dall'art. 89 della medesima legge, il quale prescrive che "ciascun azionista o creditore [...] che sulla base della valutazione di cui all'articolo 88 risulti aver subito perdite maggiori di quelle che avrebbe subito in una liquidazione coatta amministrativa o altra analoga procedura concorsuale applicabile, ha diritto a ricevere, a titolo di indennizzo, esclusivamente una somma equivalente alla differenza determinata ai sensi dell'articolo 88".

<sup>61</sup> La soluzione dell'*actio nullitatis* è stata proposta da A. PEZZANO-M. RATTI, *Il processo delle proposte concorrenti: ammissione, perfezionamento ed attuazione*, in S. AMBROSINI (diretto da), *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e del 2016*, Bologna, cit., 340.

<sup>62</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte "ostili"*, cit., 126.

espressamente che i soci possano opporsi all'omologazione del concordato al fine di far valere il pregiudizio subito rispetto all'alternativa liquidatoria (art. 120-*quater*, 3° comma, c.c.i.i.), ma è altresì stabilito che essi partecipino alla sua approvazione attraverso la formazione di una apposita classe (o di più classi, in caso di presenza di soci ai quali lo statuto riconosce diritti diversi), obbligatoria se il piano prevede modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci (art. 120-*ter* c.c.i.i.); fattispecie nella quale sembra arduo non far rientrare la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Cfr. A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, cit., 24.



# I FINANZIAMENTI DEI SOCI AL BANCO DI PROVA DELLA CRISI

di Giulia Garesio

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I presupposti oggettivi: indicatori della crisi “*ante litteram*”? – 2.1. (*Segue*): l’eccessivo squilibrio tra le fonti di finanziamento. – 2.2. (*Segue*): la ragionevolezza del conferimento. – 2.3. (*Segue*): ricadute sulla libertà di scelta del socio-finanziatore. – 3. La *vis expansiva* della regola della postergazione. – 3.1. (*Segue*): l’applicazione della postergazione *pendente societate*. – 3.2. (*Segue*): l’ampliamento del profilo soggettivo. – 4. Osservazioni conclusive.

1. *Premessa*. – Dinnanzi ad una situazione di crisi, permane libertà di scelta, per il socio, tra le possibili fonti di finanziamento con cui potrebbe contribuire a ristabilire una situazione di equilibrio della società?

Il quesito ha ragione di porsi muovendo dalle previsioni di cui all’art. 2467 c.c.<sup>1</sup>, volte in qualche misura a scoraggiare, al ricorrere di determinate condizioni, gli apporti di risorse finanziarie da parte dei soci a titolo di debito<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Tra i più recenti contributi, v., oltre a P. MONTALENTI, *L’abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 901 ss., per il quale la norma è «foriera di gravi dubbi applicativi e quindi di incertezze per gli operatori»; ID., *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 177 s.; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 659 ss.; F. BRIOLINI, *I finanziamenti dei soci e il principio dell’art. 2467 c.c.*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, Milano, 2020, II, 1229; ID., *I finanziamenti alla s.r.l. nelle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 347 ss.; O. CAGNASSO, *La scelta di richiedere ai soci di finanziare la società o di effettuare un finanziamento infragruppo: discrezionalità e vincoli*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 405 ss.; ID., *Il rimborso dei finanziamenti anomali*, in *Giur. it.*, 2021, 781 ss.; M. CAMPOBASSO, *La disciplina dei finanziamenti dei soci postergati dopo il correttivo al codice della crisi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 171 ss.; T. DI MARCELLO, *La postergazione «societaria» dei finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 639 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; ID., *Effetti della liquidazione giudiziale sul rimborso dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 125 ss.; G. FERRI JR., *Questioni attuali in tema di finanziamento dei soci e postergazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 83 ss.; E. FREGONARA, *I finanziamenti dei soci e infragruppo nelle società in bonis e nella procedura di liquidazione giudiziale*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 363 ss.; EAD., *I finanziamenti dei soci: valutazione del presupposto e natura della postergazione*, in *Giur. it.*, 2021, 1137 ss.; D. GALLETI, *La postergazione legale dei crediti. L’incentivazione delle condotte finanziarie virtuose di fronte alla crisi*, Napoli, 2021; M. IRRERA, *L’art. 2467 c.c.: limiti di applicazione di una norma transtipica ad una “s.r.l. transtipica”*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 394 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e riorganizzazione dell’impresa nel codice della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 408 ss.; F. PACILEO, *La concezione “sostanziale” dei finanziamenti*

L'individuazione del perimetro applicativo della norma appare oggi a geometrie sempre più variabili, tanto sotto il profilo oggettivo quanto sotto il profilo soggettivo: alle estensioni prospettate in giurisprudenza ed in dottrina, si aggiungono quelle che parrebbero suggerire le previsioni del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, entrato in vigore – *in parte qua* – il 15 luglio 2022<sup>3</sup>.

Nel contesto (post)pandemico, l'individuazione dell'ambito di applicazione della norma riveste un ruolo tutt'altro che marginale, come parrebbe dimostrare, *a contrariis*, la sua (temporalmente circoscritta) disapplicazione, tra le prime misure adottate per fronteggiare gli effetti economici e finanziari derivanti dall'emergenza da Covid-19.

Nel disporre che «ai finanziamenti effettuati a favore delle società» dalla data di entrata in vigore del c.d. decreto “Liquidità” (9 aprile 2020) e sino alla data del 31 dicembre 2020, non si dovessero applicare le disposizioni degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.<sup>4</sup>, il legislatore ha inteso rimuovere (temporaneamente) qualsivoglia ostacolo in grado di frapporsi tra le esigenze finanziarie di imprese boccheggianti e le disponibilità liquide dei loro soci<sup>5</sup>.

Diversamente da altri interventi che, parimenti introdotti come misura societaria

---

“anomali” dei soci nella giurisprudenza recente e nella riforma del diritto della crisi d'impresa, in *Dir. fall.*, 2020, 727 ss.; M. PALMIERI, *I finanziamenti dei soci alla luce del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1004 ss.; ID., *La disciplina dei finanziamenti concessi dai soci e infragruppo in occasione di una composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 1178 ss.; ID., *I finanziamenti alle società sottocapitalizzate. Linee evolutive della disciplina*, Milano, 2022; M.G. PAOLUCCI, *Commento sub art. 2467 c.c.*, in AA.VV., *Società a responsabilità limitata. Artt. 2462-2483 c.c.*, in G. DE NOVA (a cura di), *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, II ed., Bologna, 2022, 332 ss.; F. PASQUARIELLO, *Brevi note sulla postergazione del rimborso del finanziamento soci, tra diritto vigente, diritto vivente e diritto venturo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 108 ss.; D. SCANO, *Il perimetro oggettivo dell'art. 2467 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 59 ss.; M. SPIOTTA, *Il parametro temporale per valutare la natura (anomala) dei finanziamenti dei soci*, in *Soc. e contr., bil. e rev.*, 2020, 11, 56 ss.

<sup>2</sup> Cfr., tra gli altri, O. CAGNASSO, *La scelta*, cit., 411. Per T. DI MARCELLO, *op. cit.*, 639 ss., le previsioni dell'art. 2467 c.c. sarebbero poste anche a tutela della continuità aziendale.

<sup>3</sup> Ad opera dell'art. 42, comma 1, lett. a), d.l. 30 aprile 2022, n. 36, convertito, con modificazioni, dalla l. 29 giugno 2022, n. 79, che ha nuovamente postposto il termine previsto dall'art. 389, d.lgs. n. 14/2019, già ridefinito dall'art. 5, comma 1, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito, con modificazioni, dalla l. 5 giugno 2020, n. 40, e dall'art. 1, comma 1, lett. a), d.l. 24 agosto 2021, n. 118, convertito, con modificazioni, dalla l. 21 ottobre 2021, n. 147.

<sup>4</sup> Così l'art. 8 del già citato d.l. 8 aprile 2020, n. 23. Sulle previsioni del decreto “Liquidità” v., *ex multis*, M. IRRERA (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, I quaderni di RES, n. 3, Torino, 2020; S. AMBROSINI, *L'impatto del “decreto liquidità” sulla continuità aziendale delle imprese e sulle procedure concorsuali pendenti*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 519 ss.; F. BRIOLINI, *Note minime sulla sospensione del principio della postergazione dei prestiti dei soci e infragruppo (art. 8, d.l. 23/2020)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, 640 ss.; F. BRIZZI, *Il diritto societario della crisi alla prova dell'emergenza Covid-19*, in *Corr. giur.*, 2020, 878 ss.; S. CACCHI PESSANI, *La temporanea disapplicazione della disciplina dei finanziamenti “anomali” dei soci prevista dagli artt. 2467 e 2497 quinquies cod. civ. (commento all'art. 8 del Decreto Liquidità)*, in *Riv. soc.*, 2020, 465; nonché ASSONIME, *Le regole societarie per salvaguardare la continuità operativa delle imprese nei decreti Liquidità e Rilancio* (Circolare 16/2020).

<sup>5</sup> Come si legge nella relazione illustrativa del d.l. n. 23/2020, «l'esigenza di incentivare i canali necessari per assicurare un adeguato rifinanziamento delle imprese rende opportuna la temporanea disattivazione dei meccanismi di postergazione dei finanziamenti effettuati dai soci o da chi esercita attività di direzione e coordinamento».

transitoria, sono poi stati rimaneggiati ampliandone l'estensione temporale<sup>6</sup>, la disapplicazione delle suddette norme è rimasta confinata alle erogazioni dei soci effettuate in un arco temporale rigidamente circoscritto.

Se da un lato, stando alle stime della Banca d'Italia su oltre 700.000 società di capitali<sup>7</sup>, «grazie alle misure governative approvate tra marzo e agosto, il numero delle aziende in *deficit* di liquidità si sarebbe ridotto da 142.000 a circa 32.000, mentre il fabbisogno complessivo sarebbe sceso da 48 a 17 miliardi», dall'altro lato, è stato prospettato<sup>8</sup> un incremento della probabilità di *default* delle imprese maggiormente indebitate, con inevitabili ricadute, di riflesso, sul merito creditizio dei prenditori e sulla necessità di procedere alla loro riclassificazione nelle classi di rischio più elevato.

Ragion per cui la scelta dei soci di finanziare mediante capitale di debito la propria società deve esser vagliata anche alla luce delle previsioni (volutamente disincentivanti) di cui all'art. 2467 c.c.

Nei paragrafi che seguono, ci si soffermerà sull'ampliamento dell'ambito di applicazione della norma, al fine di verificare le ricadute del d.lgs. n. 14/2019 tanto sulla portata dei suoi presupposti oggettivi (par. 2 ss.), quanto sull'estensione del suo presupposto "temporale" (par. 3.1.) e di quello soggettivo (par. 3.2.), al fine di verificare se ed in che misura essa possa incidere sulle scelte di finanziamento dei soci e su quelle gestorie degli amministratori (par. 4).

---

<sup>6</sup> Il riferimento è, in particolare, all'art. 6 del decreto "Liquidità", integralmente riformulato dall'art. 1, comma 266, l. 30 dicembre 2020, n. 178, e successivamente modificato dall'art. 3, comma 1-ter, d.l. 30 dicembre 2021, n. 228, convertito, con modificazioni, dalla l. 25 febbraio 2022, n. 15, che consente la temporanea disapplicazione delle previsioni dettate dagli artt. 2446 (commi 2 e 3), 2447, 2482-bis (commi 4, 5 e 6) e 2482-ter c.c. alle «perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021», con conseguente inoperatività della causa di scioglimento prevista dagli artt. 2484, comma 1, n. 4), e 2545-duodecies c.c. In proposito, sulle previsioni originarie dell'art. 6, cfr., tra gli altri, G. D'ATTORRE, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Fall.*, 2020, 597 ss.; M. DI SARLI, *La disciplina in deroga nella fase patologica*, in O. CAGNASSO-E. FREGONARA (a cura di), *Le società innovative (II parte)*, in *Giur. it.*, 2021, 2268 ss.; F. DIMUNDO, *La "messa in quarantena" delle norme sulle perdite del capitale e sullo scioglimento delle società. Note sull'art. 6 del "decreto liquidità"*, in *ilcaso.it*, 21 aprile 2020; D. LATELLA, *Legislazione "Covid" e finanziamento delle società: quale ruolo per il capitale legale?*, in *Giur. it.*, 2020, 2337 ss.; G. STRAMPELLI, *La preservazione (?) della continuità aziendale nella crisi da Covid-19: capitale sociale e bilanci nei decreti "Liquidità" e "Rilancio"*, in *Riv. soc.*, 2020, 370 ss.; M. VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, in *Soc.*, 2020, 531 ss. Successivamente alle modifiche apportate dalla l. n. 178/2020, v., *ex multis*, N. ABRIANI-F. BUTTIGNON, *Legge di bilancio 2021 e patrimonio netto di bilancio nelle società di capitali in Italia: spunti per il superamento di un paradigma*, in *ilSocietario*, 17 febbraio 2021; A. BUSANI, *Quinquennio di grazia per le perdite emerse nel 2020*, in *Soc.*, 2021, 201 ss.; I. DONATI, *Le società senza patrimonio netto: riflessi concorsuali del nuovo art. 6, D.L. "liquidità"*, in *Fall.*, 2021, 459 ss.; A. PAOLINI, *La nuova sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale nella legislazione di emergenza Covid-19*, Studio n. 88-2021/I approvato dal Consiglio Nazionale del Notariato il 30 aprile 2021; nonché la massima della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, n. 196, del 23 febbraio 2021 (sostitutiva della massima n. 191) e gli orientamenti societari del Comitato interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, esposti nelle massime dalla T.A.1 alla T.A.12 del 2021.

<sup>7</sup> A. DE SOCIO-S. NARIZZANO-T. ORLANDO-F. PARLAPIANO-G. RODANO-E. SETTE-G. VIGGIANO, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, *Note Covid-19*, 13 novembre 2020, 3 ss.

<sup>8</sup> A. DE SOCIO-S. NARIZZANO-T. ORLANDO-F. PARLAPIANO-G. RODANO-E. SETTE-G. VIGGIANO, *op. cit.*, 3 s.; nonché, nello specifico, S. GIACOMELLI-S. MOCETTI-G. RODANO, *Fallimenti d'impresa in epoca Covid*, Banca d'Italia, *Note Covid-19*, 27 gennaio 2021, i quali stimano che «il numero dei fallimenti potrebbe aumentare di circa 6.500 casi (quasi il 60 per cento di quelli registrati nel 2019) entro il 2022, di cui una parte preponderante già nel 2021».

2. *I presupposti oggettivi: indicatori della crisi “ante litteram”?* – L’art. 2467 c.c. tenta di circoscrivere, al secondo comma, i finanziamenti dei soci il cui rimborso deve essere postergato, ai sensi del primo comma, «rispetto alla soddisfazione degli altri creditori»<sup>9</sup>.

La norma è, per così dire, neutra in relazione alle modalità con cui il socio intende apportare a titolo di debito le risorse finanziarie: con una pragmatica applicazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, il legislatore si è premurato di specificare che «s’intendono finanziamenti dei soci a favore della società» quelli «in qualsiasi forma effettuati».

Sicché il filtro selettivo per l’applicazione delle previsioni di cui all’art. 2467 c.c. non è dato dalla formula contrattuale prescelta, essendo necessario e sufficiente che essa presupponga il rimborso delle somme erogate alla società<sup>10</sup>.

Coerentemente con la *ratio* della disposizione, devono ritenersi esclusi, per converso, quegli apporti dei soci effettuati a fondo perduto o in conto capitale<sup>11</sup>.

Stando alla lettera della norma, gli elementi che, viceversa, qualificano il finanziamento come anomalo – e ne sottopongono il rimborso, conseguentemente, a postergazione rispetto agli altri creditori – devono essere rintracciati nella condizione in cui versa la società al momento in cui il socio concede il proprio sostegno finanziario.

A rilevare, per espressa previsione normativa, sono – alternativamente<sup>12</sup> – un «eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio netto» oppure «una situazione finanziaria» in cui «sarebbe stato ragionevole un conferimento», il primo da riportare al tipo di attività svolta dalla società beneficiaria<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> Invariato *in parte qua* anche all’esito delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 14/2019, sulla cui portata ci si soffermerà più diffusamente *infra*.

<sup>10</sup> Cfr., tra gli altri, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata, in Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, 453 ss. Per Trib. Torino 1° dicembre 2017, in banca dati *Pluris*, sono indici che consentono di annoverare l’apporto in denaro tra i finanziamenti «il *nomen iuris* usato dalle parti, la previsione del pagamento di interessi, la previsione di un termine per la sua restituzione e la destinazione delle somme a uno scopo preciso e temporaneo»; mentre per Cass. 23 febbraio 2012, n. 2758, in *Notariato*, 2012, 353; in *Giur. it.*, 2012, 2050, «deve aversi riguardo non tanto alla denominazione con la quale il versamento è registrato nelle scritture contabili della società [...] quanto piuttosto al modo con cui il rapporto è stato attuato, alle finalità pratiche a cui esso appare diretto e agli interessi che vi sono sottesi». L’ampia portata della formulazione letterale della norma è confermata da Trib. Reggio Emilia 17 giugno 2015 (decr.), in *Quot. giur.*, 3 luglio 2015, con nota di G. NIGRO, in cui essa è stata ritenuta applicabile anche ai «crediti derivanti da rapporti di fornitura di merci e di servizi, qualora si accerti in concreto che dette forniture abbiano assolto sotto il profilo finanziario alla stessa funzione della dazione di danaro»; nonché da Trib. Padova 28 ottobre 2015, in *ilcaso.it*, in cui sono stati ritenuti postergati ai sensi dell’art. 2467 c.c. i crediti derivanti dalle «forniture eseguite dal socio in prossimità dell’accertamento della perdita del capitale sociale della società beneficiaria», le quali si configurerebbero alla stregua di finanziamenti indiretti.

<sup>11</sup> Cfr., in dottrina, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata, in Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, 2007, 104, e, nella giurisprudenza di legittimità, Cass. 20 aprile 2020, n. 7919, in *ilcaso.it*.

<sup>12</sup> Rileva, in proposito, P. MONTALENTI, *L’abuso del diritto nel diritto commerciale*, cit., 901, che «i criteri di individuazione della fattispecie sono incerti».

<sup>13</sup> Come prevede (e continuerà a prevedere anche a seguito dell’entrata in vigore del d.lgs. n. 14/2019) il comma 2 dell’art. 2467 c.c. In proposito, nella parte motiva di Trib. Venezia 14 (21) aprile 2011, in *Fall.*, 2011, 1351, con nota di N. ABRIANI; in *Soc.*, 2012, 19, con nota di R. DRISALDI; in *ilcaso.it*, si legge che non sarebbero rilevanti, in ogni caso, «i livelli di capitalizzazione dei principali *competitors*» della società, in quanto, al più, «la comparazione con il livello di indebitamento dei principali concorrenti potrà influire in ordine alla valutazione del merito di credito dell’impresa interessata».

Anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, entrambi i presupposti sono stati ritenuti assimilabili ad una situazione "di crisi" della società<sup>14</sup>: «il presupposto della postergazione è costituito dalla situazione di crisi che ponga la società a rischio di insolvenza. In altre parole, il finanziamento del socio deve essere postergato quando, secondo un giudizio di prognosi postuma, nel momento in cui venne concesso, era altamente probabile che la società, rimborsandolo, non sarebbe stata in grado di soddisfare regolarmente gli altri creditori».

Ragion per cui sorge spontaneo domandarsi se una tale sovrapponibilità permanga anche alla luce della definizione – ora "codificata" – di crisi di impresa, con cui si apre il d.lgs. n. 14/2019, la quale deve essere ora intesa come «lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi»<sup>15</sup>.

Ad assumere particolare rilievo non è tanto la nozione in sé – pur sempre ancorata, in qualche misura, a quella di insolvenza, di cui costituisce l'aleatorio antecedente – quanto la sua manifestazione, la quale si connota, per un verso, per la sua dimensione eminentemente prospettica e, per altro verso, per la sua natura prettamente finanziaria, che si concretizzerà nella (futura) insufficienza delle risorse disponibili a fronteggiare le obbligazioni del debitore.

2.1. (Segue): *l'eccessivo squilibrio tra le fonti di finanziamento*. – Ad una prima lettura, le indicazioni ritraibili dall'art. 2, lett. a), d.lgs. n. 14/2019, così come da ultimo modificato<sup>16</sup>, non parrebbero presentare punti di contatto con la situazione di «cessi-

<sup>14</sup> In questi termini Trib. Roma 5 febbraio 2019, in *ilcaso.it*. Nella giurisprudenza di legittimità, v. Cass. 15 maggio 2019, n. 12994, in *Fall.*, 2020, 48 ss., con nota di G.M. D'AIELLO; in *Foro it.*, 2019, 7-8, 1, 2315; in *ilcaso.it*; mentre tra le pronunce di merito cfr., in particolare, Trib. Milano 6 febbraio 2015, in *ilcaso.it*; Trib. Reggio Emilia 10 giugno 2015 (decr.), *ivi*, per il quale l'art. 2467, comma 2, c.c. identificerebbe «una situazione di insolvenza o di crisi», argomentando *a contrariis* dalle previsioni dell'art. 182-*quater* l. fall.; Trib. Torino 15 luglio 2016, in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Roma 6 febbraio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 374, con nota di A. MESSORE; Trib. Milano 4 luglio 2019, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, per il quale le situazioni di cui all'art. 2467, comma 2, c.c. «individuano una nozione unitaria di crisi che si identifica con il "rischio" di insolvenza, tale da giustificare un "concorso potenziale" tra i creditori sociali».

<sup>15</sup> Così la lett. a) dell'art. 2, d.lgs. n. 14/2019, come da ultimo modificata dall'art. 1, comma 1, lett. a), d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83. Per approfondimenti, v., oltre a P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, I, 2020, 829 ss., *ex multis*, A. JORIO, *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, in *Dir. fall.*, 2019, 290; nonché S. FORTUNATO, *Insolvenza, crisi e continuità aziendale nella riforma delle procedure concorsuali: ovvero la commedia degli equivoci*, in *Dir. fall.*, 2021, I, 3; G. LO CASCIO, *Il codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: considerazioni a prima lettura*, in *Fall.*, 2019, 264; A. ROSSI, *Dalla crisi tipica ex CCII, alla resilienza della twilight zone*, in *Fall.*, 2019, 293 ss.; S. SANZO, *I principi generali e le disposizioni di immediata attuazione*, in S. SANZO-D. BURRONI (a cura di), *Il nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, Bologna, 2019, 11.

<sup>16</sup> Diverso il ragionare in relazione alla primigenia formulazione letterale della definizione, che presentava non poche affinità con la fattispecie contenuta nel comma 2 dell'art. 2467 c.c., ulteriormente rafforzate dalle antecedenti previsioni dell'art. 13, d.lgs. n. 14/2019, dedicate – anteriormente alle modifiche apportate dal d.lgs. n. 83/2022 – agli «Indicatori e indici della crisi». Il primo comma dell'art. 13 menzionava alcuni «indici significativi» che avrebbero dato evidenza dell'insostenibilità dei debiti nei sei mesi successivi e dell'assenza di prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso: si trattava, nello specifico, degli indici che permettono di misurare *i)* l'insostenibilità degli oneri derivanti dall'indebitamento con i flussi di cassa generati dall'impresa e *ii)* la «inadeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi».

vo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» rilevante ai sensi del secondo comma dell'art. 2467.

Su quest'ultima, una chiave interpretativa potrebbe essere quella fornita nella relazione illustrativa del decreto "Liquidità", ove, motivando la disapplicazione temporanea degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c., si è rilevato che la *ratio* di queste norme «è quella di sanzionare indirettamente i fenomeni di c.d. sottocapitalizzazione nominale, e cioè di quelle situazioni in cui la società dispone sicuramente dei mezzi per l'esercizio dell'impresa, ma questi sono in minima parte imputati a capitale, perché risultano per lo più concessi sotto forma di finanziamento».

Coerentemente, per valutare la sussistenza di una situazione di disequilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi, non sono stati ritenuti sufficienti né i meri dati «statici» relativi all'esposizione debitoria della società ed all'esiguità del capitale sociale<sup>17</sup>, né «il *leverage*, pari al rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento e i mezzi propri», il quale, seppure costituisce un «indicatore significativo», deve tuttavia «essere confortato e valutato unitamente ad ulteriori elementi, tra i quali riveste particolare importanza la struttura del debito»<sup>18</sup>.

All'opposto, si è ritenuto idoneo considerare il valore assunto dall'indice di liquidità dell'impresa, il quale è dato dal rapporto tra le attività a breve termine e l'ammontare delle passività correnti<sup>19</sup>.

La quantificazione dell'eccessivo squilibrio dovrebbe poi essere effettuata prendendo a riferimento il «patrimonio netto rettificato e rivalutato, più che nei meri dati di bilancio», atteso che la garanzia creditoria riposa sulla «reale consistenza patrimoniale nota a qualsiasi intermediario finanziario impegnato in una valutazione della solidità patrimoniale della società in sede di istruttoria del fido», da valutarsi dinamicamente su un orizzonte temporale ragionevole che consenta di apprezzare prospetticamente la capacità dell'impresa di operare in condizioni di equilibrio economico-finanziario, «venendo meno le quali anche l'attuale equilibrio potrebbe apparire del tutto effimero ed apparente»<sup>20</sup>.

Di talché, a ben vedere, raffrontando la nozione di crisi contenuta nel d.lgs. n. 14/2019 con le interpretazioni che, nel tempo, sono state fornite sulle modalità di individuazione delle situazioni di eccessivo squilibrio tra le fonti di finanziamento rilevanti ex art. 2467, comma 2, c.c., si osserva che questo non parrebbe rappresentare, di per sé solo, una crisi già in atto, non essendo sinonimo di incapacità prospettica di far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi.

---

<sup>17</sup> Così Trib. Catania 19 dicembre 2018, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>18</sup> In questi termini Trib. Venezia 14 (21) aprile 2011, cit., per il quale detti ulteriori elementi non possono soltanto essere costituiti dal miglioramento del *leverage* in raffronto all'anno precedente e dal suo attestarsi su valori non patologici, nonché dal risultato d'esercizio positivo della società.

<sup>19</sup> App. Milano 18 aprile 2014, in *ilcaso.it*, per il quale lo squilibrio sarebbe insussistente ove detto indice assuma valore «di poco inferiore, uguale o superiore a 1», vale a dire qualora le disponibilità a breve termine siano pressoché pari o superino le passività a breve termine. Nella dottrina aziendalistica, v., tra gli altri, G. FERRERO-F. DEZZANI-P. PISONI-L. PUDDU, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Milano, 2006, 200 s. Si rileva che l'indice di liquidità figura – unitamente al rapporto tra patrimonio netto e debiti totali – tra gli indici individuati dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili nel documento diffuso il 20 ottobre 2019, nel quale sono stati illustrati gli elaborati *in fieri* predisposti dal Gruppo di lavoro del CNDCEC ai sensi della primigenia versione dell'art. 13, comma 2, d.lgs. n. 14/2019.

<sup>20</sup> Così Trib. Vicenza 13 luglio 2015, in *ilcaso.it*.

Esso, piuttosto, potrebbe rivelarsi sintomatico di una situazione critica in potenza, che la regola della postergazione tenta di prevenire postponendo perlomeno il rimborso dei soci-finanziatori a quello dei creditori sociali.

2.2. (Segue): *la ragionevolezza del conferimento*. – Spostando l'attenzione sulla compatibilità tra la crisi di cui alla lett. a), art. 2, d.lgs. n. 14/2019, ed il secondo presupposto previsto dall'art. 2467, comma 2, c.c., occorre rilevare, in prima battuta, che le situazioni in cui la ragionevolezza<sup>21</sup> imporrebbe l'effettuazione di un conferimento non sono meccanicamente individuabili *a priori*, mediante la "semplice" effettuazione di un rapporto tra grandezze dello stato patrimoniale, ma devono essere valutate caso per caso, con inevitabili ricadute in punto di (in)determinatezza della fattispecie<sup>22</sup>.

Tale è stato ritenuto, ad esempio, il pagamento di un debito della società da parte di uno dei soci, considerato dalla Cassazione alla stregua di un «finanziamento in qualsiasi forma effettuato, anche indirettamente»<sup>23</sup>, mentre, più in generale, sono stati ricompresi nel novero delle ipotesi cui si attaglia la regola della postergazione i casi in cui la società «aveva la necessità delle risorse messe a disposizione dai soci finanziatori e non sarebbe stata in grado di rimborsarli»<sup>24</sup>.

Proseguendo in questo solco, sono state altresì ritenute<sup>25</sup> rilevanti le situazioni di «rischio di insolvenza», le quali potrebbero manifestarsi «sia in fase di *start up* se la società è sottocapitalizzata (proprio perché i soci hanno preferito finanziarla anziché conferire capitale di rischio)» sia successivamente, «quando a fronte di perdite i soci, anziché conferire capitale come sarebbe *ragionevole*, effettuino finanziamenti, aumentando l'indebitamento e concorrendo, quindi, con i creditori terzi [...] proseguendo l'attività sociale in danno di questi ultimi, che, *normalmente* in una tale situazione non sarebbero disponibili ad erogare finanziamenti».

Cosicché l'accezione di ragionevolezza può assumere cangianti sfumature in funzione della prospettiva da cui la si valuta, configurandosi come finanziamento anomalo, «non ragionevole», quello che «un finanziatore esterno non avrebbe concesso perché sarebbe stato consapevole della difficoltà di ottenere la restituzione»: situazione, questa, che «può verificarsi non solo quando deve essere superata una situazione di crisi, ma anche quando si vogliono assecondare i programmi di sviluppo della società e però il finanziamento sia di entità tale che la prognosi di possibile restituzione del mutuo da parte della società, sottocapitalizzata, sia senz'altro negativa»<sup>26</sup>.

Nelle suddette ipotesi, il rischio di impresa verrebbe in tal modo trasferito sui credi-

<sup>21</sup> Sull'operatività della clausola generale della ragionevolezza nel nostro ordinamento, v., tra gli altri, P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, cit., 880 ss.

<sup>22</sup> Fatte salve quelle situazioni in cui si è ritenuto che lo stesso eccessivo squilibrio tra le fonti di finanziamento integri una situazione in cui sarebbe stato più ragionevole un finanziamento. Cfr. Trib. Milano 13 giugno 2016, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>23</sup> Cfr. Cass. 31 luglio 2019 (ord.), n. 20649, in *CED Cassazione*, 2019.

<sup>24</sup> Cfr. Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, in *CED Cassazione*, 2007.

<sup>25</sup> Da Trib. Milano 4 dicembre 2014, in *Soc.*, 2015, 839, con nota di V. DE CAMPO. Conforme Trib. Milano 4 febbraio 2015, in *ilcaso.it*; Trib. Catania 5 febbraio 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>26</sup> Cfr. Trib. Torino 15 luglio 2016, cit. In dottrina, v., *ex multis*, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 106.

tori, legittimando, pertanto, l'applicazione dell'art. 2467 c.c., che proprio siffatta traslazione mira ad evitare<sup>27</sup>.

Se da un lato, il presupposto dell'eccessivo squilibrio tra le fonti di finanziamento non pare assimilabile, di per sé, alla nozione codificata di crisi, dall'altro lato, parzialmente diverso è l'approdo per l'ipotesi di ragionevolezza del conferimento, essendo lo stato di crisi – qui sì già conclamato e riscontrato – una delle casistiche più ricorrenti.

Sicché se nel primo caso il presupposto oggettivo di applicazione della regola della postergazione potrebbe preannunciare l'insorgenza di una situazione finanziaria critica, nel secondo caso è la stessa situazione di crisi – intesa come probabilità di insolvenza ex art. 2, lett. a), d.lgs. n. 14/2019 – ad integrare il presupposto previsto ex lege.

2.3. (Segue): *ricadute sulla libertà di scelta del socio-finanziatore*. – Qualora l'impresa versi in uno stato di crisi, la regola della postergazione di cui all'art. 2467 c.c. ben potrebbe condizionare la scelta del socio di finanziare la società, auspicabilmente inducendolo ad effettuare un conferimento oppure, non inverosimilmente, a desistere *tout court* da qualsivoglia apporto.

Diverso il ragionare, tuttavia, allorché il finanziamento del socio sia erogato in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo oppure della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti: in dette ipotesi, ai sensi dei previgenti commi 2 e 3 dell'art. 182-*quater* l.fall.<sup>28</sup>, il credito non solo (a determinate condizioni) era prededucibile, ma erano espressamente disapplicate le previsioni di cui all'art. 2467 c.c., «fino alla concorrenza dell'80 per cento del loro ammontare».

Medesime disposizioni si applicavano, altresì, ai finanziamenti effettuati in una fase ancora successiva, vale a dire in esecuzione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti omologato, così come disponevano il primo ed il terzo comma dell'art. 182-*quater* l.fall.

<sup>27</sup> In questo senso, v. Cass. 7 luglio 2015, n. 14056, in *Giur. it.*, 2016, 894, con nota di T. CAVALIERE; in *Soc.*, 2016, 543, con nota di G. BEI-F. BIGGINI. Nella giurisprudenza di merito, v. Trib. Padova 16 maggio 2011, in *ilcaso.it*; Trib. Milano 15 gennaio 2014, in *Soc.*, 2014, 619; in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Milano 28 luglio 2015, in *ilcaso.it*; App. Catania 5 giugno 2019, in *Soc.*, 2020, 1388, con nota di D. MANENTE; in *ilcaso.it*, ove il riferimento è alla «società sottocapitalizzata in crisi».

<sup>28</sup> La norma è stata introdotta dall'art. 48, comma 1, d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, e, successivamente, oggetto di modifiche ad opera della lett. *e-bis*), comma 1, art. 33, d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 7 agosto 2012, n. 134. Per approfondimenti v., *ex multis*, N. ABRIANI, *Il finanziamento dei soci alle imprese in crisi alla luce del nuovo art. 182-*quater* legge fallim: dal sous-sol della postergazione all'attico della prededuzione?*, in *Riv. dir. imp.*, 2010, 429 ss.; N. ABRIANI-L. BENEDETTI, *Finanziamenti all'impresa in crisi e abusiva concessione di credito: un ulteriore frammento della disciplina speciale dell'impresa in crisi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, 73 ss.; S. AMBROSINI, *I finanziamenti bancari alle imprese in crisi nei nuovi articoli 182-*quater* e 182-*quinquies* l.fall.*, in *ilfallimentarista.it*; S. BONFATTI, *Il sostegno finanziario dell'impresa nelle procedure di composizione negoziata delle crisi*, in *ilcaso.it*; F. BRIOLINI, *Questioni irrisolte in tema di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione dei debiti. appunti sugli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. e sull'art. 182-*quater* l.fall.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 523 ss.; L. MANDRIOLI, *I finanziamenti soci "interinali" nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 615 ss.; F. NIEDDU ARRICA, *Le operazioni di finanziamento funzionali alle soluzioni concordate della crisi d'impresa alla luce dell'art. 182-*quater* l.fall.*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 434 ss.; G. RACUGNO, *Concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti. Le novità introdotte dal d.l. 31 maggio 2010, n. 78 e dalla l. 30 luglio 2010, n. 122*, in *Dir. fall.*, 2011, I, 1 ss.



Un trattamento di favore, questo, riproposto – *mutatis mutandis* – nel d.lgs. n. 14/2019, in particolare al primo comma dell'art. 102<sup>29</sup>, ove si è altresì specificato che esso si applica «ai finanziamenti erogati dai soci in qualsiasi forma, inclusa l'emissione di garanzie e controgaranzie»<sup>30</sup>.

Di talché, qualora la società versi in una situazione di crisi – nella quale, come visto, sarebbe più ragionevole effettuare un conferimento – dinnanzi alla postergazione certa che si abbatterebbe sull'intero finanziamento concesso in un tale frangente, il socio potrebbe essere interessato a caldeggiare l'accesso ad una soluzione concordata della crisi, “allettato”, se così si può dire, dal beneficio della prededuzione per l'80% delle somme erogate.

Capovolgendo i termini del discorso, il finanziamento da parte del socio, disincentivato, ai sensi dell'art. 2467, comma 2, c.c., se a favore di una società refrattaria ad avviare l'*iter* del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, è, viceversa, ampiamente favorito dal legislatore ai sensi dell'art. 102, d.lgs. n. 14/2019, qualora esso sia funzionale ad una soluzione concordata della crisi.

3. *La vis espansiva della regola della postergazione.* – Gli intrecci tra le previsioni dell'art. 2467 c.c. e quelle del Codice della Crisi non vertono soltanto sulla (parziale) disapplicazione di quest'ultimo in caso di accesso alle soluzioni concordate della crisi, in forza dell'espresso rinvio di cui all'art. 102 (già 182-*quater* l.fall.).

Da un lato, il d.lgs. n. 14/2019 è intervenuto direttamente sul tenore letterale del primo comma dell'art. 2467 c.c., epurando quest'ultimo da qualsivoglia riferimento ad una qualche procedura concorsuale, a seguito della soppressione dell'obbligo di restituzione del rimborso ricevuto dal socio nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento (come disposto dall'art. 383, d.lgs. n. 14/2019)<sup>31</sup>.

Dall'altro lato, l'obbligo restitutorio trova ora più appropriata collocazione nel secondo comma dell'art. 164 del Codice della Crisi<sup>32</sup>, il quale regola le sorti dei «Pagamenti di crediti non scaduti e postergati» nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale, non limitandosi, tuttavia, a riproporre, seppur con i dovuti adattamenti, la medesima formulazione letterale eliminata dal primo comma dell'art. 2467 c.c., bensì ampliando il novero dei finanziamenti il cui rimborso sarebbe inefficace.

Tanto l'intervento “soppressivo” attuato sulle previsioni del Codice Civile, quanto lo speculare intervento “ricostruttivo” contenuto nell'art. 164, comma 2, del Codice

<sup>29</sup> Ma non solo. Anche nell'ambito della composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa – disciplinata, in origine, dal d.l. n. 118/2021 e poi innestata nel d.lgs. n. 14/2019 a seguito delle modifiche a questo apportate dal d.lgs. n. 83/2022, in sede di recepimento della direttiva (UE) 2019/1023 – l'art. 25, comma 8, stabilisce, al ricorrere di determinate condizioni, l'esclusione della postergazione prevista dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. per i finanziamenti «eseguiti in favore di società controllate oppure sottoposte a comune controllo, in qualsiasi forma pattuiti dopo la presentazione dell'istanza» di accesso alla composizione negoziata.

<sup>30</sup> Il comma 2 dell'art. 102, invece, stabilisce che «il medesimo beneficio opera per l'intero ammontare dei finanziamenti qualora il finanziatore abbia acquisito la qualità di socio in esecuzione del concordato preventivo o degli accordi di ristrutturazione dei debiti».

<sup>31</sup> Per O. CAGNASSO, *La scelta*, cit., 414, «oggi il Codice della crisi ha per così dire scisso la norma di cui all'art. 2467 c.c. nelle sue due parti, sostanziale e concorsuale».

<sup>32</sup> Come è stato osservato, tra gli altri, da E. FREGONARA, *I finanziamenti dei soci: valutazione del presupposto*, cit., 1140.

della Crisi, parrebbero estendere la portata applicativa della regola della postergazione, l'uno incidendo sulla sua dimensione temporale (par. 3.1.) e l'altro sul suo presupposto soggettivo (par. 3.2.), riverberandosi, di riflesso, sulle scelte di finanziamento dei soci, con effetti deterrenti per quelli che si apprestino ad immettere risorse nella società.

3.1. (Segue): *l'applicazione della postergazione pendente societate*. – L'applicabilità delle previsioni dettate dal primo comma dell'art. 2467 c.c. *durante societate* costituisce un profilo tutt'altro che pacifico in dottrina.

Anteriormente all'eliminazione dell'ultimo inciso della norma, ad opera dell'art. 383, d.lgs. n. 14/2019, parte degli interpreti ha ritenuto operante la postergazione soltanto in caso di concorso esecutivo<sup>33</sup>, o, perlomeno, in fase di liquidazione volontaria della società<sup>34</sup>.

Una tale conclusione si radica – in prevalenza ma non esclusivamente<sup>35</sup> – sul tessuto normativo vigente anteriormente all'entrata in vigore del Codice della Crisi, ed in particolare sulla sopprimenda controversa ultima parte del primo comma dell'art. 2467 c.c., che, nel prevedere l'obbligo restitutorio in capo ai soci beneficiari del rimborso del finanziamento anomalo, si limita alla sola ipotesi di fallimento della società, senza nemmeno lumeggiare la ripetizione per una società *in bonis*.

Un'interpretazione, questa, suffragata altresì dall'orientamento di parte della giurisprudenza<sup>36</sup>, per la quale «la postergazione del credito dei soci di società a responsabilità limitata alla restituzione dei finanziamenti opera in ipotesi di liquidazione volontaria o concorsuale».

Altra parte della dottrina<sup>37</sup>, si è invece espressa per l'applicazione della disciplina

<sup>33</sup> Per la tesi “processualistica” o “concorsuale” v., tra gli altri, A. PICCIAU, *Esigibilità dei finanziamenti postergati ex lege e loro rilevanza ai fini dello stato di insolvenza della società*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 265; G. TERRANOVA, *Commento sub art. 2467*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, 2004, 1465; L. VITTONI, *Questioni in tema di postergazione dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 926 ss.; G. ZANARONE, *op. cit.*, 468.

<sup>34</sup> Cfr., *ex multis*, M. IRRERA, *L'art. 2467 c.c.: limiti*, cit., 403-404; G. OLIVIERI, *Questioni aperte in tema di finanziamenti anomali dei soci nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 530; U. TOMBARI, *“Apporti spontanei” e “prestiti” dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2006, 574.

<sup>35</sup> Per una approfondita analisi (e confutazione) delle argomentazioni poste a sostegno di tale tesi, cfr. T. DI MARCELLO, *op. cit.*, 639 ss.

<sup>36</sup> Cfr. Trib. Milano 24 aprile 2007, in *Giur. it.*, 2007, 2550, con nota di O. CAGNASSO; Trib. Milano 4 giugno 2013, in *Giur. comm.*, 2015, II, 160; Trib. Milano 2 luglio 2013, in *Vita notar.*, 2013, 1283.

<sup>37</sup> Per la teoria “sostanziale” o “societaria” della postergazione, v., *ex pluris*, N. ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in P. BENAZZO-M. CERA-S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Milano, 2011, 332 ss.; G. BALP, *I finanziamenti dei soci “sostitutivi” del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, 365; F. BRIOLINI, *I finanziamenti dei soci*, cit., 1229; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 109; M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario, dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 252 s.; E. DESANA, *La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito*, in *Le nuove s.r.l.*, diretto da M. SARALE, Bologna, 2008, 185; M. MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 97 ss. e 113 ss.; G. PRESTI, *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata: il punto di vista del giurista*, in N. ABRIANI-T. ONESTI (a cura di), *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, Milano, 2004, 129; M. RESCIGNO, *Problemi aperti in tema di s.r.l.: i finanziamenti dei soci, la responsabilità*, in *Soc.*, 2005, 15; M. RUBINO DE RITIS, *Commento sub art. 2467*, in D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle so-*

di cui all'art. 2467 c.c. anche nel corso dell'ordinaria operatività della società, sino a che permanga in capo all'ente un'incapacità prospettica di adempiere alle proprie obbligazioni: «questa correlazione posta tra postergazione e concorso esecutivo non pare necessaria», in quanto «certamente il “terreno ideale” per l'applicazione della regola è quello del concorso tra creditori, ma la stessa può valere anche indipendentemente da tale circostanza, venendosi a determinare una sorta di concorso virtuale tra tutti i creditori della società»<sup>38</sup>.

Ciò in quanto, da un lato, la disposizione – pur sempre collocata, sin dall'origine, in una norma di diritto comune – non determina una riqualificazione *ex lege* del finanziamento in conferimento, con la conseguenza che il suo rimborso non deve necessariamente essere rinviato al termine della liquidazione della società<sup>39</sup>. Dall'altro lato, questa lettura consentirebbe di dare un'adeguata risposta alle istanze di contenimento del fenomeno della sottocapitalizzazione, sottese all'introduzione dello stesso art. 2467 c.c.<sup>40</sup>.

Di qui, la considerazione che la norma «non mira alla sola risistemazione dell'ordine di distribuzione del ricavato della liquidazione dell'attivo tra i creditori, ma persegue, prima ancora, l'obiettivo di promuovere la prevenzione o la soluzione della crisi dell'impresa»<sup>41</sup>.

Questo secondo approdo interpretativo parrebbe suffragato dalla più recente giurisprudenza di legittimità<sup>42</sup> – ancorché, allo stato, non si tratti di un'inversione di tendenza consolidata<sup>43</sup> – per la quale «la regola secondo cui il rimborso dei finanziamenti anomali concessi dai soci alla società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori sociali integra una condizione di inesigibilità legale e temporanea, fino a quando non sia superata la situazione di difficoltà economico-finanziaria prevista dalla legge, del diritto al rimborso ed opera non solo nel momento in cui si apre un concorso

*cietà. Dell'azienda. Della concorrenza*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. GABRIELLI, vol. \*\*\*, Milano, 2015, 286.

<sup>38</sup> In questi termini, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 110.

<sup>39</sup> In tal senso, tra gli altri, cfr. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 103 e 109.

<sup>40</sup> Cfr. E. DESANA, *op. cit.*, 186.

<sup>41</sup> Cfr. T. DI MARCELLO, *op. cit.*, 639 ss.

<sup>42</sup> V. Cass. 15 maggio 2019, n. 12994, cit. Conseguentemente, per la Corte, «in caso di azione giudiziale del socio per la restituzione del finanziamento effettuato in favore della società, il giudice del merito deve verificare se la situazione di crisi prevista dall'art. 2467, comma 2, c.c. [...] sussista, oltre che al momento della concessione del finanziamento, anche a quello della decisione, trattandosi di fatto impeditivo del diritto alla restituzione del finanziamento rilevabile dal giudice d'ufficio, in quanto oggetto di un'eccezione in senso lato, sempre che la situazione di crisi risulti provata *ex actis*, secondo quanto dedotto e prodotto in giudizio». V. inoltre Cass. 31 gennaio 2019, n. 3017, in *Soc.*, 2019, 803, con nota di E. CODAZZI; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 531, con nota di A. MAGER; nella giurisprudenza di merito, tra le altre, Trib. Milano 11 novembre 2010, in *Soc.*, 2011, 635, con nota di V. SALAFIA; in *Giur. comm.*, 2012, II, 123; Trib. Milano 10 gennaio 2011, in *Giur. it.*, 2011, 547; Trib. Milano 6 febbraio 2015, cit., che menziona il «concorso potenziale tra tutti i creditori della società»; Trib. Torino 18 marzo 2016, in *Soc.*, 2016, 900; Trib. Roma 6 febbraio 2017, cit.; Trib. Milano 4 luglio 2019, cit.; Trib. Milano 21 dicembre 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, per il quale «ai fini della valutazione di fondatezza dell'eccezione di postergazione è necessario verificare la sussistenza delle condizioni della postergazione legale al momento dell'erogazione del finanziamento oltre che la loro persistenza sino al momento della richiesta di restituzione».

<sup>43</sup> Come dimostra la successiva Cass. 20 agosto 2020 (ord.), n. 17421, in *Giur. it.*, 2021, 1135, con nota di E. FREGONARA; in *Fall.*, 2021, 184, con nota F. FINARDI, in cui si è ribadito che la valutazione della sussistenza dei presupposti di cui all'art. 2467 c.c. deve essere effettuata «con esclusivo riferimento al momento in cui viene concesso il finanziamento da parte del socio, senza che possa avere rilievo il peculiare ciclo produttivo dell'attività svolta dalla società».

formale con gli altri creditori sociali, ma anche durante la vita della società».

Se per un verso la teoria “societaria” della postergazione trae oggi nuova linfa dall’eliminazione dei (soli) corollari “fallimentari” dal primo comma dell’art. 2467 c.c., per altro verso non soppisce del tutto alcuni interrogativi che scaturiscono dal potenziale ampliamento dell’operatività della norma.

In primo luogo, impone agli amministratori un costante monitoraggio dello stato di salute della società, tanto all’atto della concessione del finanziamento, quanto successivamente, ed in particolare in prossimità della scadenza del rimborso<sup>44</sup>.

Emerge così, all’evidenza, un concreto banco di prova degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili<sup>45</sup> che l’organo gestorio è ora tenuto – in ogni caso, a prescindere dalla sussistenza o meno di finanziamenti (anche solo potenzialmente) anomali da parte dei soci – ad implementare «anche in funzione della rilevanza tempestiva della crisi dell’impresa», ai sensi del secondo comma dell’art. 2086 c.c.<sup>46</sup>.

In questo specifico contesto, un ruolo preponderante potrebbe essere rivestito dalla

<sup>44</sup> Come statuito da Cass. 15 maggio 2019, n. 12994, cit., il monitoraggio deve protrarsi sino al momento del rimborso al socio, dovendo rifiutarsi di procedere all’estinzione del debito finanziario, «pur contrattualmente “scaduto”», nel caso in cui la situazione di squilibrio di cui al comma 2 dell’art. 2467 c.c. «perdurare» a tale data. Nella giurisprudenza di merito, v. Trib. Roma 6 febbraio 2017, cit.; mentre, in senso contrario, si sono espresse Cass. 20 agosto 2020 (ord.), n. 17421, cit.; Trib. Torino 1° dicembre 2017, cit., per il quale la sussistenza della condizione di squilibrio «deve essere valutata al momento di concessione del finanziamento stesso, e non al momento del suo rimborso».

<sup>45</sup> Come sancito ancora da Cass. 15 maggio 2019, n. 12994, cit., «è dovere dell’organo amministrativo verificare l’esistenza di tale situazione di squilibrio mediante l’adozione di un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile». In argomento, v. già anteriormente alle innovazioni introdotte dal d.lgs. n. 14/2019, P. MONTALENTI, *La gestione dell’impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss.; ID., *Diritto dell’impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss.

<sup>46</sup> Richiamato, in ambito societario, dagli artt. 2257, 2380-bis, 2409-novies e 2475 c.c. Sulle previsioni del comma 2 dell’art. 2086 c.c., v., in particolare, P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell’impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 11 ss., per il quale la norma rappresenta «un architrave di vertice della corporate governance fondato sui seguenti paradigmi: (i) assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato; (ii) principio di proporzionalità; (iii) funzionalizzazione alla prevenzione della crisi; (iv) dovere di attivazione»; ID., *L’amministrazione delegata nelle società a responsabilità limitata*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transpatico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 632 ss.; ID., *Il Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, cit., 829 ss.; ID., *Le riforme del codice civile: assetti organizzativi societari*, in A. JORIO-R. ROSAPEPE (a cura di), *La riforma delle procedure concorsuali. In ricordo di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2021, 41 ss.; nonché *ex multis*, N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d’impresa e modificazioni del Codice civile: prime letture*, in *Soc.*, 2019, 393 ss.; M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 76 ss.; P. BENAZZO, *Il Codice della crisi d’impresa e l’organizzazione dell’imprenditore ai fini dell’allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 284; V. CALANDRA BUONAU-RA, *Amministrazione e gestione dell’impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 5 ss.; L. CALVOSA, *Gestione dell’impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Soc.*, 2019, 799 ss.; T. CAVALIERE, *Le modificazioni del Codice civile*, in G. BONFANTE (a cura di), *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, in *Giur. it.*, 2019, 2046 ss.; S.A. CERRATO, *L’obbligo di istituire assetti adeguati nel prisma della “crisi” (dal Codice al d.l. 24 agosto 2021, n. 118)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 1289 ss.; G. COTTINO, *Le società di persone*, Bologna, 2019, 179 ss.; L. PANZANI, *La disciplina degli assetti ai fini della rilevazione della crisi, con particolare riferimento alla s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transpatico alla prova del Codice della Crisi*, cit., 649 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla “gestione dell’impresa” nel nuovo art. 2086 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2019, 262.

predisposizione di assetti di tipo contabile che consentano agli amministratori di fotografare la situazione economico-patrimoniale e soprattutto finanziaria della società non soltanto, staticamente, al momento della concessione del finanziamento, ma, altresì, dinamicamente, all'avvicinarsi del rimborso ed alle sue conseguenze sulla capacità dell'impresa di soddisfare le (altre) obbligazioni nei successivi dodici mesi.

In secondo luogo, i medesimi controlli periodici sulla situazione finanziaria della società, riflesso di quegli assetti da predisporre in chiave anticipatoria dello stato di crisi, potrebbero “liberare” dalla soggezione alla postergazione i rimborsi di finanziamenti nati anomali, qualora, al momento della restituzione del prestito, la società abbia raggiunto una situazione di equilibrio finanziario (attuale e prospettico)<sup>47</sup>.

Per converso, tuttavia, l'applicazione della regola della postergazione *pendente societate*, da un lato, e l'obbligatoria implementazione di (più o meno complesse) procedure di controllo dei parametri vitali della società, dall'altro lato, parrebbero rafforzare il dovere<sup>48</sup> degli amministratori di negare (o, auspicabilmente, solo posticipare) il rimborso di quei finanziamenti dei soci concessi sì in condizioni fisiologiche<sup>49</sup>, ma giunti a scadenza in sopravvenute situazioni critiche per la società<sup>50</sup>.

Tuttavia, portando alle estreme conseguenze i corollari della teoria “societaria” della postergazione, le previsioni dell'art. 2467 c.c. rappresenterebbero un deterrente per qualsiasi finanziamento il socio intenda erogare alla società.

3.2. (Segue): *l'ampliamento del profilo soggettivo*. – Le disposizioni di cui all'art. 2467 si applicano trasversalmente a qualsiasi socio di s.r.l., senza distinguere se questi sia persona fisica o persona giuridica e neppure in funzione della sua percentuale di partecipazione.

Spostandosi sul versante del soggetto beneficiario, se non sorgono dubbi sull'applicazione della disciplina in questione anche alle s.r.l.s. ed alle s.r.l. a capitale ridotto, maggiori incertezze ha generato la sua estensione alle società azionarie.

Parte della giurisprudenza propende per la soluzione affermativa, ove la s.p.a. abbia una compagine sociale ristretta, sul riflesso che la regola della postergazione trova piena cittadinanza, ai sensi dell'art. 2497-*quinquies* c.c., nell'ambito dell'eterodirezione societaria, quale che sia la composizione del gruppo<sup>51</sup>.

<sup>47</sup> Come già osservato da O. CAGNASSO, *La scelta*, cit., 107, in tal caso «pare evidente che la regola della postergazione non possa venire in considerazione, dato che non ci sarebbe ragione di postergare appunto il rimborso ai soci, essendo in grado la società di soddisfare gli altri creditori». Conf., tra gli altri, M. MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e tutela del patrimonio*, cit., 101 ss.; G. ZANARONE, *op. cit.*, 461-462.

<sup>48</sup> Con la conseguenza che, qualora essi – magari incalzati dai soci – procedano ugualmente al rimborso del finanziamento, integrerebbero una condotta passibile anche di rilevanza penale, come stabilito da Cass. pen. 18 febbraio 2019, n. 12186, in banca dati *Pluris*.

<sup>49</sup> Ai quali, pertanto, aderendo strettamente alla formulazione letterale della norma, la regola della postergazione non dovrebbe trovare applicazione, trattandosi di finanziamenti sorti in situazioni che non presentano profili di anomalia, quandanche essi compaiano solo successivamente, al momento del rimborso. In questo senso v. Trib. Milano 13 ottobre 2016, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

<sup>50</sup> Sull'applicazione della postergazione anche a finanziamenti nati in maniera fisiologica ma il cui rimborso giunga in uno stato di sopravvenuta difficoltà finanziaria della società v., tra gli altri, G. ZANARONE, *op. cit.*, 462.

<sup>51</sup> Nella giurisprudenza v. Cass. 7 luglio 2015, n. 14056, cit.; Cass. 20 giugno 2018, n. 16291, in *Fall.*,

A rilevare, in questa prospettiva, sarebbe “l’assetto” della società azionaria, che deve essere «tale da consentire al socio finanziatore di ottenere informazioni paragonabili a quelle di cui dispone il socio di una società a responsabilità limitata»<sup>52</sup>.

In particolare, la società per azioni dovrebbe presentare «in concreto, situazioni organizzative che riecheggino quelle tipiche» della società a responsabilità limitata, dovendo essere connotata «da una base azionaria familiare o comunque ristretta; dalla coincidenza tra le figure dei soci e quelle degli amministratori; dalla connessa possibilità per il socio di apprezzare compiutamente (analogamente al socio di s.r.l. tipicamente dotato di poteri di controllo *ex art.* 2476, comma 2, c.c.) la situazione di adeguata capitalizzazione della società»<sup>53</sup>.

Orbene, un tale approdo interpretativo, non unanimemente condiviso in dottrina<sup>54</sup>, dovrà ora essere posto al vaglio delle previsioni contenute nel secondo comma del già citato art. 164, d.lgs. n. 14/2019<sup>55</sup>, a mente del quale «i rimborsi dei finanziamenti dei soci a favore della società» sono privi di effetto nei confronti dei creditori se sono stati eseguiti dopo il deposito della domanda dalla quale è conseguita l’apertura della procedura concorsuale oppure nell’anno anteriore, trovando applicazione – come dispone il secondo periodo – il secondo comma dell’art. 2467 c.c.

Dal tenore letterale della norma parrebbe emergere, ad una prima lettura, l’ampliamento dell’ambito di applicazione del soppresso inciso contenuto nell’art. 2467, primo comma, c.c., nel passaggio alla sua nuova versione racchiusa nel Codice della Crisi.

Per un verso, si assiste ad una specificazione sul periodo durante il quale deve essere stato effettuato il rimborso inopponibile ai creditori – che include espressamente anche quei pagamenti effettuati dopo il deposito della domanda cui è seguita l’apertura della procedura – ma, soprattutto, per altro verso, la norma, espunta dalla disciplina codicistica della s.r.l., sembrerebbe abbracciare ora qualsiasi tipo di società, senza limitazioni o distinzioni di sorta.

Sicché non solo la regola concorsuale troverebbe applicazione alle società azionarie ed alle società di persone commerciali<sup>56</sup>, ma «“proiettando” sul piano sostanziale l’area di applicazione, che appare senza limiti, della norma contenuta nel codice della crisi (concernente l’inefficacia del rimborso dei finanziamenti anomali)», si potrebbe considerare «che la regola della postergazione valga in ogni caso, anche per le società aperte»<sup>57</sup>.

2019, 45, con nota di G.M. D’AIELLO; in *Nuova giur. civ.*, 2018, 1785, con nota di A. JARACH; in *Riv. not.*, 2018, 824, con nota di A. RUOTOLO-D. BOGGIALI; in *Foro it.*, 2018, 9, 1, 2750; nonché Cass. pen. 18 febbraio 2019, n. 12186, cit. Tra le decisioni di merito, v. Trib. Pistoia 21 settembre 2008, in *Fall.*, 2009, 799, con nota di L. PANZANI; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 191; Trib. Udine 21 febbraio 2009, in *Riv. dir. impr.*, 2011, con nota di A. POSTIGLIONE; Trib. Venezia 10 febbraio 2011, in *ilcaso.it*; Trib. Roma 25 agosto 2016, in *Quot. giur.*, 21 ottobre 2016, con nota di M. PASSARETTA; Trib. Treviso 12 marzo 2019, in *ilcaso.it*. *Contra* Trib. Bergamo 15 ottobre 2014, in *Fall.*, 2015, 110.

<sup>52</sup> In questi termini Cass. 20 giugno 2018, n. 16291, cit.: la decisione pone l’accento sulla conoscibilità, da parte del socio, dello stato di salute della società.

<sup>53</sup> Trib. Milano 28 luglio 2015, cit.

<sup>54</sup> V., tra gli altri, P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1068 ss.

<sup>55</sup> Cfr. M. IRRERA, *L’art. 2467 c.c.: limiti*, cit., 399-400; E. FREGONARA, *I finanziamenti dei soci: valutazione del presupposto*, cit., 1140.

<sup>56</sup> Cfr., tra gli altri, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1237.

<sup>57</sup> Così O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1237. Cfr. anche N. BACCETTI, *op. cit.*, 699 ss.

Con la conseguenza che, per tale via, si amplierebbe il *parterre* dei soci che – pur non esercitando un'attività di direzione e coordinamento<sup>58</sup> – potrebbero essere in qualche misura condizionati, nella scelta delle modalità con cui finanziare la società, dalla possibilità di vedere applicate le previsioni di cui all'art. 2467 c.c. ai propri finanziamenti.

4. *Osservazioni conclusive.* – Le previsioni di cui all'art. 2467 c.c. mirano, per loro stessa natura, ad incidere sulla libertà del socio nel selezionare le modalità di finanziamento con cui sostenere la società cui partecipa, incentivando, implicitamente, l'apporto a titolo di capitale, come parrebbe confermare la più recente giurisprudenza – e di merito<sup>59</sup> e di legittimità<sup>60</sup> – che ha ritenuto validi i conferimenti in compensazione di crediti postergabili.

La norma risulta così portatrice di un principio di corretto finanziamento<sup>61</sup>: «l'ampia flessibilità concessa ai soci nella pianificazione delle proprie scelte finanziarie deve tuttavia svolgersi con attenzione alla tutela dei terzi finanziatori, onde evitare che la scelta dei soci si trasformi in abuso nei confronti di costoro»<sup>62</sup>.

Principio, questo, che assume particolare rilevanza lungo tutta la vita della società, ma che potrebbe rivelarsi essenziale in situazioni (solo) apparentemente antitetiche quali, ad un estremo, l'avvio dell'attività imprenditoriale: non a caso, forse, l'art. 2467 c.c. non compare tra le norme oggetto di deroga nell'ambito della disciplina delle *start up* innovative, cui è invece consentita la raccolta di capitali di rischio tramite *crowdfunding*<sup>63</sup>.

<sup>58</sup> Pur non soffermandosi, in questa sede, sull'operatività della regola della postergazione disciplinata dall'art. 2497-*quinquies* c.c., si rileva che il comma 3 dell'art. 164, d.lgs. n. 14/2019, stabilisce che le previsioni di cui al comma 2 trovino applicazione «anche al rimborso dei finanziamenti effettuati a favore della società assoggettata alla liquidazione giudiziale da chi esercita attività di direzione e coordinamento nei suoi confronti o da altri soggetti ad essa sottoposti». Per approfondimenti sulla disciplina codicistica dei gruppi v. P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.; ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, I, 317 ss.; nonché, anteriormente alla riforma del diritto societario del 2003, ID., *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710 ss.

<sup>59</sup> Come esplicitamente confermato da App. Catania 5 giugno 2019, cit., per il quale «sono validi i conferimenti in compensazione di crediti postergabili in quanto, attraverso la compensazione, si pone rimedio alla scorrettezza nella scelta del mezzo di sovvenzionamento della società sottocapitalizzata in crisi, posta in essere attraverso l'erogazione del finanziamento anomalo in luogo del più ragionevole conferimento, in conformità allo scopo dell'art. 2467 c.c. di disincentivare il fenomeno della sottocapitalizzazione nominale, in favore dell'apporto di capitale di rischio». La possibilità di compensare il debito postergato con il credito derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale da parte del socio-finanziatore è stata negata, invece, da Trib. Roma 6 febbraio 2017, cit.

<sup>60</sup> V. Cass. 19 febbraio 2018, n. 3946, in *Giur. it.*, 2018, 1916, ove si è deciso che «le disposizioni dell'art. 2467 c.c. non operano in caso di aumento di capitale sociale liberato dal socio mediante compensazione con propri precedenti crediti vantati nei confronti della società, trattandosi della sottoscrizione di capitale di rischio e non di un finanziamento».

<sup>61</sup> Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, cit., in cui si aggiunge che la sua violazione «comporta una riqualificazione imperativa del prestito in prestito postergato rispetto alla soddisfazione dei creditori».

<sup>62</sup> In questi termini Trib. Torino 15 luglio 2016, cit.

<sup>63</sup> Cfr., rispettivamente, gli artt. 26 e 30 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221. Sulla disciplina delle *start up* innovative, v., tra gli altri, AA.VV., *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI, Bologna, 2020, ove, in particolare, il contributo di P. MONTALENTI, *Start up, P.M.I. innovative, tipi, modelli e mercati finanziari*, 39 ss.; nonché ID., *Il*

E, all'altro estremo, al profilarsi (e, *a fortiori*, al verificarsi) di uno stato di crisi della società, inteso nell'accezione di cui all'art. 2, lett. a), d.lgs. n. 14/2019, il quale ben potrebbe costituire una delle ipotesi in cui, ai sensi del secondo comma dell'art. 2467 c.c., risulti «ragionevole» un conferimento del socio.

Senonché proprio la situazione critica in cui versa la società potrebbe, per converso, incentivare il socio ad effettuare un finanziamento, qualora esso sia in funzione o in esecuzione di una soluzione concordata della crisi, al fine di beneficiare della (parziale) predeuzione dell'importo finanziato.

Oltre ad incidere sulla scelta tra le modalità di finanziamento con cui i soci possono sostenere la società, le previsioni di cui all'art. 2467 c.c. si riverberano altresì sull'operato dell'organo amministrativo e non soltanto quale conseguente fonte di responsabilità in caso di rimborso dei finanziamenti anomali in spregio dell'art. 2467 c.c.<sup>64</sup>.

Al fine di verificare la sussistenza di una delle situazioni rilevanti ai sensi del secondo comma dell'art. 2467 c.c., essi saranno tenuti a predisporre assetti adeguati – prioritariamente contabili e, di riflesso, informativi, specie verso i soci<sup>65</sup> – che permettano di monitorare lo stato di salute della società, tanto al momento della concessione del finanziamento quanto a quello del successivo rimborso.

Quest'ultimo costituisce un termine che, nelle antinomie applicative che paiono contraddistinguere la norma, diviene nodale: vuoi per consentire la restituzione di finanziamenti anomali qualora la società sia stata truardata verso l'equilibrio economico-finanziario, vuoi, all'opposto, per rifiutare il rimborso di finanziamenti privi di anomalia originaria allorquando siano sopraggiunte pericolose tensioni finanziarie.

Un terreno, quello dei finanziamenti dei soci, sul quale, pertanto, ben può misurarsi concretamente l'adeguatezza degli assetti predisposti ed adottati dall'organo amministrativo in funzione della tempestiva emersione della crisi di impresa, ai sensi dell'art. 2086, comma 2, c.c.<sup>66</sup>.

---

diritto societario dai “tipi” ai “modelli”, in *Giur. comm.*, 2016, I, 428 ss.

<sup>64</sup> Effettuato «nella piena consapevolezza della crisi finanziaria in cui la società versava», come deciso da Trib. Catania 5 febbraio 2020, cit.

<sup>65</sup> Cfr. O. CAGNASSO, *La scelta*, cit., 417, il quale osserva che gli amministratori dovrebbero sottoporre ai soci la valutazione sullo stato di salute della società anteriormente all'esecuzione del finanziamento, informandoli di eventuali rischi in punto di postergazione del loro rimborso.

<sup>66</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule*, cit., 11 ss.



# ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE E OPERAZIONI STRAORDINARIE

di *Daniele U. Santosuosso*

SOMMARIO: 1. Inquadramento del tema. Operazioni straordinarie e crisi di impresa. Mancanza di una disciplina di coordinamento. Due note di metodo. Le operazioni straordinarie rilevanti. L'approccio basato sulla "giurisprudenza degli interessi" (*Interessenjurisprudenz*). – 2. Interessi meritevoli di tutela e operazioni straordinarie. Il principio di libera modificabilità degli assetti causali strutturali dell'impresa societaria. – 3. Il principio di libera modificabilità degli assetti causali strutturali dell'impresa societaria nel diritto della crisi e dell'insolvenza. Il dato socio-economico. Il sistema. Esperienze europee. – 4. La norma sulla proposta di concordato preventivo che contempli il compimento, durante la procedura oppure dopo la sua omologazione, di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice (art. 116 del Codice della crisi d'impresa) e le sue deroghe al diritto comune societario. Estensibilità agli accordi di ristrutturazione. – 5. La coesistenza dei due sistemi normativi, comune societario e della crisi e dell'insolvenza. L'armonizzazione delle norme procedurali delle operazioni straordinarie con quelle procedurali degli strumenti di regolazione. Il principio del buon andamento delle procedure come guida alla casistica.

1. *Inquadramento del tema. Operazioni straordinarie e crisi di impresa. Mancanza di una disciplina di coordinamento. Due note di metodo. Le operazioni straordinarie rilevanti. L'approccio basato sulla "giurisprudenza degli interessi" (Interessenjurisprudenz).* – Il tema del rapporto tra operazioni straordinarie e crisi di impresa si colloca su un "terreno di azione" dove la prassi, assai dinamica, nonché l'incontro e la potenziale collisione tra sistemi normativi – di diritto societario "comune" (e più ampiamente del diritto civile) da un lato e di diritto (anche societario) fallimentare (oggi della crisi e dell'insolvenza) dall'altro – generano notevoli complessità ermeneutiche.

Difficoltà amplificate dal fatto, come evidenziato in dottrina<sup>1</sup>, che la legge fallimentare (e lo stesso la disciplina contenuta nel nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza) non prevede una particolare normativa di coordinamento tra la disciplina codicistica delle operazioni straordinarie e la disciplina delle soluzioni compositive delle crisi di impresa.

In questa sede si avvanzeranno alcune proposte e ipotesi di lavoro interpretative, in funzione delle quali si rendono necessarie due note metodologiche preliminari.

Per quanto riguarda il diritto societario, in relazione alla categoria delle operazioni

---

<sup>1</sup> F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, Consiglio Nazionale del Notariato – Studio n. 77-2007/I, pubblicato nella rivista *Studi e Materiali CNN*, Milano, 2/2007; G. PALMIERI, *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Il Fallimento*, 2009, 1096 ss.; D. CILLO, *Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Rivista del Notariato*, fasc. 4, 2017, 691 ss.; A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, V edizione, Bologna, 2021, 355-356.

straordinarie rilevanti ritengo utile circoscrivere la stessa alle operazioni di trasformazione, fusione e scissione, esemplari dell'analisi che mi propongo. Mi riferirò quindi espressamente solo a queste anche se le riflessioni che seguono possono risultare compatibili, alla luce del diritto della crisi e dell'insolvenza, con un concetto più vasto di operazioni straordinarie, ricomprendendovi le operazioni sul capitale e di emissione di strumenti finanziari ma altresì le cessioni dei beni, gli accolti, l'attribuzione ai creditori di partecipazioni e strumenti finanziari.

Una seconda nota di metodo riguarda il tendenziale approccio che, in filigrana, viene adottato da dottrina e giurisprudenza. Le questioni vengono infatti generalmente risolte con prospettive di alternativa tra opposti. Così emerge la dicotomia tra diritto comune e diritto della crisi, quest'ultimo escludendo in radice il primo ove si entri nel contesto della crisi e nel relativo regime della *lex specialis*, e rendendosi pertanto necessario stabilire per esempio se la pendenza di una procedura concorsuale comporti un adattamento delle norme di diritto societario e se sia possibile desumere in via interpretativa uno statuto speciale, applicabile alle operazioni societarie decise e compiute dalle società in stato di crisi, in deroga alle norme delle società *in bonis*; si profila ancora la dicotomia tra continuità, che qualificerebbe le operazioni straordinarie, e le procedure dal carattere liquidatorio; è riaffermata infine la divaricazione tra coloro che ritengono che gli accordi di ristrutturazione siano procedure concorsuali e coloro che lo negano<sup>2</sup>.

Questa ottica tuttavia mi appare insoddisfacente e da rivisitare secondo una logica che valorizzi, di volta in volta, la diversità delle fattispecie concrete, con approccio che potrebbe far tesoro della "giurisprudenza degli interessi" (*Interessenjurisprudenz*)<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> In questa sede si può solo accennare in generale che, soprattutto a valle del D.L. n. 35 del 2005 (convertito dalla L. n. 80 del 2005) e del D. Lgs. n. 169 del 2007, un cospicuo ed autorevole filone dottrinale e giurisprudenziale, sviluppatosi – in via maggioritaria – sin dalla genesi degli accordi di ristrutturazione dei debiti, ha ritenuto coerente qualificare detti accordi come negozi di diritto privato in virtù di determinati aspetti (formale-procedurale, contenutistico, effettuale, degli organi della procedura) che sarebbero ostativi alla loro classificazione in termini di procedura concorsuale. Così, con varietà di argomenti e sottolineando ora l'uno ora l'altro aspetto, G.B. NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fall.*, 6, 2006, 671; M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla "reorganization"*, nota a Trib. Bari del 21 novembre 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 263; A. BELLO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella riforma della legge fallimentare*, in (a cura di F. DI MARZIO) AA.VV., *Il nuovo diritto della crisi di impresa e del fallimento*, Torino, 2006, 479; G. PRESTI, *L'art. 182-bis al primo vaglio giurisprudenziale*, in *Fall.*, 2, 2006, 173; G. TERRANOVA, *La nuova disciplina delle revocatorie fallimentari*, Padova, 2006, 282; G. GIANNELLI, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento dell'impresa nella riforma della procedura concorsuale, Prime riflessioni*, in *Dir. Fall.*, 6/2005, 1170; A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *op. cit.*, 470; cfr. anche G. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 182-bis*, in *Codice commentato del fallimento*, 2013, 1623. In giurisprudenza si veda Trib. Benevento dell'8 febbraio 2017, in *Massimario OCI*, mass. N. 01086, Trib. Bologna del 17 novembre 2011, in *Fall.*, 2012, 594 e App. Firenze del 7 aprile 2016, in *Il caso.it.*; Trib. Bari del 21 novembre 2005, in banca dati *Pluris*. Un secondo orientamento, formatosi segnatamente all'indomani delle novelle di cui ai D.L. n. 78 del 2010 e D.L. n. 83 del 2012, è invece giunto ad affermare che gli accordi di ristrutturazione sono caratterizzati dalla sussistenza di elementi essenziali insiti nella procedura concordataria alla quale meritano di essere assimilati: A. JORIO, *Le soluzioni alternative al fallimento e la conservazione dell'impresa*, in AA.VV., *La riforma della legge fallimentare*, Milano, 2011, 14 ss.; P. VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Torino, 2012, 117 ss.; C. TRENTINI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti sono una "procedura concorsuale": la Cassazione completa il percorso*, nota a sentenza Cass. n. 9087 del 12 aprile 2018, in *Fall.*, n. 8-9/2018, 994. In giurisprudenza, oltre alla Cass. n. 9087 del 12 aprile 2018, Cass. n. 1182 del 18 gennaio 2018, Cass. n. 16950/2016 e Cass. n. 23111/14, tutte in banca dati *Pluris*.

<sup>3</sup> Su alcuni profili applicativi di tale metodo nel diritto concorsuale, anche in chiave comparatistica, mi sembrano utili i saggi di S.N. MERLE, *Insolvenzwecke in Deutschland und Frankreich. Möglichkeiten und Grenzen*

2. *Interessi meritevoli di tutela e operazioni straordinarie. Il principio di libera modificabilità degli assetti causali strutturali dell'impresa societaria.* – La considerazione della meritevolezza degli interessi in gioco appare in grado di guidare verso le più corrette opzioni ermeneutiche: da un lato dando prevalenza all'uno o all'altro sistema giuridico valutando il “grado di resistenza” del diritto comune, civile e societario, nell'impatto con il diritto – indicativamente da preferire – fallimentare, oggi della crisi e dell'insolvenza; dall'altro privilegiando il temperamento, in uno scenario di coabitazione, tra i sistemi normativi.

Questa duplice scelta di campo appare necessaria alla luce del variegato prisma degli interessi concreti che possono venire in rilievo, che pone l'atto – qui complesso e procedimentalizzato – in rapporto variamente funzionale rispetto all'attività, e a sua volta l'attività diversamente e teleologicamente orientata al fine, ora consistente in prospettive di continuità ora rivolto a scenari di liquidazione.

Da un certo punto di vista le operazioni straordinarie, e ciò trova conferma alla luce delle teorie aziendalistiche<sup>4</sup>, ricevono tutela nel diritto societario delle imprese *in bonis* come normalmente funzionali all'attività<sup>5</sup>, che per mezzo delle operazioni viene adattata al contesto socio-economico in una visione di continuità; l'interesse sociale verso cui tende “l'atto-funzione” rappresenta la sintesi dei vari interessi in gioco, con le aspettative dei soci in posizione di preminenza.

Parzialmente diversa la prospettiva delle imprese in fase di liquidazione, nell'ambito della quale – come noto – le operazioni straordinarie consentono di effettuare passaggi importanti e a volte essenziali per l'ottimale riuscita della liquidazione medesima, anche qui con una possibile attenzione alla continuità<sup>6</sup> ma attenuata e “a termine”; in tali ipotesi gli interessi dei terzi e in particolare dei creditori, i cui rapporti debbono essere prioritariamente definiti, segnano i confini di meritevolezza dell'atto<sup>7</sup>.

Da altro punto di vista, nel diritto delle società in crisi e in insolvenza, l'atto (operazione straordinaria) è tutelato per favorire la regolazione della crisi in un assetto di interessi che vede in posizione di priorità (anche in termini di consenso<sup>8</sup>) quelli dei creditori – a volte congiuntamente e persino in subordine rispetto ad altri interessi: si pensi

---

*der Förderung der Sanierung durch das Unternehmensinsolvenzrecht, 1. Edition*, Baden Baden, 2019; M. VOB, *Die Vorausabtretung in der Insolvenz: Zum Werthaltigmachen von Forderungen*, Frankfurt am Main, 2010.

<sup>4</sup> Cfr. per tutti L. POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2015, XI ss. ove si evidenzia in particolare che nell'impresa *in bonis*, che persegue i propri scopi sociali secondo linee impregnate sull'economicità, in condizione di equilibrio e regolare svolgimento degli affari, tali interventi straordinari costituiscono scelte strategiche e/o fisiologiche dettate da esigenze di adeguamento della struttura organizzativa al mutato sistema economico e contesto ambientale in cui si opera; sempre esse tendono a migliorare il posizionamento competitivo e a creare valore.

<sup>5</sup> Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 673 ss.; SPADA, *C'era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, 1 ss.; FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 806 ss.; F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie, op. cit., passim*.

<sup>6</sup> C. MAGGI, *La liquidazione mediante conferimento: commento all'art. 105, VIII comma, l. fall.*, in *Il Fallimento*, 2016, 1371 il quale sottolinea come le operazioni straordinarie vengono ammesse alle procedure concorsuali non solo con l'intento di soddisfare i creditori, ma anche per poter garantire la continuità aziendale e il riassetto organizzativo.

<sup>7</sup> G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2016, 412 ss., ove anche l'enfasi sulla conservazione dell'organismo produttivo che può essere propiziata dalle opportune modifiche statutarie.

<sup>8</sup> F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie, op. cit., passim*.

alle finalità conservative dell'amministrazione straordinaria –, e l'attività di impresa può ovviamente essere trattata, e l'atto essere orientato, in ottica sia di continuità sia liquidatoria<sup>9</sup>.

In tutti i casi è possibile profilare la sussistenza di un principio generale, espressione di autonomia privata societaria, nel senso della *libera modificabilità* degli assetti causali strutturali dell'impresa societaria, con diverso grado di meritevolezza e quindi di favore per l'atto medesimo in dipendenza della strumentalità di quest'ultimo al perseguimento degli interessi tipici della fase in cui l'impresa si trova e con la quale deve essere compatibile. Nell'impresa in crisi il principio legittima le più ampie deroghe al diritto comune.

3. *Il principio di libera modificabilità degli assetti causali strutturali dell'impresa societaria nel diritto della crisi e dell'insolvenza. Il dato socio-economico. Il sistema. Esperienze europee.* – Nel diritto della crisi e dell'insolvenza tale principio generale di libera modificabilità degli assetti ha fondamento su piani diversi.

Innanzitutto sul piano socio-economico e aziendale<sup>10</sup>: è un dato pacifico – convalidato dal ricorso che se ne fa nella prassi – che le operazioni straordinarie abbiano grandi potenzialità e siano, spesso e negli effetti, considerevolmente, funzionali alla risoluzione della crisi in atto – in genere venendo *ab origine* previste come atti esecutivi dei piani.

Il diritto positivo contempla indici normativi di tale principio generale, presenti in primo luogo nell'ordinamento societario. Con la riforma del diritto societario del 2003 si è previsto all'art. 2499 c.c. il limite di compatibilità della trasformazione con le finalità e con lo stato della procedura concorsuale. Norma che, secondo dottrina diffusa, costituisce un principio di carattere generale, applicabile a tutte le operazioni societarie, da accogliere in pendenza di una procedura concorsuale<sup>11</sup>. La norma dell'art. 2501, se-

<sup>9</sup> Non distante da questo approccio G. PALMIERI, *op. cit., loc. cit.*, il quale ritiene, a proposito del limite di compatibilità delle operazioni straordinarie, non dovrà essere valutato rispetto alla «astratta» natura liquidatoria o conservativa della procedura, essendo anche il fallimento non preclusivo del fine di salvaguardia della continuità aziendale: «decisiva sarà esclusivamente la valutazione sulla coerenza della singola operazione con gli obiettivi già raggiunti dalla procedura e con quelli ragionevolmente realizzabili, rispetto alle opportunità, alle situazioni di mercato, alle capacità dell'impresa, nonché alle aspettative e alla tutela dei soggetti che, a diverso titolo, sono portatori di un interesse ai risultati della procedura.»

<sup>10</sup> Nella sterminata letteratura ricordo qui soltanto, per lo scenario internazionale: D. DEPAMPHILIS, *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, London, 2019, 5 ss, 442 ss.; C. KRISHNAMURTI, S.R. VISHWANATH, *Mergers, acquisitions and corporate restructuring*, L.A., London, New Delhi, Singapore, 2018, 333 ss.; E.I. ALTMAN, E. HOTCHKISS, *Corporate financial distress and bankruptcy. Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*, Hoboken, 2006, VIII, 26, 37 42, 82, 105 ss. Vedi anche S.C. GILSON, *Creating value through corporate restructuring*, New York-Toronto, 2001, 15 ss. Per la letteratura italiana L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi*, Milano, 2007.

<sup>11</sup> V. per tutti e per riferimenti P. POTOTSCHNING, *Scissione e responsabilità per le obbligazioni nel concordato preventivo (e negli accordi di ristrutturazione)*, in *Le Società*, 2020, 956: per l'A., alla norma di cui all'art. 2499 c.c. può attribuirsi la portata di riferimento «generale, laddove non esclude la trasformazione di società in pendenza di procedure concorsuali. La differenza strutturale della trasformazione rispetto alle altre operazioni non stride con un principio che trova la sua giustificazione proprio in un'esigenza di generale coordinamento tra le due discipline, e che riceve conforto dalle norme sulle fusioni e sulle scissioni, le quali impediscono il ricorso a queste operazioni straordinarie solo quando sia iniziata la distribuzione dell'attivo in fase di liquidazione (art. 2501, comma 2, c.c.). [...] il quadro sistematico delinea un rapporto di complementarietà tra le due discipline, di mezzo dell'operazione societaria rispetto al fine del risanamento dell'impresa».

condo comma, c.c. inoltre, superando il divieto contenuto nei previgenti artt. 2501, secondo comma e 2504-septies, secondo comma, c.c. (per cui la partecipazione alla fusione e alla scissione non era consentita alle società sottoposte a procedure concorsuali), pone come unico limite per la fusione l'avvio della distribuzione dell'attivo e ha una funzione di legittimazione del principio sopradetto<sup>12</sup>.

La stessa riforma del diritto fallimentare del 2005 in materia di concordato può essere letta in quest'ordine di idee. Segnatamente la norma dell'art. 160, primo comma, lett. a), ove testualmente si enfatizza che la ristrutturazione dei debiti può essere fatta in «qualsiasi forma, ...anche mediante operazioni straordinarie»<sup>13</sup>; e – anche se in questa sede appare meno rilevante – la norma dell'art. 186-bis, primo comma, ove sono previste operazioni di cessione o conferimento di azienda in società di nuova costituzione. Norme che sono state riproposte negli artt. 84 e soprattutto 85, terzo comma, lett. a) del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Che il legislatore di tale Codice assegni una funzione fondamentale alle operazioni straordinarie è ancora evidente sia all'art. 116 sugli effetti delle operazioni di trasformazione, fusione e scissione, con una disciplina particolarmente innovativa volta a conservarne gli effetti in caso di risoluzione o annullamento del concordato; sia all'art. 118 sulla esecuzione del concordato, sancendo espressamente il superamento di un impianto sistematico fondato sul numero chiuso di operazioni per far posto ad un sistema aperto e con la possibilità di operazioni coercibili, in cui, a seguito dell'omologazione della proposta concordataria, sono adottabili – contro la volontà dei soci e nominando un soggetto a ciò preposto – «tutte le altre deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci» (comma 6)<sup>14</sup>.

<sup>12</sup>G. PALMIERI, *op. cit.*, 1092, sottolinea come la rimozione del principio di incompatibilità tra le c.d. operazioni straordinarie e le procedure concorsuali sia scaturita dalla necessità di dare risposte a problemi degli ultimi anni soprattutto in occasione del dissesto di grandi imprese: «quella di arricchire le diverse procedure di strumenti di definizione della crisi che, attagliandosi fisiologicamente alla configurazione societaria dell'impresa stessa, consentono una più rapida ed efficiente realizzazione delle specifiche e variegate finalità di volta in volta perseguite dalla procedura, ove questa investa appunto imprese organizzate in forma collettiva». Di tale avviso anche M. FABIANI, in *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, 67 ss.; F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. Soc.*, 2008, 18 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa tra diritto ed economia, Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 305 ss.; G. SANTONI, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in AA.VV., *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa*, Torino, 2007, 55 ss.

<sup>13</sup>Cfr. F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, 100, per il quale le misure di risanamento e di organizzazione, di cui agli artt. 124, secondo comma, lett. c) e 160, primo comma, lett. a), possono essere adottate nell'ambito degli accordi di ristrutturazione dei debiti. Cfr. sulla rilevanza della norma anche F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie*, cit., 18 ss., dalla quale emerge la strumentalità delle opportunità concesse «all'obiettivo di conciliare la soddisfazione dei creditori con l'intento di conservare e/o promuovere la funzionalità e il valore del complesso aziendale (e, più in generale, del patrimonio sociale), sulla base di un nuovo assetto economico, finanziario e proprietario».

<sup>14</sup>Le operazioni straordinarie rimangono di competenza degli organi societari, ma l'inadempimento alle obbligazioni di assumere le delibere funzionali all'attuazione del piano omologato consente al tribunale di nominare un soggetto preposto ad esercitare il voto di soci e amministratori della società debitrice. Enfatizzano il punto C.B. VANETTI, *Operazioni straordinarie nelle crisi d'impresa: sono possibili scissioni e conferimenti negativi*, in *Ilcaso.it*, 24 settembre 2018; N. USAI, *Le operazioni sul capitale della società nel Codice della crisi*, in *Ilcaso.it*, 15 aprile 2019. Sul permanere della competenza organica in pendenza delle procedure concorsuali nel diritto fallimentare vigente v. G. PALMIERI, *op. cit.*, loc. cit., secondo cui l'apertura di una procedura concorsuale non assorbe la competenza degli organi sociali in materia, attesa la «natu-

Nel quadro tracciato possono considerarsi le esperienze oltrealpe, per tutte quella spagnola che, nell'art. 317, terzo comma, della *Ley Concursal* (legge n. 22 del 9/07/2003, da ultimo riformata con il d. lgs. n. 1 del 5/05/2020), prevede espressamente che la proposta di concordato fallimentare (norma estesa a quello preventivo) possa includere le c.d. *modificaciones estructurales traslativas* ossia fusioni, scissioni o cessioni della totalità dell'attivo o del passivo della persona giuridica dichiarata fallita<sup>15</sup>.

Lo stesso diritto dell'UE (con la Direttiva (Ue) 2019/1023 Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva) evidenzia, come è noto, un *favor* per ogni tipo di operazione anche straordinaria (in particolare si veda il profilo della messa in sicurezza da azioni revocatorie o di invalidità delle stesse; per esempio il considerando 69, e l'art. 18)<sup>16</sup>.

4. *La norma sulla proposta di concordato preventivo che contempra il compimento, durante la procedura oppure dopo la sua omologazione, di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice (art. 116 del Codice della crisi d'impresa) e le sue deroghe al diritto comune societario. Estensibilità agli accordi di ristrutturazione.* – Torniamo all'art. 116 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza perché appare un segnale particolarmente pregnante nel senso della prospettiva qui tracciata. A proposito della proposta di concordato preventivo che contempra il compimento, durante la procedura oppure dopo la sua omologazione, di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice, sono infatti previste tre consistenti deroghe al diritto comune societario.

In primo luogo l'opposizione all'omologazione è l'unica forma consentita per contesta-

---

ra formale delle stesse – si tratta pur sempre di modificazione statutarie – e, in ogni caso, della radicale modifica che la fusione e la scissione determinano sugli assetti statutari e sulle partecipazioni dei soci, diversamente da quanto accade nel caso più semplice del conferimento d'azienda (art. 105, ottavo comma, c.c.), in relazione al quale il potere decisivo, non a caso, è attribuito al curatore. Resta fermo che il permanere della competenza degli organi sociali si accompagna alla concorrente ed ineluttabile competenza degli organi delle procedure concorsuali, di volta in volta attivate, a controllare ed autorizzare gli effetti dispositivi sul patrimonio sociale, anche indiretti, prodotti dalla singola operazione straordinaria». Sulla stessa linea F. GUERRERA, M. MALTONI, *op. cit.*, 30 ss.; P.F. CENSONI, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi*, in *Dir. Fall.*, 2008, I, 858.

<sup>15</sup> *Sección 2.ª Del contenido de la propuesta de convenio. Subsección 1.ª De las reglas generales sobre la propuesta de convenio. Artículo 317. Contenido de la propuesta de convenio. 1. La propuesta de convenio deberá contener proposiciones de quita, de espera o de quita y espera. La espera no podrá ser superior a diez años. 2. La propuesta de convenio podrá contener, para todos o algunos acreedores o para determinadas clases de acreedores, con excepción de los acreedores públicos, cuantas proposiciones adicionales considere convenientes el proponente o proponentes sin más limitaciones que las establecidas por la ley. 3. En la propuesta de convenio podrá incluirse la posibilidad de fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo de la persona jurídica concursada.* Sul tema v. J.J. PÉREZ BENÍTEZ, *Convenio concursal y modificaciones estructurales*, in *Almacén de derecho*, Feb 19, 2019.

<sup>16</sup> S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 1259 ss.; F. MAROTTA, *L'armonizzazione europea delle discipline nazionali in materia d'insolvenza: la nuova Direttiva Europea riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 17 aprile 2019, in cui l'Autore all'interno del quadro di ristrutturazione ricomprende le procedure basate sulla prosecuzione oggettiva dell'azienda, tra le quali possano includersi, oltre all'affitto d'azienda e al conferimento, tutte le altre operazioni straordinarie tese a garantire il salvataggio delle attività aziendali.

re la validità delle operazioni straordinarie da parte dei creditori (art. 116, primo comma: «*Se il piano prevede il compimento, durante la procedura oppure dopo la sua omologazione, di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice, la validità di queste può essere contestata dai creditori solo con l'opposizione all'omologazione.*»).

Con tale disposizione si è cercato di dare una soluzione piuttosto “tranchant” a controverse questioni, segnatamente sulla efficacia – assorbente o meno – delle opposizioni fallimentari (e lo stesso tema riguarda gli accordi di ristrutturazione) e in generale sui rimedi concessi ai soci e ai creditori avverso le operazioni da effettuarsi in corso di procedura o dopo l'omologazione. La scelta del legislatore, come depona la Relazione illustrativa, muove dall'esigenza, nella economia processuale, di dare – nei tempi più brevi possibili – stabilità al concordato approvato dalle prescritte maggioranze, evitando che un concordato omologato ed in fase di esecuzione resti in situazione di incertezza per effetto di impugnazioni o opposizioni successivamente proposte a norma del codice civile. Va notato che la legge delega prevede (art. 6, secondo comma, lett. c) che la norma dovesse riferirsi senza distinzioni alle operazioni da compiersi durante la procedura. Ma alla luce della suddetta esigenza di stabilità e certezza, e della prassi di collocare le operazioni straordinarie nella fase esecutiva del concordato, può intendersi “procedura” in senso ampio da ricomprendervi la fase esecutiva successiva alla pronuncia della sentenza di omologazione.

In secondo luogo si prevede (art. 116, terzo comma) che gli effetti delle operazioni in caso di risoluzione o di annullamento del concordato siano (comunque) irreversibili, salvo il diritto al risarcimento dei danni spettante ai soci o ai terzi ai sensi degli artt. 2500-bis, primo comma, 2504-quater, secondo comma, e 2506-ter, quinto comma, c.c. Una deroga questa al diritto comune societario, ma altresì al diritto speciale della crisi – dove è legittima quanto meno una distinzione tra atti compiuti prima e atti compiuti dopo l'omologazione<sup>17</sup> – che sottende l'esigenza di dare stabilità ai rapporti creati.

In terzo luogo si prevede (art. 116, quinto comma, aggiunto dall'art. 24, quinto comma del d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83 recante modifiche al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della direttiva (UE) 2019/1023) che «*Quando il piano prevede il compimento delle operazioni di cui al comma 1, il diritto di recesso dei soci è sospeso fino all'attuazione del piano.*». Il diritto quindi non potrà essere esercitato, e se lo fosse sarà privo di effetto sino alla esecuzione del concordato, avvenuta la quale potrà esercitarsi o perfezionarsi. La norma, che deroga in modo importante al diritto comune, attua quella dell'art. 12, paragrafo 1, della Direttiva («*Se escludono i detentori di strumenti di capitale dall'applicazione degli articoli da 9 a 11, gli Stati membri provvedono con altri mezzi affinché ai detentori di strumenti di capitale non sia consentito di impedire o ostacolare irragionevolmente l'adozione e l'omologazione di un piano di ristrutturazione*»), di nuovo ha la finalità di conferire solidità al concordato, evitando “la fuga” dei soci con le conseguenze patrimoniali e finanziarie legate alla liquidazione delle partecipazioni degli stessi.

Ci si può chiedere a questo punto se la normativa illustrata (di cui al primo, terzo e quinto comma dell'art. 116) possa estendersi agli accordi di ristrutturazione (per analo-

<sup>17</sup> Sul punto vedi, anche per i riferimenti, USAI, *Esecuzione, risoluzione e annullamento del concordato preventivo*, in AA. VV., *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, diretto da P. CAGNASSO, L. PANZANI, Torino, 2016, 3786 ss. V. anche A. FAROLFI, *Risoluzione e annullamento del concordato*, in *Il Fallimentarista*, 2019, Bussola del 14 febbraio 2019.

gia *legis* o *iuris*). Mi sentirei di affermarlo, non soltanto ricostruendo gli strumenti di regolazione della crisi previsti dal Titolo IV del Codice come una categoria dai fondamentali caratteri omogenei, ma altresì in base al principio generale – sopra indicato – di favore per le operazioni straordinarie, ricorrendo per gli accordi come per il concordato la medesima funzione di strumentalità rispetto alla attività di regolazione. La stessa disposizione della Direttiva sopra ricordata depone in tal senso riferendosi in generale ai piani di ristrutturazione (art. 12).

Tale esito interpretativo prescinde dunque dalla questione dogmatico-tipologica della natura degli accordi di ristrutturazione, se debbano o meno essere riconosciuti come o assimilati a procedure concorsuali<sup>18</sup>. Questione che penso, incidentalmente, possa essere ridimensionata rispetto ai termini in cui essa è tradizionalmente posta, essendo preferibile una concezione mista, volta a ritenere l'accordo di ristrutturazione come istituto ibrido, strumento dalla fisionomia propria e dalla peculiare rilevanza dei momenti ed aspetti negoziali (così, si sostanzia in un contratto che non si inserisce in una sequenza procedimentale; è derogabile la *par condicio* non attraverso le classi ma prevedendo un diverso trattamento nei confronti di tutti i creditori aderenti; produce effetti solo nei confronti degli aderenti non vincolando gli esterni; produce efficacia direttamente dall'iscrizione presso il registro delle imprese e l'omologazione non costituisce condizione di efficacia; non comporta un'organizzazione del ceto creditorio come collettività oltre al rilevante aspetto del mancato spossessamento dei beni in capo all'imprenditore istante; manca di un provvedimento giudiziale di ammissione alla procedura nonché di qualsivoglia organo chiamato a controllare l'esecuzione dell'accordo di ristrutturazione); anche se con innegabili profili dai caratteri tipici della procedura concorsuale (il dialogo con l'autorità giudiziaria, con finalità protettive nella fase di avvio e di controllo nella fase conclusiva; il coinvolgimento formale di tutti i creditori, quanto meno a livello informativo; una forma di pubblicità). Ma che esso sia comunque innegabilmente affine al concordato è certo, perché entrambi strumenti di regolazione, dalla cui disciplina si potranno estendere per analogia di volta in volta le norme applicabili.

5. *La coesistenza dei due sistemi normativi, comune societario e della crisi e dell'insolvenza. L'armonizzazione delle norme procedimentali delle operazioni straordinarie con quelle procedurali degli strumenti di regolazione. Il principio del buon andamento delle procedure come guida alla casistica.* – Per il resto rilevano le norme del codice civile, nei limiti in cui le operazioni straordinarie siano compatibili – qui emerge il carattere qualificante delle operazioni tutelate, la loro strumentalità alla composizione della crisi – rispetto agli obiettivi del concordato. Così l'art. 116, quarto comma («Trovano applicazione, in quanto compatibili, le disposizioni contenute nel capo X del titolo V del libro V del codice civile»): norma di chiusura che fa emergere distintamente la scelta del legislatore a favore della coesistenza dei due corpi normativi.

In questo stesso ordine di idee può leggersi l'art. 64 sugli "Effetti degli accordi sulla disciplina societaria", che prevede – quale che sia la valenza, se effetti dell'accordo o dell'omologazione – l'esonero soltanto da alcune norme di diritto societario dalla data

---

<sup>18</sup> Vedi nota 2.



del deposito della domanda per l'omologazione degli accordi di ristrutturazione: con ciò "offrendo" nuovamente all'interprete l'opzione della coabitazione normativa, in un'ottica di coordinamento sia formale-procedimentale sia sostanziale.

Si tratta dunque di armonizzare le norme procedurali delle operazioni straordinarie con quelle procedurali degli strumenti di regolazione e, a livello sostanziale, in particolare le norme sul consenso/dissenso<sup>19</sup>. Molto dipenderà ovviamente dalla concreta concatenazione degli strumenti: l'accordo di ristrutturazione può contenere l'operazione, o rimandare a un momento successivo la formalizzazione della stessa, o questa può essere decisa anche dopo, per attuare l'accordo medesimo. L'elenco dei casi potrebbe essere lungo, perché la realtà pratica è, come dicevo in premessa, varia ed effervescente.

Una guida alla risoluzione dei vari problemi potrebbe avvalersi del principio di buon andamento delle procedure concorsuali o istituti assimilabili (come l'accordo di ristrutturazione), volto a garantire l'efficacia e l'efficienza della gestione delle stesse (vedi, tra le altre norme del CCI, le disposizioni di cui all'art. 8, all'art. 49, terzo comma, lett. b), all'art. 280, primo comma, lett. c), all'art. 253, all'art. 355), nella esigenza di consentire nel più breve tempo possibile, e quindi con la massima speditezza ed economia processuale, mezzi di integrazione dell'attivo<sup>20</sup>.

Per formulare qualche esempio, in funzione di una maggiore agilità di espressione negoziale e quindi decisionale si potrebbero ritenere assorbite con l'approvazione dell'accordo di ristrutturazione le manifestazioni del consenso dei creditori alla liberazione dei soci a responsabilità illimitata o alla assunzione della responsabilità illimitata dei soci in caso di trasformazione successiva; o assorbenti le manifestazioni del consenso dei creditori alla attuazione della fusione (o scissione) prima dei 60 giorni dall'ultima iscrizione laddove l'operazione straordinaria sia iniziata prima della formalizzazione dell'accordo.

Quanto ai rimedi oppositivi per converso sembrerebbe dover prevalere una applicazione rigorosa del diritto speciale: a titolo esemplificativo, una volta avvenuto l'ultimo degli adempimenti pubblicitari dal quale decorrono i 60 giorni per l'opposizione (prevista dal diritto societario) da parte dei creditori, spirati i 60 giorni comunque non dovrebbe disconoscersi il diritto al rimedio oppositivo (previsto dalla legge concor-

---

<sup>19</sup> Sul tema e su una possibile casistica si rinvia a D. CILLO, *op. cit.*, 35, secondo il quale la tutela dei creditori della società di capitali che prenda parte all'operazione straordinaria realizzata nell'ambito della procedura di concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti pone il tema dell'applicazione delle norme codicistiche sull'opposizione dei creditori sociali «dovendosi tra l'altro distinguere la posizione dei creditori sociali, a seconda che il loro titolo sia anteriore o posteriore rispetto alla pubblicazione della domanda nel registro delle imprese».

<sup>20</sup> Tale principio generale emerge anche e soprattutto dal contesto normativo internazionale e comunitaria, come depongono il Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento e del Consiglio del 20 maggio 2015 sulla efficienza ed efficacia delle procedure di insolvenza per il buon funzionamento del mercato interno in ragione delle sempre più crescenti implicazioni transfrontaliere; ma anche la Raccomandazione n. 2014/135/UE della Commissione del 12 marzo 2014, volta a garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie l'accesso a un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta di ristrutturarsi in una fase precoce; la Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 in tema di quadri di ristrutturazione preventiva, seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, che prosegue sulla strada dell'intervento anticipato prima che l'impresa versi in gravi difficoltà e della ristrutturazione precoce. Sul punto mi sono espresso nel mio *Abuso di eterodirezione e poteri del curatore*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 161 ss.

suale) consistente nella contestazione dell'operazione straordinaria con l'opposizione all'omologazione qualora questa intervenga in un secondo momento; o viceversa, laddove l'operazione straordinaria fosse prevista a valle della omologazione dell'accordo di ristrutturazione, e questa non fosse opposta, non dovrebbe darsi nuova opposizione (prevista dal diritto societario) a meno che i caratteri della operazione straordinaria mancassero di descrizione, nelle forme previste dal codice civile, nell'accordo.

Sul profilo delle responsabilità patrimoniali infine esemplificativo può essere il caso delle società partecipanti ad una scissione (esecutiva di un accordo di ristrutturazione) e in particolare della responsabilità solidale delle società beneficiarie, che per normativa codicistica sussiste nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, per i debiti della scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico (art. 2506-quater, terzo comma, c.c.), e limitatamente al patrimonio netto relativamente agli elementi del passivo la cui destinazione non sia desumibile dal progetto (art. 2506-bis, terzo comma, c.c.): un accordo di ristrutturazione che a monte e in via preventiva determinasse con precisione gli elementi attivi e passivi del patrimonio di ciascuna delle società partecipanti, nella neutralità o scarsa chiarezza del progetto di scissione, potrebbe determinare indirettamente i limiti di responsabilità di ciascuna<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> A proposito del concordato ma in prospettiva diversa rispetto a quella avanzata nel testo, vedi la posizione di D. CILLO, *op. loc. ultt. citt.*, il quale propone di far leva sul progetto di scissione e invocare l'art. 124, quarto comma, l. f., nella parte in cui riconosce al terzo la facoltà di limitare gli impegni assunti con il concordato ai soli creditori ammessi al passivo, anche provvisoriamente, e a quelli che hanno proposto opposizione allo stato passivo o domanda di ammissione tardiva al tempo della proposta.

# LA GOVERNANCE DELL'IMPRESA IN CRISI: I RAFFORZAMENTI, LE OPPORTUNITÀ E I POSSIBILI SVILUPPI DERIVANTI DALLA COMPOSIZIONE NEGOZIATA

di *Riccardo Ranalli*

SOMMARIO: 1. La *governance* con riferimento al rischio di crisi d'impresa. – 2. Il contesto nel quale vennero introdotte le modifiche all'art. 2086 c.c. – 3. La risposta della composizione negoziata alle criticità della composizione assistita. – 4. La portata fortemente innovativa della composizione negoziata. – 5. Il rafforzamento dell'allerta. – 6. Le conclusioni: gli ulteriori passi per il miglior sfruttamento delle potenzialità dello strumento.

1. *La governance con riferimento al rischio di crisi d'impresa.* – La *governance* dell'impresa si estende agli adeguati assetti organizzativi atti ad intercettare tempestivamente situazioni di crisi e ad adottare le iniziative idonee. Lo sottolinea l'art. 2086 c.c. e lo ribadisce l'art. 3 CCII. Chi scrive aveva osservato come di adeguati assetti in relazione alla crisi d'impresa si sia assai discusso ma la difficoltà maggiore restava quella di tradurre in pratica gli stessi<sup>1</sup>. La disciplina della composizione negoziata introdotta dal d.l. n. 118/2021 convertito nella L. n. 147/2021, istituito di nuovo conio nella gestione della crisi d'impresa che nasce con finalità emergenziali ma che ha avuto sin dall'emanazione l'ambizione di sostituirsi alla composizione assistita del titolo II del CCII<sup>2,3</sup>, reca ora enunciazioni circostanziate che consentono di tradurre un concet-

---

<sup>1</sup> R. RANALLI, *Adeguatezza degli assetti organizzativi, 'indicatori' e prevenzione della crisi tra tecnica e diritto.*, in *Atti del Convegno Courmayeur 20-21 settembre 2019*, Milano, 2021, 56. In tale occasione aveva rilevato che utili indicazioni arrivano dall'art. 14 CCI che, integrato dal co. 1 dell'art. 13, ricostruisce a ben vedere il quadro di riferimento dei ruoli dell'organo amministrativo, di quello di controllo e del revisore e conseguentemente dell'assetto organizzativo che deve essere adottato. Da esso emergevano cinque specifici obblighi ai quali è tenuto l'organo amministrativo: a) la stima in continuo del prevedibile andamento aziendale (co. 1 dell'art. 14 CCII); b) la valutazione della sostenibilità del debito in via prospettica (art. 2 lett. a) e co. 1 art. 13 CCII); c) la valutazione dell'equilibrio economico finanziario (co. 1 dell'art. 14 e dall'art. 2 lett. a) CCII); d) la valutazione della continuità aziendale (co. 1 art. 13 CCII); e) il monitoraggio in continuo della situazione debitoria al fine di escludere la presenza di "ritardi nei pagamenti reiterati e significativi" (co. 1 art. 13 CCII). Restava comunque un grado di riferimento di alto livello che avrebbe necessitato di linee operative di dettaglio.

<sup>2</sup> I. PAGNI, M. FABIANI, *La transizione dal codice della crisi alla composizione negoziata (e viceversa)* in *Diritto della crisi*, novembre 2021: "la scelta venuta immediatamente a valle a quella del rinvio [del titolo II] è stata, allora, indirizzata alla ricerca di uno strumento compensativo che fornisse intanto all'imprenditore un percorso, guidato e protetto, sostitutivo non dell'allerta, ma della composizione assistita del codice della crisi, per coprire quello spazio che oggi precede la domanda ex art. 161 6° comma, l. fall."

<sup>3</sup> Nelle more della pubblicazione del presente contributo è stato emanato il decreto legislativo che ha attuato la direttiva unionale n. 2019/1023 (Direttiva *Insolvency*). Tale norma ha definitivamente sostituito il

to astratto e di complessa definizione (quello degli adeguati assetti) in principi concreti ed immediatamente fruibili dalle imprese<sup>4</sup>.

Il fatto che la composizione negoziata poggi su una piattaforma telematica accessibile a tutti gli imprenditori attraverso il sito della camera di commercio comporta la diffusione dei contenuti aperti al pubblico di tale piattaforma. Ci si riferisce alle indicazioni operative per la redazione dei piani di risanamento (la lista di controllo di cui alla sezione II del decreto dirigenziale 28 settembre 2021 del Ministero della Giustizia<sup>5</sup>), al test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento accessibile da parte dell'imprenditore e dei suoi professionisti (di cui alla sezione I del decreto dirigenziale<sup>6</sup>), oltre che al protocollo di conduzione della composizione negoziata (sezione III del decreto dirigenziale).

Il decreto dirigenziale attribuisce un contenuto di dettaglio al quadro di riferimento che poteva essere tratto dalle disposizioni generali e specifiche in materia. Sotto questo profilo esso potrebbe costituire una pietra miliare di riferimento. In particolare il test pratico e la lista di controllo consentono di declinare in indicazioni operative fruibili l'astratta enunciazione degli adeguati assetti atti sia ad intercettare tempestivamente la crisi d'impresa (in particolare il test ed i paragrafi 1 e 2 della lista di controllo) che ad assumere le idonee iniziative di cui all'art. 2086 c.c. e all'art. 3 CCII (in particolare i paragrafi 3, 4 e 5 della lista di controllo)<sup>7</sup>. L'impresa per essere in grado di condurre l'esercizio del test pratico e redigere un piano di risanamento nel rispetto della lista di controllo dovrà aver preliminarmente organizzato processi interni atti a raccogliere, valutare ed impiegare le informazioni da immettere nelle caselle del test e quelle occorrenti per il rispetto della lista di controllo. Di talché l'assetto potrà ritenersi adeguato sul punto solo se è in grado di produrre i flussi informativi occorrenti<sup>8</sup>.

Il disposto dell'art. 15 del d.l. 118<sup>9</sup>, in tema di obblighi segnaletici all'organo amministrativo facenti capo a quello di controllo, prima ancora che essere allineato a

---

titolo II del CCII con la composizione negoziata ed ha confermato, rafforzandole, le considerazioni in appresso svolte.

<sup>4</sup> Ne ravvisa il presupposto sistematico nell'art. 2086 c.c. che impone l'istituzione di assetti organizzativi adeguati anche in funzione di prevenzione della crisi, riconducibile ai principi di corretta amministrazione e non al *safe harbour* della *business judgement rule*, P. MONTALENTI, *Business crisis and corporate recovery: preliminary remarks*, in *Il nuovo diritto delle società*, 10/2021.

<sup>5</sup> Il par. 2 dell'art. 8 della Direttiva 2019/1023 c.d. *Insolvency* chiede che "Gli Stati membri rendono disponibile online una lista di controllo particolareggiata per i piani di ristrutturazione, adeguata alle esigenze delle PMI. La lista di controllo include indicazioni pratiche su come deve essere redatto il piano di ristrutturazione a norma del diritto nazionale".

<sup>6</sup> Il par. 4 dell'art. 3 della Direttiva *Insolvency* chiede che "Gli Stati membri provvedono affinché le informazioni sull'accesso agli strumenti di allerta precoce siano pubblicamente disponibili online, specialmente per le PMI, siano facilmente accessibili e di agevole consultazione". Il test, pur non essendo un indice di crisi, consente la determinazione della difficoltà del percorso di superamento delle difficoltà dell'impresa.

<sup>7</sup> Il che è confermato dal fatto che, successivamente alla redazione presente contributo, abbiamo avuto notizia che in sede di attuazione della direttiva *Insolvency*, il legislatore ha ritenuto opportuno individuare all'art. 3 del CCII tra gli obiettivi degli assetti organizzativi atti a prevedere tempestivamente l'emersione della crisi la possibilità di ricavare le informazioni necessarie ad utilizzare la lista di controllo e a effettuare il test pratico.

<sup>8</sup> In tal senso tal senso v. M. IRRERA, P. RIVA, *La convergenza tra le indicazioni del codice della crisi e D.L. 118/2021: is cash king? DSCR e TdR a confronto*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 20 ottobre 2021.

<sup>9</sup> Ora art. 25-octies del CCII.

quanto previsto dal codice della crisi, risponde alle clausole generali dell'obbligo di vigilanza gravante sul collegio sindacale. L'organo di controllo, infatti, da una parte, vigila verificando le valutazioni, la tempestività e l'appropriatezza delle iniziative assunte dall'organo amministrativo, dall'altra parte, è tenuto a segnalare all'organo amministrativo eventuali anomalie riscontrate nell'assetto organizzativo e anche la presenza di uno stato di crisi. L'art. 15 non prevede tanto l'introduzione di nuovi obblighi, quanto il mero richiamo e l'esplicitazione, in funzione dell'obbligo segnaletico, di un dovere comunque già insito nel ruolo dei diversi organi nella valutazione e vigilanza degli adeguati assetti organizzativi. Al punto che l'obbligo di verifica posto in capo all'organo di controllo rientrava già, ai sensi dell'art. 2403 c.c., nell'ambito dei doveri di vigilanza sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo e sul suo concreto funzionamento, al pari di quello di segnalazione all'organo amministrativo delle eventuali anomalie, come autorevolmente sostenuto<sup>10</sup>.

2. *Il contesto nel quale vennero introdotte le modifiche all'art. 2086 c.c.* – L'introduzione dell'espressa previsione degli assetti organizzativi adeguati in relazione al rischio di crisi d'impresa ebbe luogo con il CCII, la cui parte maggiormente innovativa era costituita dal titolo II sulle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi che la L. n. 147/2021 ha differito. La composizione assistita era il pilastro fondante delle procedure di allerta, nel senso che esse, per le PMI, sarebbero dovute sfociare naturalmente nello strumento inizialmente introdotto dal CCII. Sulla concreta efficacia di esso erano però sorti più di un profilo di perplessità. Ci si riferisce, in primo luogo, al ruolo non ben definito del collegio degli esperti che era chiamato sia ad assistere l'imprenditore nell'individuare la soluzione, a redigerne la documentazione occorrente, a negoziare accanto all'imprenditore con i creditori, che ad attestarne i dati<sup>11</sup>. Il collegio degli esperti, del quale faceva parte un c.d. "membro amico", in quanto individuato tra gli appartenenti all'associazione rappresentativa del debitore avendo sentito il debitore stesso, pur se costituito da membri indipendenti al momento dell'incarico, si sarebbe necessariamente schierato dalla parte dell'imprenditore nel momento stesso in cui avesse dovuto assisterlo. Il che avrebbe riprospettato le stesse criticità che cagionano la lunghezza delle trattative negli accordi sottostanti ai piani di risanamento di cui all'art. 67 l. fall. e negli accordi omologati di cui all'art. 182-bis l. fall., derivanti dalla contrapposizione dell'imprenditore, da una parte, e dei creditori coinvolti, dall'altra, in assenza di un soggetto terzo, imparziale ed equidistante tra le parti che assistesse alle trattative facilitandone la conclusione nell'ambito di una soluzione atta al superamento della crisi. Ci si sarebbe dovuto attendere il prospettarsi dell'ostacolo, ricorrente nelle negoziazioni proprie in tutti gli accordi tra debitore e creditori, costituito dalla reciproca diffidenza tra le parti cui consegue la difficoltà di impostare le trattative su una base oggettiva, assicurando l'imparzialità di vedute e di giudizio a tutti coloro che vi partecipano. È a questo ostacolo che deve essere principalmente imputata la dilatazione dei

---

<sup>10</sup> P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta dalla Proposta Rordorf al Codice della Crisi*, in *Scritti in ricordo di M. Sandulli*.

<sup>11</sup> Anche riferimento al ruolo di "mediatore attivo" contenuto nella relazione illustrativa del CCII aggiungeva ulteriori difficoltà di comprensione della propria identità da parte del collegio degli esperti.

tempi di raggiungimento degli accordi, spesso fonte di pregiudizio per l'effettivo risanamento dell'impresa: è, infatti, tutt'altro che infrequente assistere a negoziazioni che durano oltre i 18-24 mesi, in una situazione di precarietà della gestione dell'impresa nella quale gli approvvigionamenti sono spesso rarefatti e la capacità negoziale del debitore comunque menomata, oltre tutto in un contesto in cui il *focus* dell'imprenditore è costituito dalla gestione finanziaria e non dal porre con la massima rapidità rimedio alle carenze industriali che hanno condotto l'impresa nello stato di difficoltà o di crisi.

Mancava inoltre nella composizione assistita un insieme di strumenti atti a superare le difficoltà che la composizione della crisi richiede; era infatti assente una "cassetta degli attrezzi" veramente fornita ed adeguata ad affrontare le esigenze delle crisi aziendali. Non era possibile cedere rami aziendali spesso necessari per riorganizzare l'attività, rendendo maggiormente flessibile la struttura dei costi con esternalizzazioni di parte del processo o recuperando risorse attraverso la cessione di rami il cui sviluppo non sarebbe potuto essere assicurato dall'impresa, se non addirittura cedere l'intera azienda per perseguire la continuità in via indiretta quale unica forma di tutela della continuità d'impresa, e ciò in quanto nessun potenziale acquirente si sarebbe reso cessionario dell'azienda o di un suo ramo in assenza della deroga alla solidarietà patrimoniale di cui al co. 2 dell'art. 2560 c.c., prevista solo nel caso della cessione nel corso di una procedura concorsuale (fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria). Era inoltre precluso, per il mancato riconoscimento della prededuzione del credito derivante dai finanziamenti accordati, il ricorso alla nuova finanza, quasi sempre essenziale nei processi di risanamento di un'impresa, quanto meno perché le iniziative industriali di riorganizzazione comportano un costo che anticipa il rilascio dei relativi benefici. Mancava inoltre una disciplina per i gruppi aziendali la cui diffusione è quasi una costante per le medie e le grandi imprese. Non erano nemmeno praticabili finanziamenti infragruppo in esenzione della postergazione *ex lege* ai sensi degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. Non vi erano strumenti che consentissero la negoziazione o anche la mera rateazione delle esposizioni debitorie con l'erario e gli enti previdenziali. Non apparteneva allo strumento la coartazione dei creditori riottosi in presenza del consenso prestato da una maggioranza qualificata dei creditori con posizione giuridica ed interessi economici ad essi omogenei. Mancava infine, con riferimento al momento pandemico emergenziale, la possibilità di rinegoziare i contratti economici quando la prestazione fosse divenuta eccessivamente onerosa per effetto della crisi pandemica.

La carenza più grave della composizione assistita era peraltro un'altra ancora: l'assoluta indeterminatezza sia del percorso che avrebbe seguito il collegio degli esperti che di quanto avrebbe dovuto predisporre l'imprenditore. Quest'ultimo, anche qualora avesse fatto ricorso in via volontaria allo strumento, restava privo di un chiaro riferimento di che cosa avrebbe dovuto redigere e di come avrebbe dovuto farlo per consentire all'OCRI di raggiungere il risultato. Anzi, il riferimento contenuto al co. 2 dell'art. 19 CCII<sup>12</sup> che rimetteva al collegio degli esperti la redazione di parte della documentazione, era un incentivo a presentarsi davanti al collegio dell'OCRI con immediatezza una volta percepito lo stato di crisi, pur senza aver svolto alcun 'compito a casa'. Eppu-

---

<sup>12</sup>Nel testo precedente alle modifiche portate con il recepimento della direttiva *Insolvency* avvenuto nelle more della pubblicazione del presente contributo.

re è fin troppo evidente che in assenza di una base informativa appropriata ed evoluta poco o nulla avrebbe potuto fare il collegio e l'esito negativo sarebbe stato scontato: si sarebbe perso tempo per definire la situazione di partenza, individuare le azioni industriali occorrenti, confezionare un piano, avviare le trattative e presto si sarebbe raggiunto il termine massimo dei sei mesi previsto dall'art. 19 senza un nulla di fatto. Ancora più rilevante era però l'altra carenza costituita dall'indeterminatezza del percorso che avrebbe seguito il collegio, oltretutto aggravata dalla minaccia che al termine dello stesso, in presenza di uno stato di insolvenza irrisolto, che avrebbe potuto anche verificarsi a seguito e nel corso della composizione assistita, vi sarebbe stata la segnalazione al pubblico ministero anche se il mancato raggiungimento della composizione fosse dipeso dall'inerzia o dall'inadeguatezza del percorso individuato dal collegio degli esperti. Sarebbero state forti le perplessità di un imprenditore in difficoltà ad affidarsi ad un soggetto il cui operato non era in alcun modo disciplinato: quali valutazioni il collegio avrebbe condotto? come si sarebbe mosso nei confronti delle controparti? quale metodo avrebbe adottato per individuare la soluzione alla crisi? Sono queste domande legittime che sarebbero state fonte di preoccupazione tanto maggiore quanto più tempestivo fosse stato il coinvolgimento dell'OCRI. Il rischio di aver fatto accedere nella cristalleria un elefante goffo nei movimenti sarebbe stato sufficiente a dissuadere da un impiego dello strumento all'insorgenza delle prime difficoltà.

3. *La risposta della composizione negoziata alle criticità della composizione assistita.* – La composizione negoziata, anche grazie al decreto dirigenziale, non è invece più un percorso al buio; imprenditore, creditori, altre parti coinvolte, lo stesso esperto dispongono di una mappa del percorso attraverso la cui lettura è a loro chiaro quali sono le tappe da raggiungere per pervenire al risultato finale; il che vale sia per la redazione del piano di risanamento che per la conduzione delle trattative e la gestione dell'impresa, oltre che per l'espressione dei pareri eventualmente richiesti dal tribunale nei giudizi autorizzativi occorrenti ed in quelli di conferma o proroga delle misure protettive eventualmente richieste.

Il fulcro dello strumento è il ruolo dell'esperto che non ha precedenti storici nel nostro Paese con riferimento alla crisi d'impresa. Nonostante spesso erroneamente si tenda a qualificarlo quale 'esperto negoziatore', egli non è affatto un negoziatore, in quanto non deve porsi a fianco di nessuna delle parti coinvolte, ma è piuttosto un facilitatore o meglio ancora un mediatore in grado di stimolare l'individuazione di soluzioni e di proposte che comportino un sacrificio da parte degli *stakeholder* proporzionato al proprio interesse al risanamento dell'impresa e alla propria esposizione al rischio (punto 5.4. della sezione III del decreto dirigenziale).

Ma ciò che forse non è stato sufficientemente rimarcato è il passaggio del protocollo che chiede all'esperto una lettura critica del processo di confezionamento del piano, che il decreto dirigenziale ben individua in una successione ordinata di fasi, tale da consentirgli di rispondere in modo convincente alla fondamentale domanda che ogni lettore si pone di fronte ad un piano di risanamento: *le strategie di intervento e le iniziative industriali individuate dall'imprenditore appaiono appropriate per il superamento della crisi?*. Si tratta della domanda posta al punto 3.9. della sezione II della lista di controllo di redazione del piano. I dati qualita-quantitativi, esito del processo del

piano, passano in secondo piano rispetto all'*iter* logico che deve condurre alla risposta. Solo un processo ordinato ed un *iter* logico privo di incoerenze consentono di rispondere in modo affermativo alla domanda e permettono all'esperto di esprimersi, una volta valutata la percorribilità delle proposte che l'imprenditore intende formulare alle parti interessate, ravvisando la concretezza delle prospettive di risanamento, in difetto della quale egli è chiamato a cessare il percorso, chiedendo l'archiviazione dell'istanza di nomina. La risposta alla domanda, per quanto semplice nella sua formulazione, presuppone un compendio informativo ampio ed articolato, in assenza del quale essa rischierebbe di essere subordinata ad una serie di condizioni che la rendono vana. Di qua l'esigenza di una chiara individuazione delle iniziative industriali che l'imprenditore intende intraprendere per superare il suo stato di crisi che presuppone l'individuazione delle cause della crisi o dello stato di difficoltà. È ben vero che tra i documenti da allegare all'istanza di nomina dell'esperto l'art. 5, co. 3, del d.l. 118, cit., non individua il piano d'impresa ma si limita a richiedere la presentazione di un piano finanziario per i successivi sei mesi e l'indicazione delle iniziative industriali che si intendono adottare. È però altrettanto vero che sia il test pratico di cui alla sezione I del decreto dirigenziale che il capo 4 ed il capo 5 del protocollo dell'esperto (sezione III del decreto dirigenziale) presuppongono la redazione quanto meno di un proto-piano predisposto, ancorché in via sommaria, comunque secondo le indicazioni della lista di controllo contenute nella sezione II<sup>13</sup>. In sua assenza l'esperto non potrà che rinviare ogni propria valutazione in ordine alle concrete prospettive di risanamento ad un momento successivo, quando l'imprenditore avrà svolto il proprio compito.

Nel caso in cui fossero richieste le misure protettive, della mancata disponibilità anche solo di un adeguato progetto di piano l'esperto non potrà non informare il tribunale, quando sentito nel giudizio di conferma delle stesse, ed è ragionevole attendersi che il tribunale, qualora confermi le misure protettive lo faccia fissando un termine breve per consentire all'esperto di sciogliere la propria riserva.

La presenza di concrete prospettive di risanamento è senza alcun dubbio il momento più delicato dell'intero percorso. Ai sensi del co. 5 dell'art. 5, del d.l. 118, cit., l'esperto, accettato l'incarico, convoca senza indugio l'imprenditore per valutare l'esistenza di una concreta prospettiva di risanamento, anche alla luce delle informazioni assunte dall'organo di controllo e dal revisore legale, ove in carica. Solo se ritiene che le prospettive di risanamento sono concrete, l'esperto incontra le altre parti interessate al processo di risanamento e prospetta le possibili strategie di intervento fissando i successivi incontri con cadenza periodica ravvicinata. Se non ravvisa concrete prospettive di risanamento, all'esito della convocazione o in un momento successivo, l'esperto ne dà notizia all'imprenditore e al segretario generale della camera di commercio che dispone l'archiviazione dell'istanza di composizione negoziata.

Questo quanto prevede la norma; di fatto egli, raccolte le informazioni iniziali ed in primo luogo il piano predisposto dall'imprenditore potrà rendersi conto se vi sia spazio per formulare proposte alle diverse parti interessate. Invero per comprendere se tali proposte siano accoglibili in modo tale da consentire il superamento dello stato di crisi

---

<sup>13</sup> Tant'è che in sede di attuazione della direttiva *Insolvency*, emanata nelle more della pubblicazione del presente contributo, la documentazione da presentare è stata integrata con la richiesta di un progetto di piano redatto secondo le indicazioni della lista di controllo.



è probabile che debbano essere attivate le trattative con le parti interessate. Vi è un momento in cui le concrete prospettive di risanamento vengono con evidenza meno ed è il momento in cui viene constatato che le risorse per rendere il debito sostenibile, comprese quelle messe a disposizione dai creditori attraverso il riconoscimento di stralci o la conversione in mezzi propri, e quelle messe a disposizione da terzi mediante apporti in capitale non possano avere un ritorno che riconosca all'interessato un premio adeguato al rischio di subire perdite. Con due precisazioni: a) il ritorno minimo occorrente per le risorse impiegate da coloro (creditori o soci) che sono già esposti al rischio di perdite in caso di insolvenza è più contenuto rispetto al loro valore nominale; non si deve, infatti, tenere conto di quella parte delle perdite che essi comunque subirebbero in assenza di una composizione della crisi; b) la valutazione del ritorno minimo necessario dell'impiego e quella dell'implicito premio per il rischio la può fare solo colui che mette a disposizione le risorse (creditore, cliente, socio o terzo che sia), anche sulla base del suo livello di appetito al rischio. Solo l'andamento delle trattative determinerà quindi la concretezza delle prospettive di risanamento.

Con una eccezione. Vi sono situazioni tanto deteriorate da escludere in partenza ogni concreta prospettiva di risanamento. Il punto 2.4. della sezione III relativa al protocollo chiede, già in sede di verifica del *test* pratico, di escludere che, in presenza di stato di insolvenza, l'impresa versi in una situazione di continuità aziendale che distrugge risorse, in presenza di un assetto proprietario non disposto ad immettere nuove risorse ed in assenza di un concreto valore dell'azienda. In tale ipotesi le probabilità che l'insolvenza sia reversibile sono assai remote indipendentemente dalle scelte dei creditori. Pertanto l'avvio delle trattative appare inutile e l'esperto dovrebbe chiedere l'archiviazione dell'istanza.

Giunti a questo punto pare opportuno svolgere un raffronto tra il ruolo dell'esperto e l'operato dell'attestatore. A ben vedere la lista di controllo di redazione del piano, nel momento stesso in cui è stata recepita nel decreto dirigenziale, diventa la base delle attività di attestazione di un piano di risanamento e non potrà in futuro essere trascurata nella redazione delle attestazioni. Vi è però una marcata differenza di ruolo, obiettivo e metodo tra attestatore ed esperto.

Quanto al ruolo, nonostante attestatore ed esperto debbano essere entrambi rigorosamente imparziali e terzi rispetto alle parti, le differenze sono nette. L'attestatore, anche quando assiste alle trattative, lo fa in modo passivo e deve astenersi sia dall'individuare la soluzione che dal facilitare la conclusione degli accordi. Per contro l'esperto, nel facilitare l'individuazione della soluzione e l'accordo tra le parti, non attesta alcunché, né rende giudizi in ordine alla veridicità del dato ed alla fattibilità del piano<sup>14</sup>. Egli nondimeno deve formarsi il libero convincimento che il percorso indicato nel piano sia

---

<sup>14</sup> Fanno eccezione i casi delle soluzioni della composizione negoziata di cui alla lett. a) ed alla lett. c) del co. 1 dell'art. 11, nelle quali peraltro la relazione dell'esperto è circoscritta, nel primo di essi, al giudizio di idoneità ad assicurare la continuità aziendale per un periodo non inferiore a due anni, e, nel secondo, alla sottoscrizione del piano, come ricorda il punto 14.5 del protocollo, qualora ritenga l'accordo idoneo al superamento dello squilibrio patrimoniale ed economico-finanziario, anche alla luce della lista di controllo contenuta nella sezione II del decreto dirigenziale. Ulteriore giudizio reso dall'esperto è quello previsto all'art. 14, co. 4, del d.l. 118, cit., reso con la sottoscrizione della domanda di dilazione delle imposte sul reddito, ritenute alla fonte operate in qualità di sostituto d'imposta, IVA, IRAP e relativi accessori, non ancora iscritte a ruolo: esso è circoscritto alla sussistenza, al momento della sottoscrizione, di concrete prospettive di risanamento dell'impresa.

in grado di traghettare l'impresa da una situazione di crisi o di difficoltà ad una situazione di equilibrio patrimoniale ed economico-finanziario. La norma non chiede però all'esperto di esprimere il proprio convincimento ma unicamente di interrompere le trattative quando rilevi l'assenza o il venir meno della concretezza della prospettiva di risanamento. D'altronde la presenza dell'esperto e la sua imparzialità presuppone che egli abbia seguito il protocollo e abbia esaminato il rispetto della lista di controllo da parte dell'imprenditore. Il punto 4.3 del protocollo, in particolare, sottolinea che ove l'esperto ravvisi carenze od incongruenze della situazione contabile di partenza e del piano di risanamento, deve darne segnalazione all'imprenditore perché adotti interventi correttivi in tempi rapidi, anche, se del caso, in via sintetica attraverso interventi prudenziali quali l'iscrizione di un fondo rettificativo o il computo di un fabbisogno finanziario integrativo. D'altronde l'intervento dell'esperto è volto alla coerenza del processo di confezionamento del piano alla lista di controllo (punto 4.1 del protocollo): le indagini che egli compie sono pertanto analisi di processo anziché verifiche sostanziali del dato (diversamente rispetto a quanto previsto dalla verifica di veridicità richiesta all'attestatore dai principi di attestazione). Tali indagini, se condotte da un esperto effettivamente imparziale e terzo, consentono alle parti di formarsi il libero convincimento in ordine all'opportunità di accettare o meno le proposte formulate dall'imprenditore o di formulare eventuali controproposte.

L'obiettivo dell'esperto non è, quindi, quello di rendere un'attestazione di fattibilità del piano che l'esperienza insegna dipendere spesso da eventi esogeni all'impresa sui quali l'impresa stessa, sia essa *in bonis* che in crisi, non ha il controllo; tant'è che gli attestatori più consapevoli del proprio ruolo si esprimono in termini di punto di rottura del piano in dipendenza delle variabili esogene individuate quali critiche. Il che non toglie che la presenza dell'esperto rassereni le parti al tavolo sul rispetto della lista di controllo della sezione II del decreto dirigenziale e di conseguenza sulla credibilità della percorribilità del percorso individuato. Con l'adozione della lista di controllo l'imprenditore dà, ad esempio, atto dell'assenza di risorse chiave, sia tecniche che umane, della presenza di presidi organizzativi adeguati ad un efficace e tempestivo monitoraggio dell'andamento, della coerenza delle assunzioni del piano con la situazione di fatto dell'impresa e con le attese del mercato, dell'assenza di criticità di varia natura che costituiscono un impedimento all'approccio del percorso disegnato (ad esempio, la dipendenza dalla capacità di altre società del gruppo di soddisfare la domanda dell'impresa, l'irragionevolezza degli obiettivi reddituali prospettici in relazione alla situazione corrente, l'incoerenza dei tempi del ciclo di conversione in cassa rispetto all'esperienza storica).

Il metodo è ciò che maggiormente distanzia il *modus operandi* dell'esperto rispetto a quello dell'attestatore. L'attestatore segue una logica tendenzialmente *bottom-up* partendo dagli elementi fattuali ed oggettivi per pervenire a valutare la fattibilità di quelli costituenti assunzioni o mere stime. L'esperto, che fonda le proprie valutazioni sulla base del solo processo, invece si avvale di un compendio informativo più variegato. Accanto alle interviste delle funzioni aziendali, costituenti il cuore del processo informativo dell'attestatore, l'esperto può accertare la credibilità di dichiarazioni, assunzioni ed aspettative formulate dall'imprenditore direttamente con il confronto con le parti interessate. È dall'andamento delle trattative che l'esperto si forma il convincimento della credibilità delle dichiarazioni e dei fatti rappresentati. Ad esempio, la carenza dei li-

velli di servizio delle prestazioni rese dall'imprenditore, fondamentale per le valutazioni prospettiche, è più agevolmente riscontrabile nel corso delle trattative che dalle interviste con le funzioni operative dell'impresa. La stessa natura fisiologica o meno dei ritardi di pagamento delle forniture rispetto alle previsioni contrattuali è ben più agevolmente riscontrabile attraverso il dialogo con i fornitori che mediante il confronto di serie storiche dei tempi di pagamento o la disamina dell'anzianità dei debiti.

4. *La portata fortemente innovativa della composizione negoziata.* – Solo un esperto competente, adeguatamente formato ed imparziale sarà di fatto in grado di facilitare le trattative, stimolando le soluzioni più acconce per la composizione della crisi. Competenza, formazione ed imparzialità si traducono in un dato di fatto: la completezza, l'appropriatezza e l'affidabilità delle informazioni che sono condivise al tavolo delle trattative. È forse questo il primato della composizione negoziata che non è mai sufficientemente rimarcato nella disamina dello strumento: non vi è migliore contesto nel quale individuare le modalità di composizione della crisi che quello di un ambiente di trattative condotte tra parti informate. Chi scrive ritiene che, pur con la presenza della figura del commissario, non sia tale il contesto di un concordato preventivo e ciò per una pluralità di ragioni: a) nel concordato preventivo non vi è un tavolo di confronto dialettico tra il debitore ed i suoi creditori; b) il ruolo del commissario è comunque di tutela dei creditori e pertanto non gli permette l'equidistanza che caratterizza il ruolo dell'esperto; c) il rischio di proposte concorrenti di cui all'art. 163 l. fall. (ora art. 90 CCII) induce il debitore a non diffondere le informazioni industriali che potrebbero destare un appetito ai creditori, né può chiedersi al commissario una competenza industriale specifica che gli consenta di raccogliere e selezionare le informazioni maggiormente appropriate.

La presenza ed il ruolo dell'esperto dovrebbe invece rendere l'ambiente del confronto informato alla trasparenza ed alla lealtà. Il che consente un compendio informativo impagabile e non raggiungibile con altrettanta efficacia osservando i soli dati aziendali che vengono messi a disposizione delle parti interessate. Numerosi sono i presidi normativi affinché buona fede, trasparenza e lealtà caratterizzino le trattative. L'art. 4 del d.l. 118, cit. sancisce che: durante le trattative le parti si comportano secondo buona fede e correttezza; l'imprenditore ha il dovere di rappresentare la propria situazione all'esperto, ai creditori e agli altri soggetti interessati in modo completo e trasparente e di gestire il patrimonio e l'impresa senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori; le banche e gli intermediari finanziari, i loro mandatari e i cessionari dei loro crediti sono tenuti a partecipare alle trattative in modo attivo e informato; esse non potranno revocare gli affidamenti concessi per il solo fatto dell'accesso alla composizione negoziata; tutte le parti coinvolte nelle trattative hanno il dovere di collaborare lealmente e in modo sollecito con l'imprenditore e con l'esperto e rispettano l'obbligo di riservatezza sulla situazione dell'imprenditore, sulle iniziative da questi assunte o programmate e sulle informazioni acquisite nel corso delle trattative; le medesime parti danno riscontro alle proposte e alle richieste che ricevono durante le trattative con risposta tempestiva e motivata.

Trasparenza e lealtà si coniugano con la completezza e l'appropriatezza dell'informativa resa. A presidio della prima opera il disposto del co. 2 dell'art. 4 che attribui-

sce all'esperto il diritto di chiedere, sia all'imprenditore che ai creditori, tutte le informazioni utili o necessarie. Quanto all'appropriatezza delle informazioni militano la lista di controllo ed il protocollo delle sezioni II e III del decreto dirigenziale, rafforzate dalla facoltà dell'esperto di avvalersi, se del caso, seppure a proprie spese, di specifiche competenze esterne.

Molti sono gli esempi di *exit* che verrebbero agevolati da un siffatto contesto. Basti qui un esempio per tutti: se il rafforzamento patrimoniale fosse un presupposto per il risanamento dell'impresa, solo attraverso una consapevole valutazione degli interessi e dei rischi di ciascuna parte al tavolo, sarà possibile raggiungere accordi di apertura del capitale sociale a fornitori strategici o al cliente di filiera; i primi in particolare non sarebbero meramente subiti come il risultato di una proposta concordataria, e tutti sarebbero voluti dalle parti nell'ottica della creazione reciproca di valore.

Vi è, a tale riguardo, un'informazione che riveste particolare rilevanza presso i creditori e che occorre per assumere decisioni in ordine alla proposta dell'imprenditore o per la formulazione di eventuali controproposte: essa è costituita dal tasso di *recovery* nell'alternativa concretamente praticabile. Si tratta del test di convenienza che il creditore interessato intende esperire prima di decidere. Per una piena consapevolezza delle reciproche utilità delle parti occorre quindi la stima affidabile della misura e dei tempi della liquidazione del patrimonio dell'impresa. Il protocollo contenuto nella sezione III del decreto dirigenziale, ai punti 13.1 e 14.8, suggerisce all'esperto di darvi corso già durante l'*iter* delle trattative per lasciarne traccia nella relazione finale. Il rischio che le valutazioni rese dall'esperto possano essere inadeguate o strumentalmente volte a costringere i creditori ad accettare sacrifici eccessivi è, ad avviso di chi scrive, fugato dalla sua credibilità e dalla sua imparzialità che, se sussistono, ben i creditori saranno in grado di apprezzare nel corso delle trattative, attribuendo affidabilità alle valutazioni rese. Diversamente alla valutazione dell'esperto non verrà dato alcun credito e l'esito delle trattative ne risentirà.

In tutto ciò la composizione negoziata costituisce una rivoluzione copernicana dei paradigmi di composizione della crisi sperimentati con gli accordi sottostanti ai piani di risanamento, con gli accordi omologati e con i concordati preventivi. L'asimmetria informativa che caratterizza sia gli accordi che il concordato, se l'esperto assume con piena consapevolezza il ruolo che gli è richiesto, viene meno a vantaggio della speditezza del raggiungimento di un punto di incontro equilibrato.

Anche il numero e la tipologia delle parti coinvolte al tavolo delle trattative si amplia notevolmente rispetto agli accordi nelle composizioni del passato. L'esperto (punto 5.2 del protocollo della sezione III del decreto dirigenziale) individua, con l'imprenditore, le parti con le quali è opportuno vengano intraprese trattative e nel farlo tiene conto dell'interesse di ciascuna singola parte commisurato alle conseguenze derivanti dal venir meno della continuità aziendale dell'impresa, alla misura di soddisfacimento dei diritti di credito realizzabili in caso di liquidazione dei beni o nelle alternative concretamente praticabili, alle conseguenze sui rapporti di credito ed economici con terze parti (ad esempio altre società del gruppo), alle conseguenze derivanti da una procedura concorsuale in capo all'imprenditore (ad esempio per responsabilità di concessione del credito o da garanzie concesse o da azioni revocatorie fallimentari azionabili). L'apertura ad altri *stakeholder* dei tavoli di trattative, compresi i dipendenti in relazione ai quali la norma prevede una procedura di informazione e consultazione sindacale

ad integrazione di quanto previsto dalla legge e dai contratti collettivi, presenta una pluralità di vantaggi: quello della condivisione dei sacrifici presso una platea più ampia di interessati con una migliore propensione al loro accoglimento; quello della credibilità del risanamento che deriva da un tavolo di trattative più allargato; quello della trasparenza che evita il sospetto che l'imprenditore voglia ricostituire il valore dell'impresa solo a spese dei creditori, una volta superato il test della convenienza rispetto all'alternativa liquidatoria<sup>15</sup>.

5. *Il rafforzamento dell'allerta.* – Da più parti<sup>16</sup> si era sin da subito espresso il rincrescimento per il differimento<sup>17</sup> del titolo II del CCII quasi che da esso derivasse un passo indietro nella tempestiva rilevazione dello stato di crisi. Chi scrive è convinto del contrario.

Lo strumento si attaglia non solo alle situazioni di crisi ma anche alle mere difficoltà che inducano l'imprenditore a ritenere la crisi solo come un evento probabile<sup>18</sup>. La sola diffusione delle competenze di gestione della crisi, attraverso il decreto di dirigenziale e la sua pubblicazione nella parte aperta al pubblico della piattaforma telematica del sistema camerale, permetterà alle imprese di comprendere tempi e modi per affrontare le difficoltà delle imprese e le situazioni di crisi; l'adagio che la tempestività rende più agevole la gestione della crisi trova riscontri oggettivi nelle norme del d.l. 118 e nel contenuto del decreto dirigenziale tali da rendere evidente che il rischio di menomazione della riservatezza e le difficoltà di percorso sono tanto minori quanto più anticipato è il ricorso allo strumento. Ci si riferisce alle misure protettive, comunque subordinate all'ostensione al pubblico della loro richiesta con una ineludibile allerta da parte dei creditori in genere e dei fornitori in particolare, per le quali il giudice può in qualunque

<sup>15</sup> L. STANGHELLINI, *La legislazione d'emergenza in materia di crisi d'impresa*, in *Rivista delle Società*, giugno 2020, 353, ravvisa l'esigenza che la ristrutturazione con sacrificio dei creditori sia sì più agevole ma anche più equa, concedendo a loro o a terzi un'opzione di acquistare l'impresa quando la valorizzazione che ne fa il debitore sia troppo bassa.

Invero le proposte concorrenti introdotte con l'art. 3, d.l. n. 83/2015, avrebbero dovuto, nell'intenzione del Legislatore, essere un valido deterrente istituendo un procedimento competitivo capace di far leva sulla contendibilità dell'impresa in crisi e finanche agevolare la creazione di un mercato attivo dei *distressed debts*. Ne sarebbe derivata la massimizzazione del recupero per creditori, evitando loro il ricorso al giudizio di *cram down* o alla soluzione estrema di rifiutare la proposta del debitore. L'istituto, con rarissime eccezioni, è rimasto però sulla carta a causa delle marcate asimmetrie informative tra il debitore ed i suoi creditori e del mantenimento del governo dell'impresa nelle salde mani del debitore fino all'omologa del concordato; tutto ciò aggravato dalla possibilità del debitore di vanificare le proposte concorrenti rinunciando alla proposta presentata.

Le asimmetrie informative tra il debitore e i suoi creditori sono invero l'elemento più rilevante in ogni passaggio di mano della titolarità dell'azienda. Ecco allora che una informativa trasparente, completa ed efficace assicurata da un esperto realmente terzo ed imparziale consentirebbe l'equo contemperamento delle opposte esigenze dei creditori e del debitore nel ricercare una soluzione che comporti l'apertura del capitale sociale.

<sup>16</sup> F. LAMANNA, *Nuove misure sulla crisi d'impresa del D.L. 118/2021: Penelope disfa il Codice della crisi recitando il "de profundis" per il sistema di allerta*, in *Il fallimentarista*, 25 agosto 2021.

<sup>17</sup> Come già detto, nelle more della pubblicazione del presente contributo il titolo II del CCII è stato definitivamente sostituito con la composizione negoziata.

<sup>18</sup> I. PAGNI, M. FABIANI, *op. cit.*, 7: "l'idea primigenia della precocità della reazione alla crisi non solo non è stata sconfessata, ma semmai al contrario, è stata enfatizzata, abilitando all'accesso alla composizione negoziata anche l'imprenditore che veda la crisi come un fatto solamente probabile".

momento, su istanza di uno dei creditori o segnalazione dell'esperto, revocarle o abbreviarne la durata (art. 7 co. 6 e paragrafo 6 del protocollo)<sup>19</sup>, nonché alla gestione dell'impresa quando sussiste uno stato di crisi, che deve evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività<sup>20</sup>, o quando addirittura risulti che l'imprenditore è insolvente, che deve essere volta nel prevalente interesse dei creditori (art. 9 e paragrafo 7 del protocollo).

Per contro, in presenza di mere difficoltà che potrebbero condurre ad una crisi dell'impresa, lo strumento dimostra appieno la propria versatilità: la sola presenza di un esperto terzo ed imparziale consente di affrontare con una controparte, apparentemente ostiche, negoziazioni vantaggiose per entrambi. Anche la possibilità di differire l'assunzione dei provvedimenti di cui all'art 2447 c.c. in caso di perdita del capitale sociale costituisce un'opportunità preziosa per ristabilire l'adeguatezza patrimoniale con le varieguate formule contemplate dall'allegato 1 al decreto dirigenziale, nel momento in cui essa è gestita alla presenza di una figura che attribuisce credibilità alla situazione dell'impresa ed ai fatti rappresentati. L'esperienza insegna che una corretta determinazione del patrimonio netto determina l'insufficienza dello stesso prima ancora che si manifestino ritardi nei pagamenti reiterati e significativi e che ciò abbia solide argomentazioni che derivano dagli stessi principi contabili<sup>21</sup>. In tali situazioni, le soluzioni che si potrebbero porre al tavolo della composizione negoziata per ristabilire l'equilibrio patrimoniale potrebbero di per sé essere sufficienti a superare le difficoltà dell'impresa in quanto dall'apertura del capitale sociale a terze parti interessate ci si deve attendere un impatto sull'efficientamento dei processi produttivi. Esse risiedono nella conversione di crediti in capitale sociale, con l'apertura dello stesso a fornitori strategici che hanno interesse nella prosecuzione dell'attività da parte del loro cliente, ovvero la conversione in strumenti finanziari di partecipazione volti a subordinare una parte del soddisfo al verificarsi di condizioni economiche che ci si attendono favorevoli, od ancora il rafforzamento patrimoniale con l'ingresso nel capitale sociale del cliente di filiera.

Come si vede, le difficoltà possono essere circoscritte in ambiti contenuti e in tal caso lo strumento consente soluzioni mirate e altrettanto circoscritte. Rispetto all'impiego dello strumento del concordato preventivo, qui la differenza è siderale: le soluzioni concordatarie che si articolano sul piano della concorsualità debbono, infatti, comunque interessare l'universo dei creditori. È anche marcata la differenza rispetto agli accordi di ristrutturazione per le ragioni dianzi esposte che discendono dalla contrapposizione tra il debitore ed i creditori coinvolti senza la mediazione di chicchessia.

---

<sup>19</sup> Lo stesso giudizio di conferma delle misure protettive ha luogo sentiti coloro i cui diritti sono incisi; il che comporta che della pendenza del giudizio siano informati i creditori nei confronti dei quali si chiede la conferma delle misure protettive.

<sup>20</sup> La sostenibilità economica è stata ritenuta priva di ogni ancoraggio concettuale ed operativo (P. LICCARDO, *Neoliberalismo concorsuale e le svalutazioni competitive: il mercato delle regole*, in *Giustizia Inside*, 6 settembre 2021) anche sotto il profilo aziendalistico (P. BASTIA, *Prime considerazioni aziendalistiche sulla composizione negoziata*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 4 novembre 2021). Non si condivide tale opinione in quanto la sostenibilità economica trova enunciazione sia nella Direttiva unionale che nei principi contabili, mentre quella finanziaria risale al CCII (art. 13 e di riflesso art. 2).

<sup>21</sup> Si rinvia sul punto a R. RANALLI, *La fattibilità del piano: luci, ombre e prospettive*, in *Le procedure concorsuali verso la riforma tra diritto italiano e diritto europeo*, atti del XXX Convegno di Courmayeur, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, a cura di P. MONTALENTI, febbraio 2018.

6. *Le conclusioni: gli ulteriori passi per il miglior sfruttamento delle potenzialità dello strumento.* – Il punto di forza costituito dal ruolo dell'esperto è però anche quello di debolezza dello strumento: è possibile che l'esperto, nonostante la formazione imparitata, sia inadeguato o che assuma un atteggiamento di parzialità assecondando acriticamente le richieste di una delle parti. In questi casi, nonostante gli auspici più favorevoli e la tempestività più marcata, la composizione negoziata non potrà avere successo. È però una debolezza che consente rimedi. In caso di inadeguatezza è sufficiente che l'imprenditore, magari d'intesa con i creditori interessati, preso atto delle carenze dell'esperto, rinunci alla domanda per proseguire le trattative in sua assenza. In caso di parzialità, saranno le altre parti a rilevarla ritirandosi dalle trattative e facendo constare l'intervenuto pregiudizio all'imparzialità dell'esperto. L'esito della composizione negoziata lascerà traccia di tali eventi anche ai fini del monitoraggio statistico, consentendo al sistema di auto-equilibrarsi, estromettendo di fatto dal novero degli esperti elegibili coloro che hanno dimostrato inadeguatezza o difetti di imparzialità in precedenti incarichi.

Nel concludere occorre domandarsi se e che cosa manchi alla composizione negoziata per costituire una svolta radicale nella gestione della crisi d'impresa.

Ad avviso di chi scrive due potrebbero essere gli strumenti ancillari che il sistema potrebbe autonomamente creare e che comporterebbero un significativo rafforzamento dello strumento.

Il primo di questi è costituito dalla realizzazione, che ci si attende spontanea da parte del mercato, di strumenti informatici evoluti che rendano agevole la redazione di piani d'impresa per le PMI sulla base delle indicazioni contenute nella lista di controllo della sezione II del decreto dirigenziale. Tali strumenti informatici renderebbero più agevole la redazione di piani coerenti con la lista di controllo e costituirebbero lo strumento principe per consentire alle imprese di individuare se, quando e come agire. Essi, se messi a disposizione delle imprese interessate dal sistema camerale, consentirebbero inoltre di rafforzare ulteriormente quanto, peraltro, già esistente, nell'ottica di una piena attuazione del contenuto del par. 1 dell'art. 3 della Direttiva *Insolvency* (“*Gli Stati membri provvedono affinché i debitori abbiano accesso a uno o più strumenti di allerta precoce chiari e trasparenti in grado di individuare situazioni che potrebbero comportare la probabilità di insolvenza e di segnalare al debitore la necessità di agire senza indugio*”).

Il secondo di questi dovrebbe essere costituito dall'evolvere di iniziative, che hanno avuto precedenti in Europa e in Italia, volte a creare bacini di competenze assicurate da *manager* in pensione e da aziendalisti disposti ad operare, *pro bono* o con il sostegno economico di organizzazioni collettive<sup>22</sup>, per un limitato numero di mesi a supporto delle imprese in qualità di mentore. In presenza di una crisi d'impresa il rischio più rilevante è, infatti, quello della sottrazione della più parte del tempo disponibile dell'imprenditore dalla gestione dell'impresa per dedicarlo alla gestione finanziaria e ciò

---

<sup>22</sup> È stato osservato (I. PAGNI, M. FABIANI, *op. cit.*, 17, e non si può condividerlo, che “*uno spirito solidaristico non velleitario che potremmo definire la solidarietà dei vantaggi compensativi*” trovi nella composizione negoziata il “*luogo adatto per smussare gli angoli, per far percepire ad una collettività di soggetti che la crisi dell'impresa singola spesso sconfinava nella crisi del mercato e che la crisi del mercato può essere più pericolosa e più dannosa di una qualche rinuncia*”).

nel momento in cui maggiormente occorre imprimere cambi di direzione o di metodo, se non addirittura del modello di business. L'esigenza di cambiamento, se per una impresa in difficoltà od in crisi è sempre vera, in questo momento storico inciso dal mutamento dei costumi dei consumatori e dei modelli operativi indotti da ormai quasi due anni di pandemia, oltre che dalle strategie di transizione (digitale e *green*) derivanti dal PNRR, assume carattere prioritario, diventando una precondizione per il successo del risanamento. Disporre di competenze specifiche che assistano l'imprenditore in difficoltà attraverso il confronto ed il dibattito e che apportino metodo ed ordine nell'affrontare i cambiamenti necessari si è dimostrato essere un elemento determinante nella gestione della crisi d'impresa<sup>23</sup>. Sono molti gli attori che potrebbero promuovere la creazione di tali bacini. Si pensi al mondo universitario, ma anche a quello delle associazioni datoriali e dei *manager*; lo stesso sistema camerale potrebbe contribuire a realizzare tali bacini di competenze che potrebbero essere messi a disposizione delle imprese nel momento in cui intendono accedere alla composizione negoziata<sup>24</sup>.

La compresenza di un mentore che assiste l'imprenditore e quella di un facilitatore che stimola la ricerca della soluzione e il raggiungimento degli accordi con le parti interessate costituirebbe un *unicum*, anche a livello europeo, e risponderebbe appieno al par. 2, lett. b), dell'art. 3 della Direttiva *Insolvency* (*Gli strumenti di allerta precoce possono includere ... servizi di consulenza forniti da organizzazioni pubbliche o private*).

---

<sup>23</sup> A livello europeo è stato varato nel 2012 un circuito progettuale (*Early Warning Europe*) condotto da 15 organizzazioni provenienti da 7 Stati membri volto a fornire assistenza gratuita, imparziale e riservata alle PMI che si trovano in una situazione di squilibrio economico, patrimoniale o finanziario: ciò avviene affiancando agli imprenditori in difficoltà consulenti volontari che desiderano, in qualità di mentori, mettere a disposizione della collettività la propria esperienza e le conoscenze maturate nel corso della loro attività professionale. Si tratta di *manager*, prevalentemente in pensione, di imprese di grandi dimensioni e alcuni professionisti (commercialisti, avvocati, consulenti finanziari) che hanno conoscenza del settore di appartenenza dell'impresa oggetto di analisi. È previsto un supporto, attraverso un dialogo costruttivo tra imprenditore e consulente volontario, per realizzare un processo di *turn-around* aziendale, individuando i principali processi migliorabili e nuove soluzioni atte a risolvere problemi gestionali. Da uno studio condotto in una interessante tesi di laurea magistrale presso l'Università di Firenze di Marco Lucchesini (*La ristrutturazione delle imprese in crisi nella transizione normativa: inquadramento, analisi e spunti di riflessione*) emerge che il progetto ha interessato più di 20.000 casi in tutta Europa, di cui 7.500 in Danimarca, 14.000 in Germania e circa 700 in Francia. L'Italia ha aderito al progetto mediante l'Unione Industriale di Torino e successivamente tramite l'Università degli Studi di Firenze. La selezione dei consulenti avviene attraverso la realizzazione di incontri periodici e corsi di formazione, ove vengono dettate le linee guida da seguire per far sì che il servizio sia erogato in considerazione di tutti gli obiettivi che EWE intende raggiungere.

<sup>24</sup> Si tratterebbe di creare bacini di competenze professionali alle quali le imprese possano accedere fruendo del distacco a tempo determinato di *manager*, sostenuto volendo anche da parziale contribuzione pubblica sul modello del *voucher* per la internazionalizzazione di cui al d.m. 15 maggio 2015, giustificata da *reskilling* che questo periodo di marcata transizione richiede.



# L'ORGANO GESTORIO FRA INTERESSE DEI SOCI E INTERESSI "ALTRI": PRIME CONSIDERAZIONI SUI PRINCIPI DELLA DIRETTIVA RIGUARDANTE I *PREVENTIVE RESTRUCTURING FRAMEWORKS*

di *Lorenzo Benedetti*

SOMMARIO: 1. Impostazione dell'indagine. – 2. Gli interessi alla cui soddisfazione deve essere diretta la funzione gestoria nella società in crisi: l'art. 19, lett. *a*) della direttiva *insolvency*. – 3. Il recepimento dell'art. 19, lett. *a*) della direttiva negli ordinamenti nazionali. – 4. (*Segue*): ulteriori considerazioni in merito all'ordinamento italiano. – 5. Rilievi conclusivi sulla disciplina comunitaria relativa all'obiettivo del potere gestorio nella società in crisi.

1. *Impostazione dell'indagine*. – Uno dei profili della disciplina della funzione gestoria maggiormente approfonditi dalla dottrina più recente è quello attinente ai doveri degli amministratori in situazioni di crisi prospettica o conclamata dell'impresa societaria<sup>1</sup>.

Al riguardo, nonostante manchi un quadro normativo organico, esistono tuttavia prescrizioni specifiche nel nostro ordinamento. In primo luogo la materia viene ora disciplinata – seppure solo per taluni profili – dalle norme del codice della crisi, alcune delle quali costituiscono già diritto vigente: si pensi al dovere di rilevare tempestiva-

---

<sup>1</sup> Senza pretesa di completezza, v. A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum A. Piras, Torino, 2010, 813 ss.; F. GUERRERA, *Compiti e responsabilità degli amministratori nella gestione dell'impresa in crisi*, in M. VIETTI (a cura di), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, 247 ss.; M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, II, Bari, 2011, 609 ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 304 ss.; P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, 820 ss.; ID., *I doveri degli amministratori, degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 285 ss.; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, *passim*, spec. 194 ss.; A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi preconcorsuale*, Milano, 2016, 93 ss.; M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017. In una prospettiva comparatistica, v. G. MCCORMACK-A. KEAY-S. BROWN-J. DAHLGREEN, *Study on a new approach to business failure and insolvency. Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices*, su [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/insolvency\\_study\\_2016\\_final\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/insolvency_study_2016_final_en.pdf), 2016; C. GERNER BEUERLE-P. PAECH-E.P. SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, su [ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/board/2013-study-analysis\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-analysis_en.pdf), 2013; EUROPEAN LAW INSTITUTE (ELI), *Rescue of Business in Insolvency Law*, su [https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user.../Instrument\\_INSOLVENCY.pdf](https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user.../Instrument_INSOLVENCY.pdf), 2017; A. GURREA MARTÍNEZ, *Towards an Optimal Model of Directors' Duties in the Zone of Insolvency: An Economic and Comparative Approach*, su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3717631](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3717631), 26 ottobre 2020; da ultimo, G. STRAMPELLI, *La disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi: problemi e prospettive*, in *Rivista ODC*, 2020, 723 ss.

mente la crisi e la perdita della continuità aziendale e a quello di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento di quella situazione patologica, previsti dal nuovo comma 2 dell'art. 2086 c.c., all'adempimento dei quali è strumentale l'ulteriore dovere di istituire assetti adeguati<sup>2</sup>; o, ancora, ai doveri che erano implicitamente ricavabili dal sistema dell'allerta (e in particolare dall'art. 14 c.c.i.<sup>3</sup>). D'altro canto, possono anche individuarsi norme anteriori all'ultima novella del diritto concorsuale, rilevanti rispetto al tema qui considerato: si pensi alle regole concernenti gli obblighi degli amministratori in punto di riduzione del capitale sociale per perdite, considerate una sorta di meccanismo di allerta previgente a quello disciplinato dal codice della crisi<sup>4</sup>; e all'art. 2394 c.c. elevato da parte della letteratura a clausola generale definitoria di obblighi e responsabilità degli amministratori<sup>5</sup>.

Assai meno approfondita è, al contrario, l'attigua questione relativa all'individuazione di *quali siano gli interessi per la cui tutela sono imposti gli obblighi* di cui si è dato sinteticamente conto<sup>6</sup>: questione ritenuta di rilevanza fondamentale nel diritto societario a prescindere dall'esistenza di una situazione di crisi<sup>7</sup>. Peraltro, l'interesse a continuare a occuparsi del tema degli interessi che gli amministratori devono perseguire al manifestarsi di sintomi di crisi dell'impresa gestita così come dei loro doveri al ricorrere di tale situazione deriva dalla disciplina dettata al riguardo dall'art. 19 della direttiva UE sui quadri di ristrutturazione preventiva del giugno 2019<sup>8</sup>. Tale disposizione rappresenta un passo importante verso la creazione di una "framework rule" eu-

<sup>2</sup>E v. anche l'art. 3, comma 2, c.c.i.. Ovviamente il dovere di predisporre assetti adeguati non è circoscritto ad una situazione di crisi dell'impresa, ma consustanziale alla funzione dell'impresa come attività organizzata. Sull'obbligo di predisporre assetti adeguati la letteratura è ampia: fra i molti v. S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in *Rivista ODC*, 2021, 549 ss.; V. CALANDRA BUONAU-RA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439 ss.; M. ARATO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi: ruoli e prerogative di amministratori, sindaci e revisori*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di M. Sandulli*, Torino, 2019, 79; M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l'instestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2020, 114 ss.; Trib. Milano, 18 ottobre 2019, in *Nuovo dir. soc.*, 2020, 71 ss. con nota di M. DI SARLI, *Sull'obbligo di dotarsi di assetti adeguati. Una prima applicazione dell'art. 2086, comma 2, c.c. da parte del Tribunale di Milano*.

<sup>3</sup>L'entrata in vigore dell'allerta, come noto, è stata inizialmente rinviata dal d.l. n. 118/2021 alla fine 2023. Successivamente l'allerta è poi stata definitivamente abrogata e sostituita con l'inserimento nel codice della crisi della disciplina della composizione negoziata ex d.l. 118/2021 negli artt. 12 ss. Nel nuovo sistema di *early warning* doveri di comportamento degli amministratori sono ora ricavabili implicitamente dalla disciplina delle segnalazioni dell'organo di controllo e dei creditori pubblici qualificati di cui agli artt. 25 *octies* e *novies* c.c.i.

<sup>4</sup>A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Disciplina delle crisi dell'impresa societaria, doveri degli amministratori e strumenti di pianificazione: l'esperienza italiana*, su *ilcaso.it*, 1° novembre 2018, 7.

<sup>5</sup>F. BRIZZI, *op. cit.*, 103; A.M. LUCIANO, *op. cit.*, 63 ss.

<sup>6</sup>Per ampi spunti comparatistici v. G. WABL, *To File, or Not to File: That Is the Question. Directors' Duties in the Company Crisis*, in *40 Business Law Review*, 2019, 54 ss.

<sup>7</sup>H. FLEISCHER, *Handbuch des Vorstandsrechts*, München, 2006, § 1, *Rdn.* 18; da ultimo K.J. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario Tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 2020, 922; F. DENOZZA, *Lo scopo della società fra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.

<sup>8</sup>Direttiva 2019/1023 del 20 giugno 2019, su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32019L1023>.

ropea nell'ambito qui indagato, portando a compimento il lavoro svolto in tale direzione in anni ormai risalenti dall'*High Level Group of Company Law Experts*<sup>9</sup>. L'obiettivo della recente direttiva è infatti dichiaratamente quello di colmare il *deficit* di armonizzazione in materia di responsabilità degli amministratori in prossimità dell'insolvenza a livello europeo, così superando l'incertezza giuridica al riguardo e la conseguente barriera agli investimenti *cross-border*<sup>10</sup>.

L'art. 19 della direttiva UE dimostra come i principi contenuti in tale atto normativo abbiano – nel momento del loro recepimento negli ordinamenti nazionali – significative implicazioni anche sul diritto societario dei diversi Stati: si tratta, infatti, di una norma dedicata ai doveri degli amministratori al prospettarsi della probabilità di insolvenza, *ma al di fuori di una procedura concorsuale*<sup>11</sup>. La disposizione costituisce, pertanto, un ulteriore frammento del c.d. "diritto societario della crisi"<sup>12</sup>.

La seguente riflessione si soffermerà, in particolare, sulla lett. a) dell'art. 19 della direttiva sui *preventive restructuring frameworks*, cercando di far emergere il contenuto precettivo della prescrizione e i vincoli posti ai legislatori nazionali in ordine al recepimento della stessa.

2. *Gli interessi alla cui soddisfazione deve essere diretta la funzione gestoria nella società in crisi: l'art. 19, lett. a) della direttiva insolvency.* – Com'è noto il tema concernente lo scopo al raggiungimento del quale deve essere "funzionalizzato" l'esercizio del potere gestorio è da tempo oggetto di ampio dibattito già con riferimento alla fase fisiologica di esercizio dell'impresa e appare, anzi, aver assunto recentemente – come ricordato – una rinnovata importanza. Pur essendo ricorrente, infatti, l'affermazione secondo cui gli amministratori devono perseguire l'interesse sociale<sup>13</sup>, manca allo stato un concetto unitario e coerente di quest'ultimo, poiché, – come chiarito recentemente dall'Autore che si onora – nonostante esso sia inteso tradizionalmente come interesse

<sup>9</sup> *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, su [http://www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf), 4 novembre 2002. V. anche, *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf), 10 gennaio 2002.

<sup>10</sup> V. ECODA & AIG, *Guide to Directors' Duties and Liabilities*, su [https://ecoda.org/wp-content/uploads/2019/08/ecoDa\\_Directors\\_Duties\\_Final\\_01-2.pdf](https://ecoda.org/wp-content/uploads/2019/08/ecoDa_Directors_Duties_Final_01-2.pdf), 8; ELI, *op. cit.*, 167.

<sup>11</sup> Per analogia considerazione v., nella letteratura tedesca, S. KORCH, *Sanierungsverantwortung von Geschäftsleitern*, in *ZGR*, 2019, 1052.

<sup>12</sup> Sul diritto societario della crisi v., solo per limitarsi ai contributi più recenti, R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 578 ss.; A. NIGRO, *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1207 ss.

<sup>13</sup> V. CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione*, cit., 195; A.M. LUCIANO, *op. cit.*, 34; H.T.C. HU-J.L. WESTBROOK, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, in *107 Columbia L. Rev.*, 2007, 1321 ss.; R.B. CAMPBELL-C.W. FROST, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, in *32 J. Corp. L.*, 2007, 495; J.C. LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporations*, in *50 UCLA L. Rev.*, 2003, 1214 ss.; J. MACEY, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, in *21 Stetson L. Rev.*, 1991, *passim*.

comune degli azionisti che si esprime con la formula dello *shareholder value*<sup>14</sup>, tale concezione è messa in discussione dalla rilevanza di interessi esterni disomogenei, di natura interna ed esterna all'organizzazione sociale, che traggono origine sia dalla complessità della struttura finanziaria della società, sia dall'attività d'impresa<sup>15</sup>, come

<sup>14</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *op. ult. cit.*, 195; U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 40 ss.; e già G. MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 83 ss.

Per maggiore approfondimento sulla nozione di interesse sociale AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010. Sull'interesse sociale ovviamente la letteratura è estremamente ampia, per cui si rimanda qui, fra i molti, a P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 303 ss.; C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 255 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss.; F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.

Sulla teoria dello *Shareholder Value* v. L. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco, 2012, 15 ss.; A. KEAY, *Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?*, in *ECFR*, 2010, 369 ss.

<sup>15</sup> P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., 305 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *op. ult. cit.*, 196 e nt. 6, dove ulteriori riferimenti; U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.a. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 20 ss.; ID., *Corporate Purpose e diritto societario: dalla "supremazia dell'interesse dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss. Nella dottrina straniera, v. sul problema descritto nel testo, P. DAVIES-K.J. HOPT-R. NOWAK-G. VAN SOLINGE, *Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe*, in P. DAVIES-K.J. HOPT-R. NOWAK-G. VAN SOLINGE (eds.), *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*, Oxford, 2014, 4 e 115; M.M. BLAIR-L. STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in *79 Washington University Law Quarterly*, 2001, 403 ss.; C. MAYER, *Firm Commitment*, Oxford, 2013, 26 ss. Sulla distinzione fra ordinamenti che, in situazione di *going concern*, enfatizzano il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse della società da intendersi come comprensivo degli interessi dei diversi *stakeholders* e ordinamenti che enfatizzano, invece, il perseguimento dell'interesse dei soci, v. ELI, *op. cit.*, 165.

In merito alla questione se il diritto societario imponga, nella società per azioni, il perseguimento di un "unico interesse" – in particolare quello dei soci – o di una "pluralità di interessi" – oltre a quello dei soci (: quello degli altri *stakeholders*, dei lavoratori, etc.), da bilanciare nei singoli casi concreti ad opera degli amministratori, v. per il sistema tedesco, a favore della prospettiva della *Interessenpluralität* H. FLEISCHER, sub § 76, in G. SPINDLER-E. STILZ (a cura di), *Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 1, München, 2019, 1023 ss., *Rdn.* 21 ss.; B. DAUNER-LIEB, § 76, in M. HENSSLER-L. STROHN (a cura di), *Gesellschaftsrecht*, München, 2019, *Rdn.* 10; W. GOETTE, *Gesellschaftsrechtliche Grundfragen im Spiegel der Rechtsprechung*, in *ZGR*, 2008, 447; J. KOCH, § 76, in U. HÜFFER-J. KOCH (a cura di), *Aktiengesetz*, München, 2018, *Rdn.* 30; P. HOMMELHOFF, *Fortentwicklungen im Aktienrecht und ihre Akteure in Gesetzgebung, Rechtsprechung, Unternehmenspraxis und Wissenschaft*, in H. FLEISCHER-J. KOCH-B. KROPPF-M. LUTTER (a cura di), *50 Jahre Aktiengesetz*, Berlin/Boston, 2016, 15; J. VETTER, *Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität*, in *ZGR*, 2018, 338 ss.; M. HABERSACK, *Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag. Staatliche und halb-staatliche Eingriffe in die Unternehmensführung*, München, 2012, 16; S. KORCH, *op. cit.*, 1056, ove la precisazione che, seppure la tesi dell'*Interessenpluralität* è quella prevalente in dottrina, una parte della letteratura sostiene il rango prevalente dell'interesse degli azionisti, senza che ciò possa tuttavia condurre a tralasciare gli interessi degli altri *stakeholders* (*moderater shareholder-value-ansatz*: v. H. FLEISCHER, *op. cit.*, n. 34; G. SPINDLER, §76, in W. GOETTE-M. HABERSACK (a cura di), *Münchener Kommentar zum AktG*, 2, München, 2019, 49 ss.; H.F. MÜLLER, *Sanierung nach der geplanten EU-Restrukturierungs-Richtlinie*, in *ZGR*, 2018, 84; C.H. SEIBT-A. VON TREUFELD, *Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte der EU-Restrukturierungsrichtlinie*, in *DB*, 2019, 1192; U. TOMBARI, "Potere", cit., 46 ss.).

Per l'ordinamento USA, nel quale l'opinione dominante sostiene che gli amministratori di una società sono vincolati a perseguire soltanto l'interesse dei soci (c.d. *shareholder primacy*), v., fra le molte, Aronson v. Lewis, 473A.2d 805, 812 (Del. 1984); North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, su [http://courts.delaware.gov/opinions/\(4u0rgo45nbbmbvjkpjg0n4ec\)/download.aspx?ID=92000](http://courts.delaware.gov/opinions/(4u0rgo45nbbmbvjkpjg0n4ec)/download.aspx?ID=92000), S. 19; United States v. Jolly, 102 F.3d 46, 48 (2d Cir. 1996); Katz v. Oak Industries, Inc. 508 A.2d 873, 879 (Del. Ch. 1986); Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. 1504, 1517 (S.D.N.Y. 1989);

recentemente testimoniato da importanti segnali che derivano da ordinamenti stranieri o da documenti elaborati a livello internazionale<sup>16</sup>.

Oltre le complicazioni che implica in generale la ricostruzione della sfuggente nozione di interesse sociale, la questione in esame diviene ancor più delicata in prossimità dell'insolvenza, perché mentre nelle società *in bonis* è riscontrabile un allineamento dell'interesse dei soci e di quello dei creditori (rappresentanti una delle molteplici categorie di *stakeholders*) – per cui sul piano operativo non appare particolarmente rilevante stabilire se nell'espletamento del loro incarico i gestori debbano riconoscere rango primario all'uno o all'altro – tale parallelismo di interessi tende a venir meno al sopraggiungere di una situazione di crisi<sup>17</sup>. In quest'ultima ipotesi, pertanto, diviene determinante stabilire se si realizzi uno *shift of fiduciary duties* a favore dei creditori sociali, da intendersi come un sovvertimento degli obiettivi dell'azione amministrativa in favore di costoro: in assenza di pericoli per la continuità aziendale gli interessi dei soci costituiscono l'obiettivo dell'agire sociale, mentre quello dei creditori ne rappresenta

---

J.D. COX-T.L. HAZEN, *The Law of Corporation*, St. Paul, 2010, § 4:10 su c.d. *corporate constituency statutes* adottati dagli stati federati. V. da ultimo anche L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The illusory Promise of Stakeholder Governance*, su *ssrn.com*; E. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*, in *76 Business Lawyer*, 2021, 363 ss.

Per l'ordinamento UK, sostengono che l'attività gestoria della società solvente deve essere indirizzata al perseguimento dell'interesse della società inteso come interesse dei soci *Winkworth v. Edward Baron Developt Co. Ltd.*, 1987, 1 All ER 114, 118; *Lonrho Ltd v. Shell Petroleum Co Ltd* [1980] 1 WLR 627, 634; A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Oxford, 2013, 39 ss.; G. WABL, *op. cit.*, 54, (con riferimento alle S. 170 ss. del *Companies Act* 2006). V. anche la S. 172 del *Companies Act* 2006, che ammette la valutazione di "interessi" diversi da quelli dei soci, sebbene non manchino opinioni tese a rilevare che la *norma* non avrebbe adottato la *stakeholder theory* e ciò in quanto porrebbe ancora su un piano di supremazia gli interessi degli *shareholders* rispetto a quelli degli (altri) *stakeholders* (A. KEAY, *op. ult. cit.*, 216 ss.).

La *ley de sociedades de capital* spagnola prevede all'art. 227 l'obbligo degli amministratori di perseguire l'«interés de la sociedad» senza fornire una definizione di quest'ultimo (v. al riguardo J.M. EMBID IRUJO-P. DEL VAL TALENS, *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, Madrid, 2016, 50 ss.; M.J. MORILLAS JARILLO, *El problema de la determinación del interés social en las sociedades anónimas, a luz del derecho español*, in A. PACIELLO (a cura di), *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 91 ss.; A. EMPARANZA SOBEJANO, *Los conflictos de interés de los administradores en la gestión de las sociedades de capital*, *ibidem*, 147 ss.).

Nella dottrina italiana, v. V. CALANDRA BUONAURO, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 260 e nt. 5 ove riferimenti alla dottrina anglosassone; U. TOMBARI, *L'organo*, cit., 20 ss.; Per un esame comparatistico H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.

<sup>16</sup> Sulla recente tendenza all'emersione di una concezione neo-istituzionalistica dell'interesse sociale v. P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 239 ss.; C. ANGELICI, "Potere" e "interessi" della grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 4 ss. A livello comparatistico v., in Francia, la loi n. 2019-486, del 22 maggio 2019 (PACTE) che ha modificato l'art. 1833 del *code civil*, il quale prevedeva come *objet* della *société* «l'intérêt commun des associés» (in argomento si veda anche AA.VV., *L'intérêt social dans la loi PACTE*, Parigi, 2019; P.H. CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?*, in *Rivista ODC*, 2019, 497 ss.; S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ibidem*, 517 ss.). Meritevole di essere ricordata è anche la presa di posizione della *Business Roundtable* che ha adottato lo *Statement on the purpose of a corporation* (su *businessroundtable.org*), il quale abbandona la tesi dell'interesse sociale circoscritto allo *shareholder value*, giungendo ad affermare che quest'ultimo deve essere temperato con l'impegno di creare valore per tutti gli *stakeholders* (in argomento v. i contributi pubblicati sul fascicolo 3 del 2019 della *Rivista ODC*).

<sup>17</sup> V. sull'argomento F. BRIZZI, *op. cit.*, 19 ss.

soltanto un limite; in una situazione di crisi dell'impresa, invece, l'interesse dei creditori assumerebbe rango primario (*Vorrang*) e quello dei soci degraderebbe a limite dell'azione della società<sup>18</sup>.

Proprio in tale ambito interviene l'art. 19, lett. a) della direttiva UE, ai sensi del quale, se sussiste una probabilità di insolvenza, gli amministratori *devono tenere conto debitamente di una pluralità di interessi*: la disposizione – che nella sua formulazione letterale richiama la S. 172 del *Companies Act 2006 UK*<sup>19</sup> – apre un nuovo spazio di discussione su quali interessi debbano perseguire gli amministratori di una società che versi in stato di crisi, così dando attualità e una “dimensione comunitaria” a un tema – come accennato – ampiamente discusso soprattutto nella letteratura straniera, ma che non ha mancato di essere trattato anche dalla dottrina italiana<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Così quasi alla lettera, R. SACCHI, *La responsabilità*, cit., 320. Per ampi riferimenti comparatistici alla dottrina dello *shifting duty* e alle contrapposte opinioni al riguardo si rinvia a F. BRIZZI, *op. cit.*, 112; A.M. LUCIANO, *op. cit.*, 34 ntt. 117-119. Adde S. KORCH, *op. cit.*, 1057; A. SCHALL, *Kapitalgesellschaftlicher Gläubigerschutz*, München, 2009, 267 ss.; S.C. HENRIQUES, *The Duties of Directors When There Is a Likelihood of Insolvency and the Proposal for a New Directive*, in *16 ECL*, 2019, 55. Per la giurisprudenza teorica e pratica anglosassone v. In *West Mercia Safetyware v. Dodd*, 1988, BCLR, 250; A. KEAY, *Directors' Duties and Creditors' Interests*, in *LQR*, 2014, 443 ss.; B. HANNIGAN, *Company law*, Oxford, 2018, 227 ss.

Sulla *ratio* dello *shift*, v., da ultimo, F.M. MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, I, 699 ss.; P. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum P. Abbadessa, 3, Torino, 2014, 2470-2472.

Si noti che l'oggetto del dovere degli amministratori *in the vicinity of insolvency* è ampiamente incerto anche nell'ordinamento UK (: A. KEAY, *The Director's Duty to Take into Account the Interests of Company Creditors: When is It Triggered?*, in *25 Melb. U. L. Rev.*, 2001, 316: «after the codification of this duty, the 'when' and the 'what' have been clouded in a significant amount of uncertainty»); G. SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, in *7 EBOR*, 2006, 349; C. GERNER BEUERLE-E.P. SCHUSTER, *The Evolving Structure of Directors' Duties in Europe*, in *15 EBOR*, 2014, 223; G. WABL (*op. cit.*), 54; *Re HLC Environmental Projects Ltd* [2013] EWHC 2876 (Ch); *Re MDA Investment Management Ltd* [2004] 1 B.C.L.C.) Sulla necessità di compiere un equilibrato bilanciamento degli interessi dei soci e dei creditori in caso di crisi o di insolvenza della società nell'ordinamento UK v. *Re Welfab Engineers Ltd* (1990) BCLR 833, 837; *Brady & Anor v. Brady & Anor* (1987) BCC 535, 552 (CA).

Sullo *shift of fiduciary duties* in caso di sottoposizione della società al *Chapter 11*, v. *LaSalle Nat'l Bank v. Perelman*, 82 F. Supp. 2d 279, 293 (D. Del. 2000); *In re Big Rivers Elec. Corp.*, 233 B.R. 726, 734 (Bankr. W.D. Ky. 1998); *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Comm. Corp.*, in *17 Del. J. Corp. L.*, 1099, 1991 WL 277613, sub. 34 (Del. Ch. 1991); *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Gheewalla*, su [http://courts.delaware.gov/opinions/\(4u0rgo45nbbmvbjkpg0n4ec\)/download.aspx?ID=92000](http://courts.delaware.gov/opinions/(4u0rgo45nbbmvbjkpg0n4ec)/download.aspx?ID=92000); R.B. CAMPBELL-C.W. FROST, *op. cit.*, 509 ss.

<sup>19</sup> Oltre a quello inglese, anche altri ordinamenti prevedono l'obbligo di tenere in considerazione gli interessi dei creditori in situazione di crisi: v., per Singapore, *Kinsela v. Russel Pty Ltd* (1986) 10 ACLR 395 (CA), 401; *Liquidators of Progen Engineering Pte Ltd v. Progen Holdings Ltd* [2010] 4 SLR 1089 (SGCA) [48]; per l'Australia, *Walker v. Wimborne* (1976) 137 CLR 1 (HCA); per la Nuova Zelanda, v. l'articolo 135 *of the Companies Act 1993* No 105. e v. anche A. GURREA MARTINEZ, *op. cit.*, 15.

<sup>20</sup> V. G. SPINDLER, *Trading*, cit., 348; H. EIDENMÜLLER, *Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht*, in *ZIP*, 2010, 652 ss.; H. FLEISCHER, *Directors' Liability and Financial Crisis: The German Perspective*, in A. GUACCERO-M. MAUGERI (a cura di), *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Milano, 2014, 447 ss.; A. KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *24 Int. Insolv. Rev.*, 2015, 144 ss.; L. LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency*, in *46 Vand. L. Rev.*, 1993, 1496 ss.; in Spagna, v. E. RECAMÁN GRAÑA, *Los Deberes y la Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital en Crisis*, Pamplona, 2016, 119 ss.; A. RECALDE CASTELLS, *La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial («business judgment rule»)*, in *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*: Liber Amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, I, Madrid, 2017, 1054-1055; F. GARCIMARTÍN, *De nuevo sobre los deberes fiduciarios y la*

Per comprendere a pieno la portata precettiva propria della recente disposizione comunitaria in relazione al tema qui indagato appare interessante ripercorrere innanzi tutto l'*iter* – dallo sviluppo non lineare, come si dirà – che ha condotto alla formulazione definitiva della norma.

L'originario art. 18 del progetto di direttiva reso pubblico sin dal 2016 sembrava lasciare pochi dubbi sul recepimento da parte della prescrizione della teoria dello *shifting of fiduciary duties*, prevedendo la norma che, al prospettarsi di una probabilità di insolvenza, gli Stati membri dovessero adottare disposizioni volte a garantire che gli amministratori tenessero «debitamente conto degli interessi dei creditori e delle altre parti interessate»<sup>21</sup>. Il significato della disposizione in esame risultava palese nella versione inglese, la quale faceva riferimento agli interessi «of creditors and other stakeholders»: l'impiego di tale espressione, utilizzata negli ordinamenti anglosassoni per individuare una categoria di soggetti contrapposta a quella degli *shareholders* (o degli *equity holders*), comportava l'esclusione dei soci dal novero delle categorie i cui interessi dovevano essere tenuti in considerazione dai gestori della società in crisi.

Il valore precettivo della norma in esame sembra però mutare completamente nella versione approvata in via definitiva, dove gli interessi degli azionisti sono aggiunti alla lista della lett. *a*) dell'art. 19 dopo il riferimento a quelli dei creditori e prima del riferimento agli altri «portatori di interessi». Nella sostanza, il tenore letterale dell'ultima versione della disposizione prevede un reinserimento degli interessi dei soci – originariamente pretermessi – nel novero delle finalità della gestione della società in crisi. Dunque, dalla formulazione definitiva della disposizione in esame – la quale prescrive, quando sussista una probabilità di insolvenza, di tener conto di una serie di interessi e non di un unico interesse prevalente su quello di altre categorie di soggetti – così come dall'evoluzione che essa ha avuto nelle sue successive versioni non pare più potersi evincere l'imposizione cogente di uno *shift of fiduciary duties*, almeno ove lo si intenda come attribuzione di un rango privilegiato e prioritario all'interesse dei creditori per quanto concerne lo scopo dell'attività gestoria a fronte di una crisi prospettata<sup>22</sup>.

L'art. 19, lett. *a*) della direttiva pone allora l'intertogativo se, invece di tradurre in un precetto normativo la dottrina dello *shifting of fiduciary duties*, esso non imponga piuttosto agli amministratori che agiscano a fronte di una probabilità di insolvenza il compito di comporre e mediare una pluralità di interessi – sia dei soci, sia dei creditori, sia di altri soggetti –, individuando in concreto il punto di equilibrio fra le diverse istanze potenzialmente contrapposte: ciò che presuppone, evidentemente, l'abbandono

---

*proximidad del concurso*, su [almacenderecho.org](http://almacenderecho.org), 7 febbraio 2019. Nella letteratura italiana P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 77; A. MAZZONI, *op. cit.*, 832 ss.; R. SACCHI, *La responsabilità*, cit., 304 ss.; M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, 295 ss.; A. NIGRO, "Principio" di ragionevolezza e regime di responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I, 474; E. BARCELLONA, *Business judgment rule e interesse sociale nella "crisi"*, Milano, 2020, 109 ss. Affermano che l'impresa in crisi deve mantenere una considerazione bilanciata anche degli interessi "altri" G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss.; con specifico riferimento alla direttiva, V. MINERVINI, *La "composizione negoziata" nella prospettiva del recepimento della direttiva "insolvency"*. *Prime riflessioni*, su [ilcaso.it](http://ilcaso.it), 17 ottobre 2021, 13 ss.

<sup>21</sup> S. KORCH, *op. cit.*, 1058; H.F. MÜLLER, *op. cit.*, 84.

<sup>22</sup> S. KORCH, *op. cit.*, 1059.

tanto del modello dello *shareholders wealth maximization* quanto di quello del *creditor wealth maximization*<sup>23</sup> quali *guide lines* di conduzione della società in crisi e l'imposizione di una prospettiva "interessenpluralistischen"<sup>24</sup>.

Per rispondere all'interrogativo occorre valorizzare adeguatamente la dichiarata volontà della direttiva di ridurre al minimo l'impatto sul diritto societario dei diversi Stati membri, in considerazione del fatto che essi «sono riluttanti ad accettare previsioni vincolanti in materia di doveri degli amministratori, per le loro implicazioni sul piano del diritto societario»<sup>25</sup>.

Alla luce di tale passaggio, diviene decisivo nel ricostruire la portata precettiva dell'articolo in esame il considerando n. 71 della versione finale della direttiva, nel quale si legge che «La presente direttiva non intende stabilire alcuna gerarchia tra le varie parti i cui interessi devono essere tenuti in debita considerazione. Ciononostante, gli Stati membri dovrebbero poter decidere sulla definizione di una tale gerarchia...». Da questo passo è possibile evincere che la volontà del legislatore comunitario non è quella di imporre *in modo cogente*, per il tramite dell'art. 19, lett. a), né una gerarchia dei diversi interessi coinvolti nella crisi della società – accogliendo quindi la dottrina della *shareholder value maximization* o della *creditor value maximization* –, né il dovere degli amministratori di procedere, in un'ottica pluralistica, a mediare fra le diverse istanze dei creditori e dei soci. In altri termini la risposta normativa della direttiva al problema di quali siano gli interessi alla cui realizzazione il potere gestorio in una società in crisi deve essere funzionalizzato rimane "aperta"<sup>26</sup>, con l'unico limite vincolante – che si evince dal tenore letterale della norma – costituito dal dovere che tutti gli interessi menzionati siano, paritariamente o in ordine gerarchico, valutati. Pertanto, la prescrizione contenuta nella disposizione comunitaria in esame, da un lato, recepisce la regola di *soft law* contenuta nella *Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency* (novembre 2013) dell'Uncitral<sup>27</sup>, dove si prevede che *in the period approaching insolvency* i gestori debbano tutelare gli interessi dei creditori, «modificando le prassi gestorie per tenere in considerazione gli interessi di questi ultimi»; dall'altro, sembra richiamare quella tesi che intende *lo shift of fiduciary duties in the vicinity of insolvency* non, in modo assoluto, come attribuzione di un rango prioritario e prevalente al solo interesse dei creditori, soppiantando quello dei soci, ma, in modo più elastico, come necessità di considerare l'interesse dei creditori elemento di valutazione nella gestione della società al pari di – o in subordine a o a preferenza di – quello dei soci<sup>28</sup>.

<sup>23</sup> F. BRIZZI, *op. cit.*, 37 ss.

<sup>24</sup> Si tratta di prospettiva che è stata sostenuta in relazione ai doveri degli amministratori di una società in crisi da parte della dottrina nord-americana: v. F. BRIZZI, *op. cit.*, 37 e nt. 88; M.M. BLAIR-L. STOUT, *op. cit.*, 409 ss. Nel senso dell'indirizzamento dei doveri degli amministratori verso l'*entity maximization in the vicinity of insolvency* v. il *leading case* Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe communication corp. Sull'impostazione *interessenpluralistischen* della versione finale dell'art. 19, lett. a) della direttiva v. C.H. SEIBT-A. VON TREUFELD, *op. cit.*, 1193.

<sup>25</sup> V. l'*Impact Assessment* della Commissione, 2016, 25.

<sup>26</sup> S.C. HENRIQUES, *op. cit.*, 56; S. KORCH, *op. cit.*, 1059; G. WABL, *op. cit.*, 60. Nel senso del testo v. anche il *Begründung im RegE SanInsFOG* (sul quale v. oltre), 99 ss. Sottolinea la scarsa capacità della direttiva di determinare l'omogeneizzazione dei diversi ordinamenti nazionali G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 726.

<sup>27</sup> V. [www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/Leg-Guide-Insol-Part4-ebook-E.pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/Leg-Guide-Insol-Part4-ebook-E.pdf).

<sup>28</sup> A. KEAY, *Directors' Duties*, cit., 454 ss. Ma per diverse ricostruzioni della dottrina dello *shift of fidu-*



D'altro canto, l'art. 19, lett. *a*) della direttiva detta una previsione avente l'effetto di *imporre* ai gestori di ponderare gli interessi ivi elencati, ulteriori a quelli dei soci, così recependo l'impostazione propria degli ordinamenti europei nei quali gli amministratori *devono* tener conto degli interessi dei non azionisti, che diverge da quella diffusa negli Stati federati *USA* dove invece siffatta ponderazione costituisce una mera facoltà dei gestori. Ciò nonostante, la differente impostazione non viene ritenuta da taluno foriera di conseguenze pratiche, posto che la ponderazione degli interessi verso il quale indirizzare le scelte gestorie deve considerarsi coperta dalla *business judgement rule*<sup>29</sup>. In verità, però, tale conclusione non sembra incontrovertibile: il divieto di *second-guessing* impedisce al giudice di sindacare l'equilibrio fra i diversi interessi che i gestori pongono a fondamento di un a loro scelta – ossia il merito di quest'ultima – non il processo di formazione della medesima che, qualora sia doverosa la ponderazione di plurimi interessi, dovrà necessariamente comprendere anche un'adeguata istruttoria in merito agli stessi.

Infine, la norma in esame appare di incerto significato per quanto riguarda la determinazione del contenuto del dovere imposto agli amministratori. Essa prescrive di «tenere debitamente conto» («to have due regard» nella versione inglese) degli interessi elencati. Al riguardo occorre comprendere se tale espressione – che si allinea alla *S. 172 Companies Act UK* e al nuovo art. 1833, comma 2, *code civil*, come riformato dalla *Loi Pacte* – equivalga a imporre ai gestori un contemperamento ovvero un bilanciamento fra i diversi interessi (dei soci e degli *stakeholders*) coinvolti nella decisione da assumere. In verità, non sembra che il dovere di prendere in considerazione una pluralità di interessi – consistente, verosimilmente, nel tenerne conto nel processo di formazione di una data decisione – comprenda anche il dovere di contemperarli, ossia di assumere una decisione che ne costituisca la sintesi o il punto di equilibrio<sup>30</sup>. Del resto, questa interpretazione dell'art. 19, lett. *a*) della direttiva sembra quella più coerente con la già menzionata volontà del legislatore comunitario di accordare agli Stati membri la possibilità di scegliere – in sede di recepimento – fra la previsione di un gerarchia dei diversi interessi coinvolti nella crisi della società, rispetto alla quale sarebbe compatibile il dovere di tenere conto anche degli interessi subordinati a quello prioritario, o, in alternativa, di un dovere di mediare (o di contemperare o di bilanciare) fra le diverse istanze dei creditori e dei soci, allora precludendo che uno dei due interessi prevalga rispetto all'altro.

---

*ciary duties v. Re HLC Environmental Projects Ltd* [2013] EWHC 2876 (Ch) at 92 che assume la priorità dell'interesse dei creditori *in the vicinity of insolvency*; *Re MDA Investment Management Ltd* [2004] 1 B.C.L.C. 217 at 245, dove si afferma che i gestori devono considerare l'interesse dei creditori in aggiunta a quello dei soci. Per una ricostruzione analoga a quella proposta nel testo dell'art. 19, lett. *a*) della direttiva v. C.H. SEIBT-A.V. TREUNFELD, *op. cit.*, 1193.

<sup>29</sup> L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *op. cit.*, 20; rapporto Assonime, *cit.*, 32.

<sup>30</sup> U. TOMBARI, «Potere», *cit.*, 80 ss. il quale sostiene che «contemperare» è sinonimo di «bilanciare»: entrambi significano «trattare su uno stesso piano» due obiettivi. Ma nel senso di ricavare dall'art. 19 un dovere di bilanciare i diversi interessi menzionati potrebbe essere valorizzato il considerando 3, per cui «Nei quadri di ristrutturazione i diritti di tutte le parti coinvolte, compresi i lavoratori, dovrebbero essere tutelati in modo equilibrato» (v. V. MINERVINI, *op. cit.*, 16).

3. *Il recepimento dell'art. 19, lett. a) della direttiva negli ordinamenti nazionali.* – È noto che gli Stati membri sono vincolati a convertire le direttive comunitarie rispettando i canoni della trasparenza e della certezza giuridica<sup>31</sup>.

Ciò posto, si prospetta la questione se l'ordinamento italiano attuale – dove non sussiste un dato normativo dirimente: circostanza che alimenta un ampio dibattito dottrinario sull'argomento<sup>32</sup> – sia già da ritenere *compliant*, in materia di scopo del potere gestorio nella *twilight zone*, con il nuovo precetto della direttiva. Al riguardo, prima di esaminare il dato normativo interno, pare utile qualche considerazione di diritto comparato.

Al quesito appena menzionato la dottrina tedesca – che si confronta con un sistema normativo assimilabile a quello italiano, in quanto i §§ 76 e 93 dell'*Aktiengesetz* non chiariscono quali interessi gli amministratori siano tenuti a privilegiare o a bilanciare in situazione di crisi – ha fornito la seguente risposta: non sussisterebbe alcuna contraddizione fra l'ordinamento tedesco, nel quale la (prevalente) concezione “pluralistica” dell'interesse sociale (inteso come bilanciamento degli interessi dei soci e degli *stakeholders*) si contrappone a quella del “moderater shareholder value” (che privilegia l'interesse dei soci, ma non pretermette quello dei creditori), e l'art. 19, lett. a) della direttiva UE, poiché la *ratio* della disposizione comunitaria non è quella di imporre né una gerarchia tra i plurimi interessi che devono essere tenuti in debita considerazione, né, d'altro canto, un equilibrato bilanciamento di interessi distinti, lasciando al riguardo una scelta discrezionale agli Stati membri. Cosicché si ritiene compatibile con il doveroso recepimento della normativa comunitaria sia la prima che la seconda delle ricostruzioni alternative prospettate dello scopo della società.

Non sembra potersi condividere, tuttavia, la letteratura tedesca laddove arriva a sostenere che il precetto aperto di cui all'art. 19, lett. a) della direttiva autorizzerebbe addirittura le singole legislazioni nazionali ad astenersi dal normare la materia in questione, rimettendola all'elaborazione della dottrina e della giurisprudenza<sup>33</sup>. La mancata presa di posizione da parte dei legislatori nazionali sembra contrastare infatti con la funzione di armonizzazione – richiamata, fra l'altro, dalla stessa direttiva al considerando n. 8 – dei diversi ordinamenti nel campo della ristrutturazione propria della normativa comunitaria, oltre che con il precetto sinora esaminato, il quale lascia volutamente un ampio margine di discrezionalità agli Stati membri in sede di attuazione fra l'inserimento di una gerarchia di interessi e l'adozione di una prospettiva *interessenpluralistischen*<sup>34</sup>, ma che comunque sembra imporre di recepire in una prescrizione

<sup>31</sup> Per riferimenti alla giurisprudenza della Corte di giustizia v. S. KORCH, *op. cit.*, 1060 nt. 59.

<sup>32</sup> Almeno, come si dirà oltre, sino all'entrata in vigore del codice della crisi. A livello normativo sulla rilevanza in merito al tema in esame dell'art. 2394 c.c. v. F. BRIZZI, *op. cit.*, 170 ss. e A.M. LUCIANO, *op. cit.*, 63 ss. Sull'influenza in argomento della disciplina relativa alle *società-benefit*, v. U. TOMBARI, *L'organo*, cit., 20 ss.; e su quella della responsabilità sociale dell'impresa v. da ultimo V. CALANDRA BUONAUURA, *L'amministrazione*, cit., 196 e U. TOMBARI, *L'organo*, cit., 20 ss. nt. 10, dove ampi riferimenti.

Nella letteratura italiana sono varieguate le opinioni in merito agli obiettivi dell'agire gestorio nella società in crisi: privilegia gli interessi dei creditori, fra gli altri, R. SACCHI, *La responsabilità*, cit., 304 ss.; *contra* V. CALANDRA BUONAUURA, *L'amministrazione*, cit., 101 ss.; R. COSTI, *Relazione di sintesi*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 194 ss.; F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, *ibidem*, 38 ss.

<sup>33</sup> V. per la dottrina tedesca, affrontando un problema analogo a quello prospettato nel testo, S. KORCH, *op. cit.*, 1060.

<sup>34</sup> G. WABL, *op. cit.*, 60.

normativa una delle due possibili alternative. D'altro canto, la permanenza di una situazione di incertezza circa la valutazione dei diversi interessi concorrenti nell'ambito della gestione della crisi influenzerebbe anche l'applicazione del principio affermato nella lett. c) dell'art. 19 della direttiva, il quale ha una portata precettiva che si interseca con la prescrizione sinora presa in esame.

Va infine rilevato in proposito che la scelta compiuta dal legislatore tedesco in ordine al recepimento dell'art. 19, lett. a) della direttiva è stata, in concreto, quella di dettare una specifica disposizione circa gli interessi verso i quali deve essere orientato il potere gestorio in situazione di crisi della società. Infatti, il § 2, Abs. 1, S. 1 del recente provvedimento normativo denominato *SanInsFoG*<sup>35</sup> prescriveva, prima della sua definitiva entrata in vigore il 1° gennaio 2021, che all'insorgere di una situazione di *drohenden Zahlungsunfähigkeit* – presupposto ai sensi del § 18 *InsO* dell'apertura dell'*Insolvenzverfahren* e sostanzialmente equiparabile allo stato di crisi<sup>36</sup> – gli amministratori dovessero tutelare l'interesse dei creditori. Stando a quanto affermava la relazione di accompagnamento alla novella, la nuova disposizione non introduceva, tuttavia, un radicale *shift* rispetto all'obiettivo del potere di gestione della società in stato di crisi, implicante il riconoscimento all'interesse dei creditori di un rango prioritario, come la direttiva ammette, ma non impone: si precisava, infatti, che scopo del legislatore non era quello di imporre un assoluto *Vorrang* dell'interesse dei creditori. I gestori dovevano comunque considerare – sempre in linea con la previsione dell'art. 19, lett. a) – anche l'interesse dei soci (§ 2, Abs. 4), salvo dover far prevalere la tutela dell'interesse dei creditori in caso di conflitto con quello dei soci<sup>37</sup>.

Tuttavia, tanto il menzionato § 2 quanto il successivo § 3 *SanInsFoG* sono stati eliminati immediatamente prima dell'entrata in vigore del nuovo atto normativo. Al riguardo, nella definitiva versione della relazione di accompagnamento si adduce a giustificazione della cancellazione che le relative previsioni sarebbero risultate non facilmente conciliabili con i *Sanierungspflichten* derivanti dal diritto societario<sup>38</sup>.

4. (Segue): *ulteriori considerazioni in merito all'ordinamento italiano*. – La questione sinora discussa assume rilevanza a fronte delle novità introdotte dal codice della crisi e dell'insolvenza, che, nell'ambito dei principi generali, prescrive il dovere del debitore – e dunque, qualora quest'ultimo abbia forma societaria, degli amministratori – di «gestire il

<sup>35</sup> La Germania ha recepito la direttiva *insolvency* con l'*Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz)* approvato il 14 ottobre 2020 ed entrato in vigore il 1° gennaio 2021 ([https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Fortentwicklung\\_Insolvenzrecht.html](https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Fortentwicklung_Insolvenzrecht.html)).

<sup>36</sup> Per l'assimilazione indicata nel testo v. F. BRIZZI, *op. cit.*, 263, nota 310.

<sup>37</sup> Sul § 2 del *SanInsFoG* v. M. BRINKMANN, *Die Haftung der Geschäftsleiter in der Krise nach dem Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (SanInsFoG)*, in ZIP, 2020, 2361 ss. e T. KUNTZ, §§ 2, 3 *StARUG-E: Gesetzlich verordnete bad corporate governance*, *ibidem*, 2423 ss. e *Begründung im RegE SanInsFoG*, sub § 2; C.H. SEIBT-G.M. BULGRIN, *Entwurf zum Unternehmensstabilisierungs- und Restrukturierungsgesetz (StARUG) – Kritische Analyse aus gesellschaftsrechtlicher Sicht*, in DB, 2010, 2230 ss.

<sup>38</sup> *Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zum RegE SanInsFoG*, BT-Drucks. 19/25353, 6; P. SCHOLZ, *Die Krisenpflichten von Geschäftleitern nach Inkrafttreten des StARUG*, in ZIP, 2021, 219.

patrimonio o l'impresa durante i procedimenti nell'interesse prioritario dei creditori» (art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i.)<sup>39</sup>.

La disposizione ha già suscitato interpretazioni contrastanti sul tema del *triggering point* della modifica degli obiettivi e dei criteri della gestione rispetto alla fase fisiologica di esercizio dell'attività d'impresa<sup>40</sup>.

Parte della dottrina ritiene, infatti, che, poiché il vincolo teleologico coincidente con l'interesse prevalente dei creditori è imposto «durante i procedimenti», la previsione in esame dovrebbe essere interpretata *a contrario* nel senso che, al di fuori di tale contesto – ossia prima dell'apertura di una procedura –, la gerarchia degli interessi così delineata non troverebbe applicazione: per cui l'interesse creditorio non prevarrebbe, nonostante l'esistenza di una situazione di crisi<sup>41</sup>. Una diversa tesi interpreta invece la norma in modo antitetico, proponendone una lettura estensiva: valorizzando l'art. 2086 c.c., che impone agli amministratori di adottare e attuare senza indugio in situazione di crisi gli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento di quest'ultima, si ritiene plausibile prospettare una ricostruzione del combinato disposto dell'art. 2086 c.c. e 4, comma 2, lett. c), c.c.i., secondo la quale il dovere di agire nell'interesse primario dei creditori troverebbe applicazione anche *prima dell'avvio di una procedura*, sul semplice presupposto della rilevazione della crisi<sup>42</sup>.

Al proposito, la regola prevista dall'art. 19 della direttiva sembra apportare un contributo chiarificatore in quanto, da un lato, essa individua nella sussistenza della probabilità di insolvenza il momento a partire dal quale gli amministratori devono «tenere debitamente conto [de]gli interessi dei creditori»<sup>43</sup>; e, dall'altro, l'art. 2, comma 2, della direttiva rimanda per la nozione di probabilità di insolvenza alle definizioni del diritto nazionale. Com'è noto, nel codice della crisi la probabilità di insolvenza coincide

<sup>39</sup> Sulla norma citata nel testo e, più in generale, sulle disposizioni che alludono alle finalità delle procedure nel nuovo codice della crisi v. G. D'ATTORRE, *La formulazione legislativa dei principi generali nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 255 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 709 ss. La norma trova una parziale corrispondenza in quanto previsto nel *SanInsFoG* tedesco ai §§ 32, *Abs.* 1, e 43, *Abs.* 1, S. 1, nei quali il dovere di tutelare l'interesse della generalità dei creditori presuppone che la società si trovi in una *Restrukturierungssache* (concetto non definito dal menzionato atto normativo e sulla ricostruzione del quale v. P. SCHOLZ, *op. cit.*, 223 ss.).

<sup>40</sup> G. WABL, *op. cit.*, 50 ss.; A. KEAY, *The Shifting*, cit., 151 ss. ove ampi riferimenti all'elaborazione giurisprudenziale; nel nostro ordinamento il problema è toccato da A. ROSSI, *Dalla crisi tipica ex CCI alle persistenti alterazioni delle regole di azione degli organi sociali nelle situazioni di crisi atipica*, su *ilcaso.it*, 11 gennaio 2019, 15 ss.; con riferimento alla proposta sui quadri di ristrutturazione preventiva, G. STRAMPELLI, *Verso una disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 647; AA.VV., *Comments to the proposal for Directive*, su *codire.uematerials*, 2018, 10 ss.

<sup>41</sup> L. PANZANI, *I doveri delle parti*, su *dirittodellacrisi.it*, 14 settembre 2022, 15 ss., il quale precisa che i «procedimenti» menzionati nella norma citata sono quelli a cui fa riferimento il comma 1 della stessa (i «procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza» da tenere distinti dalle trattative e dalla composizione negoziata, non richiamate al comma 2, lett. c) dell'art. 4) ossia quelli regolati agli artt. 40 ss. c.c.i.; A. ROSSI, *op. cit.*, 16; E. BARCELLONA, *op. cit.*, 131 ss.; S. AMBROSINI, *Appunti sui doveri degli amministratori di S.p.a. e sulle azioni di responsabilità alla luce del Codice della crisi e della "miniriforma" del 2021*, su *ilcaso.it*, 23 novembre 2021, 21.

<sup>42</sup> M. FABIANI, *La regola della par condicio creditorum all'esterno di una procedura di concorso*, in *Fallimento*, 2020, 333 ss.; M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1167 ss.

<sup>43</sup> Tale determinazione temporale è criticata da G. STRAMPELLI, *Verso una disciplina*, cit., 647; AA.VV., *Comments*, cit.

con la nozione di crisi. Ne deriva che il recepimento della norma comunitaria nell'ordinamento interno presuppone che venga introdotta una regola che imponga agli amministratori di attribuire rilevanza anche all'interesse dei creditori *sin dal momento della rilevazione di una situazione di crisi, a prescindere dalla formale apertura di una procedura di regolazione della stessa*. In definitiva, l'impostazione propria dell'art. 19 della direttiva appare tributaria della riflessione della giurisprudenza teorica e pratica (soprattutto di *common law*) sullo *shifting of duties*, nella quale il reindirizzamento della funzione gestoria non è subordinato a un presupposto formale – quale potrebbe essere, nella prospettiva che sembra recepita dal nuovo ordinamento concorsuale, l'apertura di una procedura (liquidatoria, concordataria) per regolare la crisi –, bensì fattuale e dotato di un notevole margine di elasticità (se non di incertezza)<sup>44</sup>.

Quanto sinora rilevato non implica, tuttavia, che il nostro ordinamento vada considerato non conforme alla direttiva in punto di doveri degli amministratori della società in crisi, nonostante si interpreti letteralmente l'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i.

Accanto a quest'ultimo si deve infatti considerare la centralità che nella letteratura più recente va assumendo – come accennato – l'art. 2394 c.c., dal quale viene ricavato il dovere specifico per i gestori di conservare l'integrità del patrimonio sociale – così realizzandosi l'interesse dei creditori tramite un adeguato bilanciamento con quello lucrativo dei soci – in ogni momento della vita dell'impresa, pur in assenza di segnali di crisi<sup>45</sup>. Aggiungasi che, laddove si siano realizzate perdite rilevanti del capitale sociale, la gestione dovrà essere di tipo conservativo ai sensi dell'art. 2486 c.c., proprio a tutela dell'interesse del ceto dei creditori<sup>46</sup>. Dunque, se si condivide tale ricostruzione, il nostro ordinamento comprende l'art. 2394 c.c., che onera gli amministratori a effettuare una costante mediazione fra l'interesse dei soci e quello dei creditori durante l'intero corso della vita della società; e, anche l'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i., che impone di attribuire rango prioritario all'interesse creditorio nei procedimenti di regolazione della crisi (anche a prescindere dalla sussistenza dell'insolvenza). Ne risulta, allora, un sistema giuridico dal quale si ricava un dovere di tenere conto degli interessi dei creditori dotato di portata applicativa *più ampia* – perché imposto già nella gestione della società *in bonis* – di quello prescritto dall'art. 19 della direttiva e, per ciò, con esso congruente.

<sup>44</sup> Per le variegate espressioni utilizzate al riguardo dalla giurisprudenza anglo-sassone v. A. KEAY, *The Shifting*, cit., 151 ss.; G. WABL, *op. cit.*, 50 ss. Pienamente consonante con l'impostazione della direttiva *insolvency* era la previsione del § 2, Abs. 1, *StaRUG*, ai sensi del quale il dovere di tutelare l'interesse dei creditori scatta a carico dei gestori a fronte della situazione di *Drohende Zahlungsunfähigkeit*, a prescindere dal fatto che sia già stato posto in essere o meno uno degli strumenti per la soluzione della crisi di cui al § 29 (C. THOLE, *Der Entwurf des Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetzes (StaRUG-RefE)*, in *ZIP*, 2020, 1987).

<sup>45</sup> A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Disciplina delle crisi*, cit., 9; R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1285; L. PANZANI, *op. ult. cit.*, 20 ss., che sottolinea come il c.c.i. non regoli la gestione dell'impresa fuori dai procedimenti di cui all'art. 4, comma 1 e fuori dalla composizione negoziata; A. ROSSI, *op. cit.*, 16 ss.; A.M. LUCIANO, *op. cit.*, 68, nonché la tesi di dottorato di G. MUSARDO, *La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.A.*, Ph.D. in "Business and Social Law", Università Bocconi, ciclo XXX, 87 ss. del 'pdf' reperibile su *lib.unibocconi.it*. Sul punto v. anche le sempre attuali riflessioni di G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 329; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 100 ss. E sul punto si vedano anche le sempre attuali riflessioni di R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 210.

<sup>46</sup> L. PANZANI, *op. ult. cit.*, 20 ss.

Assumendo la descritta prospettiva, dunque, l'ordinamento nazionale risulterebbe conforme alla disposizione comunitaria in esame<sup>47</sup>.

Maggiori perplessità suscita, al contrario, il quesito sulla conformità al precetto comunitario dell'ordinamento italiano qualora lo si ricostruisca i) ritenendo il potere gestorio funzionalizzato, per regola generale, all'interesse lucrativo dei soci in base all'art. 2247 c.c.<sup>48</sup> e, contemporaneamente ii) privilegiando l'interpretazione *a contrario* del menzionato art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i. – così che la prevalenza dell'interesse dei creditori scatterebbe solo nelle procedure concorsuali –, considerato allora come deroga normativamente prevista della regola generale. Così opinando, infatti, si delineerebbe un sistema giuridico ai sensi del quale mancherebbe il dovere degli amministratori di tenere conto dell'interesse dei creditori oltre che di quello dei soci a fronte della mera sussistenza della crisi, a prescindere dalla formale apertura di una procedura concorsuale, in contrasto con il principio sancito dall'art. 19, lett. a) della direttiva. Tant'è che la dottrina tedesca considera compatibile con quest'ultimo precetto, oltre alla concezione pluralistica dell'interesse sociale – prevalente in Germania – solo quella ricostruzione alternativa dello stesso – e più ampia della nozione di interesse sociale ricavabile dall'art. 2247 c.c. – definita “moderater Shareholder-value-Ansatz”, secondo la quale la gestione della società dovrebbe attribuire rango prioritario al perseguimento dell'interesse degli azionisti, senza tuttavia pretermettere completamente anche gli interessi degli *stakeholders*<sup>49</sup>.

La possibile discrasia dell'ordinamento italiano qualora si privilegi la seconda delle possibili interpretazioni dell'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i. sembra tuttavia superata dal principio introdotto nell'art. 4, comma 5 del d.l. n. 118/2021 (ora trasfuso nell'art. 16, comma 4, c.c.i.), il quale in materia di doveri delle parti della composizione negoziata ha anticipato le previsioni del codice della crisi<sup>50</sup>: la norma prescrive il dovere dell'imprenditore «di gestire il patrimonio e l'impresa senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori»<sup>51</sup>. Tale disposizione detta una regola volta ad attribuire

---

<sup>47</sup> V. quando già sostenuto da P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi*, cit., 77, secondo il quale quando la società versi in situazione di crisi, l'interesse dei creditori integra un limite alla discrezionalità dei suoi amministratori: «la conservazione dell'impresa si configura certamente come interesse al mantenimento dello scopo lucrativo ma nel limite di una migliore protezione dell'interesse dei creditori».

<sup>48</sup> E. BARCELONA, *op. cit.*, 133-134, secondo cui gli amministratori non sono tenuti, per il solo effetto della crisi, a osservare il dovere di diligenza tenendo necessariamente conto dell'interesse dei creditori.

<sup>49</sup> S. KORCH, *op. cit.*, 1056.

<sup>50</sup> L. PANZANI, *Il D.L. “Pagni” ovvero la lezione (positiva) del covid*, su *dirittodellacrisi.it*, 25 agosto 2021, 16 ss.

<sup>51</sup> Non del tutto coerenti con il recepimento del dettato della disposizione eurocomunitaria in esame vanno invece considerate le due prescrizioni fissate dall'art. 21, comma 1, c.c.i. (già art. 9, comma 1, d.l.) – come emendato in sede di conversione –, dove si dispone che l'imprenditore gestisce l'impresa, se in stato di crisi, in modo da evitare pregiudizio per la continuità economico-finanziaria della stessa e, se in stato di insolvenza reversibile, nel prevalente interesse dei creditori. Quest'ultima prescrizione, infatti, impone la considerazione prevalente dell'interesse dei creditori, ma solo al ricorrere dell'insolvenza, quindi in presenza di una situazione patologica più grave della mera insolvenza probabile previsto come presupposto applicativo dell'art. 19; quella relativa allo stato di crisi (coincidente con la probabilità di insolvenza) impone invece il vincolo della conservazione della continuità aziendale, la quale però – come noto – non sempre è nell'interesse dei creditori (come dimostrava la puntualizzazione di cui all'art. 87, comma 1, lett. f), c.c.i. per cui la meritevolezza del concordato che preveda il *going concern* dell'impresa ricorre solo a condizione che esso garantisca il miglior soddisfacimento dei creditori (norma sostituita tuttavia dal nuovo comma 2 dell'art. 87 del c.c.i. nella versione definitivamente entrata in vigore): L. STANGHELLINI, *Il concordato in*

rilevanza alla tutela dell'interesse dei creditori rispetto alle scelte gestorie. In quanto riferito alla composizione negoziata il dovere menzionato scatta – traducendosi in un vincolo alla gestione dell'impresa – a fronte della sussistenza dell'insolvenza (reversibile), della crisi o addirittura della probabilità di quest'ultima, elevata a presupposto del nuovo strumento negoziale all'art. 12, comma 1, c.c.i. (già art. 2, comma 1, d.l.)<sup>52</sup>. Sotto questo profilo allora l'ordinamento italiano può dirsi, per un verso, conforme (se non addirittura più avanzato rispetto<sup>53</sup>) alla prescrizione dell'art. 19, lett. a) della direttiva che impone – come detto – la considerazione – nell'accezione ampia sopra individuata – degli interessi dei creditori al ricorrere di un presupposto fattuale – la crisi o la precisi – a prescindere dalla formale apertura di una procedura concorsuale. Anche se, per altro verso, non può essere trascurata la differenza per cui mentre la novella del 2021 vincola la gestione alla considerazione degli interessi dei creditori *solo nel contesto della composizione negoziata* – che pure non è pacificamente una procedura concorsuale –, la regola comunitaria pone un precetto di portata generale<sup>54</sup>.

Infine, quest'ultima ricostruzione, pur consentendo comunque di considerare l'ordinamento nazionale vigente coerente con l'art. 19, lett. a) della direttiva *insolvency*, perviene a individuare un obiettivo della funzione gestoria della società in crisi del tutto differente da quello prospettato invece dalla tesi che ritiene applicabile l'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i. anche al di fuori delle procedure: all'art. 16, comma 5, c.c.i. sembra sottesa una prospettiva *interessenpluralistischen* che impone agli amministratori di considerare l'interesse dei creditori, bilanciandolo con quello pari ordinato dei soci; al contrario l'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i. è chiaro nello statuire una prevalenza dell'interesse dei primi rispetto ai secondi.

5. *Rilievi conclusivi sulla disciplina comunitaria relativa all'obiettivo del potere gestorio nella società in crisi.* – Si è rilevato che l'art. 19 della direttiva *insolvency* non pone un vincolo rigido agli Stati membri in ordine all'individuazione dell'interesse al

---

*continuità aziendale*, in *Società, banche*, cit., 3, 3102 ss.; da ultimo L. DELLA TOMMASINA, *La continuità aziendale nei concordati*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 342).

<sup>52</sup> Com'è noto il riferimento all'insolvenza è stato eliminato in sede di conversione del d.l. in quanto tale concetto si intende già compreso in quello di crisi. Sui presupposti oggettivi della composizione negoziata v. S. AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, su *ilcaso.it*, 23 agosto 2021.

<sup>53</sup> Afferma che il d.l. n. 118/2021 prevede un trattamento anticipato della crisi rispetto a quanto previsto dalla direttiva *insolvency* e dal codice della crisi – ossia «un'allerta precocissima» – V. MINERVINI, *La "composizione negoziata"*, cit. La norma relativa ai doveri gestori nella composizione negoziata sembra idonea ad avallare l'interpretazione più ampia (sopra rappresentata) dell'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i., nel senso che il dovere lì prescritto può ritenersi applicabile anche in «procedimenti» che non costituiscano procedure concorsuali, qual è appunto la composizione negoziata.

<sup>54</sup> S. AMBROSINI, *Appunti*, cit., 17 rileva però che alle previsioni in materia di doveri degli amministratori nella composizione negoziata potrebbe attribuirsi una valenza più ampia, che conduce a interrogarsi in ordine alla loro potenziale portata sistematica, travalicante i confini dell'istituto nel cui ambito esse sono contenute; interpreta invece in senso più stringente le norme sui doveri gestori comprese nell'ambito della disciplina della composizione negoziata L. PANZANI, *op. ult. cit.*, 20 ss.

Non pienamente consonante con l'art. 19 della direttiva è invece l'art. 9, comma 1, d.l. il quale prescrive il dovere di gestire l'impresa in stato di insolvenza, seppur reversibile, nel prevalente interesse dei creditori: mentre ai sensi della norma nazionale gli amministratori di società sono tenuti a perseguire l'interesse prevalente dei creditori solo al cospetto di uno stato d'insolvenza, ancorché reversibile, la norma comunitaria impone la considerazione dei loro interessi già in situazione di probabilità di insolvenza (coincidente con la crisi: sul punto v. S. AMROSINI, *op. loc. ultt. citt.*).

perseguimento del quale la funzione gestoria deve essere indirizzata in situazione di crisi. La norma comunitaria ammette come possibile alternativa alla previsione di un ordine gerarchico fra l'interesse dei soci e quello degli altri *stakeholders*, l'introduzione del dovere degli amministratori di procedere, in un'ottica pluralistica, a mediare fra le diverse istanze degli uni e degli altri<sup>55</sup>.

Quest'ultima opzione è coerente con la tendenza – che va diffondendosi negli ordinamenti europei e nella riflessione nazionale e sovranazionale in materia<sup>56</sup> –, da un lato, verso il superamento della teoria dello/a *shareholders value/primacy* e, dall'altro, verso l'accoglimento di una concezione pluralistica dell'obiettivo del potere gestorio, implicante un equilibrato contemperamento dei plurimi interessi coinvolti nell'attività d'impresa. Può quindi presumersi che tale opzione sarà privilegiata in sede di recepimento del precetto dell'art. 19, lett. a) della direttiva negli ordinamenti nazionali – come del resto era emerso anche dai primi commenti al § 2, *Abs.* 1, *S.* 1 e *Abs.* 4, *SanIn-sFoG* – oppure di interpretazione degli stessi qualora vengano considerati già *compliant* con il principio eurocomunitario a prescindere dall'introduzione di una norma recepimento *ad hoc*<sup>57</sup>. Questa considerazione rende tuttavia opportuno evidenziare alcune criticità insite nel superamento del paradigma dello *shareholder value*, che possono indurre a riconsiderare la recente, diffusa inclinazione ad assumere una concezione pluralistica dell'interesse al perseguimento del quale deve essere funzionalizzato il potere gestorio<sup>58</sup>.

La c.d. *stakeholders theory*, che impone ai gestori di contemperare gli interessi ulteriori rispetto a quello dei soci coinvolti nell'esercizio dell'attività d'impresa, comporta elevati costi transattivi e di agenzia cagionati «dalla mancanza di qualsiasi criterio affidabile per ordinare gerarchicamente le preferenze dei soci e quelle degli *stakeholders*, nonché le preferenze dei diversi gruppi di *stakeholders*». Più specificamente, tale teoria genera un'elevata incertezza giuridica, e, come corollario, oltre l'incremento dei costi transattivi, anche la possibilità di *giustificare qualunque scelta*, richiamandosi al van-

---

<sup>55</sup> La soluzione aperta rispetto agli interessi al perseguimento dei quali deve essere diretta la funzione gestoria a fronte di una probabilità di insolvenza prospettata dalla direttiva sembra realizzare, limitatamente al diritto della crisi, quel «paradigma organizzativo “funzionalmente orientabile”» di cui si auspica l'introduzione per le società per azioni di diritto comune in un recente volume: U. TOMBARI, “Potere”, cit., 107. Con l'unica differenza che la facoltà di scelta in merito all'obiettivo dell'organizzazione è rimessa dalla direttiva non ai soci, ma ai legislatori nazionali in sede di recepimento della norma comunitaria.

<sup>56</sup> V. in argomento la ricostruzione dell'interesse sociale sostenuta dalla dottrina tedesca dominante e quella che pare emergere dall'ordinamento UK (v. sopra, in nota); la recente modifica dell'art. 1833 *code civil* introdotta dalla *Loi Pacte* in Francia; la presa di posizione sulla concezione dell'interesse sociale nello *Statement on the purpose of a corporation* della *Business Roundtable*, cit. V. anche G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale*, cit., 60 ss.

<sup>57</sup> Si sono orientati verso tale soluzione relativamente all'adeguamento all'art. 19, lett. a) della direttiva non soltanto, come detto, l'ordinamento tedesco, ma pure l'Olanda (nel quale non vi è una norma *ad hoc* nel WHOA (in inglese: *Act on the Confirmation of Private Plans* che ha modificato la legge fallimentare vigente dal gennaio 2021)) e la Spagna (dove l'*Anteproyecto de Ley de reforma del texto refundido de la Ley Concursal*, del 14 gennaio 2022 (volto ad adeguare la *Ley concursal* alla direttiva *insolvency*: novella definitivamente approvata il 5 settembre 2022 e destinata a entrare in vigore il 26 settembre 2022)) afferma (p. 27) che la normativa vigente già comprende previsioni idonee a dare attuazione all'art. 19 dir.

<sup>58</sup> Oltre a quanto indicato alla nota precedente, v. nella nostra letteratura, fra gli interventi più recenti, P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 43; C. ANGELICI, “Potere”, cit. 4; U. TOMBARI, “Potere”, cit., 98 ss. e 104 ss.; M. STELLA RICHTER, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.



taggio ora dell'uno, ora dell'altro gruppo di *stakeholders* con il conseguente pericolo di condotte opportunistiche e aumento dei costi di agenzia<sup>59</sup>.

In primo luogo, l'imposizione agli amministratori di pervenire a un equilibrato bilanciamento degli interessi coinvolti nell'esercizio dell'impresa può generare insolubili conflitti di interessi a discapito dell'efficienza decisionale dell'organo gestorio a fronte di scelte che non risultino Pareto-efficienti contemporaneamente sia per i soci sia per i creditori<sup>60</sup>. Evenienza suscettibile di realizzarsi assai di rado in situazione di crisi della società, poiché mentre la tutela dell'interesse dei creditori si realizza in tale contesto, di regola, tramite una domanda in proprio di avvio di una procedura concorsuale o tramite la presentazione di un piano di ristrutturazione rispondente al *best interest test*; la protezione dell'interesse dei soci alla conservazione del valore dell'investimento compiuto si realizza solitamente evitando l'avvio di una procedura liquidatoria o anche volta alla ristrutturazione della società<sup>61</sup>.

Inoltre, la difficoltà di individuare un equilibrato bilanciamento di istanze potenzialmente divergenti, potrebbe indurre gli amministratori a compiere scelte eccessivamente prudentziali al fine di non pregiudicare gli interessi di alcuna categoria di *stakeholders*<sup>62</sup>.

Nella medesima prospettiva, va aggiunto che i creditori non costituiscono una categoria omogenea quanto agli interessi da costoro vantati rispetto alle decisioni gestorie, a differenza di ciò che è stato sostenuto per i soci nella prospettiva della massimizzazione del valore delle rispettive partecipazioni<sup>63</sup>: i creditori prelatizi non hanno alcun interesse rispetto all'obiettivo della gestione dell'impresa, giacché titolari del diritto di essere pagati a preferenza di qualunque altro creditore (e dunque, verosimilmente, a prescindere dai risultati dell'esercizio dell'impresa); i creditori chirografari hanno

<sup>59</sup> M. MAUGERI, "Pluralismo" e "monismo" nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in *Rivista ODC*, 2019, 639 ss. (al quale appartiene il virgolettato); R. BARONDES, *Fiduciary Duties of Officers and Directors of Distressed Corporations*, in 7 *Geo. Mason L. Rev.*, 1998, 72; R.B. CAMPBELL-C.W. FROST, *op. cit.*, 504; J.C. LIPSON, *op. cit.*, 1206; R. MORRIS, *Directors' Duties in Nearly Insolvent Corporations: A Comment on Credit Lyonnais*, in 19 *J. Corp. L.*, 1993, 67; B. NICHOLSON, *Recent Delaware Case Law Regarding Directors Duties to Bondholders*, in 19 *Del. J. Corp. L.*, 1994, 575; A.D. SHAFFER, *Corporate Fiduciary – Insolvent: The Fiduciary Relationship Your Corporate Law Professor (Should Have) Warned You About LL.M. Thesis*, in 8 *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 2000, 512 ss.

<sup>60</sup> S. BAINBRIDGE, *Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in 1 *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, 335 ss., che parla di «two masters issue», nel senso che la prospettiva *interesten-pluralistischen* non fornisce uno *standard* preciso e chiaro di decisione ai gestori allorché i plurimi interessi da ponderare siano fra loro in conflitto, ponendo costoro di fronte alla pratica impossibilità di assumere delle scelte; N. VEASEY-C.T. DI GUGLIELMO, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance From 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments*, in 153 *U. Pa. L. Rev.*, 2005, 1431 («The obvious tension between the interests of creditors and those of stockholders is palpable and a vexing challenge for directors»).

<sup>61</sup> S. SMID, *Après nous le déluge, oder doch: Pflichtenstellung von Unternehmensleitung und Berater im künftigen Restrukturierungsverfahren*, in *ZInsO*, 2019, 2081 ss.

<sup>62</sup> G. STRAMPELLI, *La disciplina*, cit., 754; C.A. HILL-A.M. PACCES, *The Neglected Role of Justification under Uncertainty in Corporate Governance and Finance*, in *Annals of Corporate Governance*, 2018, 276 ss.

<sup>63</sup> Per la pluralità degli interessi dei creditori M. FABIANI, *Imprese in crisi e complessità degli interessi tutelabili*, su *dirittodellacrisi.it*, 27 agosto 2021. Sull'interesse dei soci, G.W. DENT, *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, in 35 *Del. J. Corp. L.*, 2010, 97 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Rivista ODC*, 2019, 630; *contra* U. TOMBARI, "Potere", cit., 24 ss.

interesse a una gestione conservativa che minimizzi il rischio di decremento del patrimonio sociale in caso di liquidazione; i creditori subordinati sono portatori dell'interesse – assimilabile a quello dei soci – al perseguimento di una gestione speculativa, il cui rendimento soltanto rende possibile la soddisfazione delle loro pretese. Ne risulta confermata l'incertezza giuridica a cui dà luogo l'imposizione ai gestori del dovere di tenere conto dell'interesse dei creditori nella gestione dell'impresa<sup>64</sup>, non prospettabile, al contrario, a fronte del tradizionale riferimento allo *shareholder value*.

Nella prospettiva dell'incremento dei costi di agenzia, ancora, l'imposizione di uno *standard* di decisione elastico – improntato al bilanciamento degli interessi di più categorie di soggetti – comporta il rischio che gli amministratori siano indotti a perseguire il proprio *self-interest*, giustificandolo con la soddisfazione dell'una o dell'altra categoria di creditori (o di *stakeholders*)<sup>65</sup>.

L'impostazione fatta propria dalla direttiva all'art. 19, infine – nel limitarsi a imporre un obbligo per gli Stati membri di ridefinire lo scopo della società – risulta criticabile sotto un ulteriore punto di vista: come notato, tra la definizione dello scopo della società e la disciplina della sua struttura deve esistere coerenza, sia sul piano pratico sia sul piano teorico, nel senso che è inutile ammettere che la società deve perseguire gli interessi di diverse categorie di *stakeholders* e poi prevedere però che solo una di queste categorie nomina tutti i gestori. «Nessuna sostanziale modifica della situazione attuale degli *stakeholders* non finanziari può essere realizzata modificando semplicemente la definizione legislativa dello scopo, senza intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa. Se li si vuole proteggere davvero, occorre acconciarsi al non facile compito di trovare il modo di dare loro qualche forma di voce in capitolo nelle decisioni relative all'amministrazione della società»<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Il problema indicato nel testo è sollevato anche da V. ROTARU, *The Restructuring Directive: a functional law and economics analysis from a French law perspective*, su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3461716](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3461716), 2019, 52; R. MASLEN-STANNAGE, *Directors' duties to creditors: Walker v Wimborne revisited*, in *Company and Securities Law Journal*, 2013, 76; A. PIETRANCOSTA-S. VERMEILLE, *Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir?*, su [droitcroissancefrance.fr](http://droitcroissancefrance.fr), 7.

<sup>65</sup> S. BAINBRIDGE, *op. cit.*, 335 ss., dove si afferma che «pointing the directors' duties towards the corporate entity or its creditors... threatens to provide just» a *camouflage* del *self-interest of directors*; G. STRAMPELLI, *La disciplina*, cit., 754.

<sup>66</sup> F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 618 e 625; M. MAUGERI, *op. cit.*, 639.

# IL DIRITTO DELLA CRISI ED IL FENOMENO NPL. SPUNTI PER UN'ANALISI\*

di *Luciano Panzani*

SOMMARIO: 1. Il fenomeno NPL e la disciplina regolamentare. – 2. La proposta di Direttiva UE e la regolamentazione del mercato secondario. – 3. NPL e disciplina della crisi d'impresa.

1. *Il fenomeno NPL e la disciplina regolamentare.* – Com'è noto, l'impatto dei crediti deteriorati sui bilanci delle banche e sull'economia in generale ha attratto l'attenzione del mercato e delle Autorità di vigilanza. Si tratta di un fenomeno che in Italia ha raggiunto livelli preoccupanti soprattutto in seguito alla doppia crisi del 2007-2009 e del 2011-2014. Il sistema bancario ha retto relativamente bene alla recessione del 2008-09, causata dal collasso dei mutui subprime statunitensi e dalla crisi dei relativi prodotti di finanza strutturata, verso cui le banche italiane, a differenza di altri intermediari europei, erano poco esposte<sup>1</sup>. Il peggioramento della situazione delle imprese aveva comunque determinato un significativo aumento del tasso di formazione di nuovi crediti deteriorati e della loro consistenza nei bilanci delle banche. La seconda fase ha avuto inizio nella seconda metà del 2011 con la crisi del debito sovrano italiano. Con la nuova recessione la capacità della clientela di ripagare il debito si è ulteriormente ridotta, comportando un nuovo aumento del tasso di formazione di nuovi crediti deteriorati e una ulteriore crescita della loro consistenza.

Successivamente il fenomeno si è ridotto sensibilmente per effetto di interventi di cui in seguito brevemente si dirà, e si è nuovamente acuito anche se in misura minore in conseguenza della crisi pandemica.

Secondo la definizione di Banca d'Italia<sup>2</sup> gli NPL (*non performing loans*) vengono classificati da Banca d'Italia per tipologia di default (2017) in:

- sofferenze, qualificate come esposizioni nei confronti di mutuatari in stato d'insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili;
- inadempienze probabili (*unlikely to pay* – UTP), esposizioni per le quali la banca ritiene probabile che il mutuatario non sarà in grado di ripagare integralmente il prestito, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie;

---

\* Il presente scritto rappresenta la rielaborazione ed aggiornamento della presentazione della ricerca diretta dall'A. sul fenomeno NPL nell'ambito dell'Osservatorio Eurispes Banca, Finanza, Assicurazioni, in corso di pubblicazione.

<sup>1</sup> Riprendiamo l'analisi di BANCA D'ITALIA, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans – NPLs) del sistema bancario italiano*, 5 giugno 2017.

<sup>2</sup> BANCA D'ITALIA, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans – NPLs) del sistema bancario italiano*, cit. Prescindiamo qui da ogni riferimento alla normativa prudenziale a livello europeo.

– finanziamenti scaduti e/o sconfinanti, che sono scadute o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza.

Com'è noto, la classificazione in default di un'esposizione creditizia genera ricadute sui requisiti patrimoniali delle banche anche per l'interazione con l'approccio c.d. "di calendario" introdotto in Europa per i crediti deteriorati, che ne comporta una progressiva svalutazione. È utile ricordare<sup>3</sup> che esistono due misure distinte in materia: quella disegnata dalla Commissione Europea e inserita nel Regolamento CRR il 25 aprile 2019, nota come backstop prudenziale<sup>4</sup>, e quella prevista dalla BCE, nota come Addendum<sup>5</sup>. Il backstop prudenziale è una norma primaria vincolante per tutte le banche dell'Unione europea. L'Addendum indica invece le aspettative della BCE nei confronti delle sole banche soggette alla sua vigilanza diretta (banche significative) e ha natura non vincolante. Senza entrare nei dettagli tecnici della disciplina entrambe le misure stabiliscono, ai soli fini prudenziali (e non anche quindi ai fini delle valutazioni di bilancio), percentuali minime di svalutazione delle esposizioni deteriorate, crescenti in funzione degli anni trascorsi dalla loro classificazione come NPL. Al termine di tale periodo le esposizioni deteriorate dovranno quindi risultare interamente svalutate prudenzialmente (vale a dire, completamente coperte da svalutazioni contabili o da capitale regolamentare). Per i crediti assistiti da garanzie la svalutazione al 100 per cento dei nuovi crediti deteriorati è richiesta dopo sette anni dalla classificazione a NPL (nove anni se la garanzia è rappresentata da immobili); per quelli privi di garanzie dopo tre anni.

La finalità di queste misure è di assicurare che gli NPL non si accumulino nei patrimoni delle banche senza adeguate svalutazioni. Si tratta peraltro di una disciplina che incide direttamente sulla capacità del debitore di ottenere ulteriori finanziamenti e rappresenta quindi un'oggettiva limitazione al ricorso al credito bancario per le imprese in difficoltà.

Va peraltro tenuto presente che secondo gli economisti un maggior peso degli NPL sui bilanci delle banche comporta diversi effetti negativi dal punto di vista macroeconomico: a fronte di un aumento degli NPL aumenta il rischio di insolvenza del settore bancario e tende anche a diminuire la profittabilità delle banche (misurata dal *return on equity*, ROE). Le banche diventano più riluttanti a concedere prestiti a famiglie e imprese e aumentano i tassi d'interesse su tali prestiti, innalzando così il costo del servizio del debito per i mutuatari. La differenza tra le due ipotesi ora considerate, le limitazioni all'erogazione di finanziamenti ai debitori che presentino già esposizioni deteriorate e gli effetti dell'accumulo degli NPL nel patrimonio delle banche sta nel fatto che nel primo caso le conseguenze negative riguardano soltanto le imprese in difficoltà, nel secondo esse riguardano tutte le imprese. In tempi di crisi generalizzata, come è appunto la crisi pandemica, questa differenza diventa tuttavia meno sensibile.

---

<sup>3</sup> I. VISCO, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, Audizione del Governatore della Banca d'Italia da parte della Commissione parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 10 febbraio 2021.

<sup>4</sup> Poi modificato in relazione alla crisi pandemica dal Regolamento (UE) n. 873/2020 (cd. "Quick Fix" del CRR).

<sup>5</sup> Si vedano le comunicazioni della BCE: *Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures e Communication on supervisory coverage expectations for NPEs*.

La politica adottata dall'EBA e dalla BCE dopo la crisi ha provocato una riduzione netta del portafoglio di NPL determinata dalla decisione di molte banche di cedere i propri NPL a soggetti terzi. Per quanto riguarda l'Italia le sole sofferenze hanno raggiunto nel 2015 un picco di 200 miliardi riducendosi progressivamente a 47 miliardi nel 2020 (fonte Banca d'Italia). Gli inadempimenti probabili erano 127 miliardi nel 2015 e si sono ridotti a 49 nel 2020. Un trend analogo ha caratterizzato i finanziamenti scaduti e/o sconfinanti, che dai 14 miliardi del 2015 si sono ridotti a 3 miliardi nel 2020. La riduzione degli stock di NPL non ha però interessato le banche italiane nella stessa misura perché tendenzialmente i gruppi maggiori hanno attuato una politica di dismissione più efficace.

Le dismissioni non sono avvenute soltanto in Italia, ma hanno interessato anche altri Paesi europei, in particolare la Grecia. Come in Italia, anche a livello europeo l'entità delle dismissioni, così come quella dello stock di NPL, è andata riducendosi. Così secondo l'analisi di Debtwire nel mercato europeo degli NPL nel 2020 contro i 208 miliardi di dismissioni del 2018, vi sono stati soltanto 102,8 miliardi nel 2019 e 67,7 nel 2020.

Secondo l'EBA Risk Dashboard, aggiornata al primo quadrimestre 2022, l'intero portafoglio europeo di NPL era sceso dal picco di 1.200 miliardi del 2014 ai 510,5 miliardi del settembre 2020, ai 442 del giugno 2021, ai 374 del dicembre dello stesso anno, ai 369 dell'aprile 2022. La percentuale media di crediti deteriorati è variata rispetto al totale dei finanziamenti bancari, secondo i dati relativi al primo quadrimestre del 2022, dallo 0,72% della Lituania al 6,75% in Grecia. L'Italia si è collocata al quinto posto, dopo Grecia, Cipro, Portogallo e Malta, con una percentuale del 3%, alla pari con la Spagna e con un punto percentuale in più rispetto a Francia ed Austria.

I trasferimenti di NPL nel corso dell'ultima parte del 2020 sono andati aumentando. A livello europeo negli ultimi tre mesi del 2020 sono stati firmati contratti per 28,6 miliardi, circa un terzo dell'intera attività dell'anno. In tale cifra sono compresi la cessione di un portafoglio di 8,1 miliardi di NPL e UTP da Monte dei Paschi ad AMCO e l'acquisto da parte del debt servicer doValue di titoli mezzanine e junior per 7,5 miliardi da Eurobank Eragias come parte del Progetto Cairo in Grecia. Va ancora ricordata l'operazione di cartolarizzazione da parte di Piraeus Bank ad Intrum di titoli mezzanine del portafoglio Phoenix e del portafoglio Vega rispettivamente per 1,92 miliardi e 4,8 miliardi a valore di libro, destinati a beneficiare del programma greco Hercules di protezione degli asset. All'inizio del 2021 Debtwire aveva tracciato altre operazioni analoghe per complessivi 51,5 miliardi<sup>6</sup>.

Le vendite sono state sostenute in Grecia dal programma Hercules (Hercules Asset Protection Scheme – HAPS), e in Italia dalla GACS. La garanzia pubblica sui titoli senior (cosiddetta Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze, GACS) si è dimostrata – sin dalla sua attivazione nel 2016 – uno strumento efficace. Nel 2019, circa il 90 per cento del valore delle sofferenze cedute per mezzo di cartolarizzazioni era assistito da GACS<sup>7</sup>. Da Settembre 2020 la GACS è stata attivata 27 volte permettendo la vendita di 74 milioni di euro di sofferenze (corrispondenti al 53% dei crediti deteriorati in Italia nel periodo della pandemia).

---

<sup>6</sup> DEBTWIRE, *Debtwire European Npls Report Fy 20*, in *Events/debwire.com*.

<sup>7</sup> I. VISCO, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, cit., 26.

Le previsioni sono che per effetto della crisi pandemica e le vicende legate alla guerra ucraina l'entità di NPL nel portafoglio delle banche sia destinata a risalire. E vanno certamente in questa direzione le analisi che dimostrano l'esistenza in Italia di un elevato numero di società iscritte a registro imprese con patrimonio netto negativo, le c.d. società *zombie*. Tali società erano 130.000 nel 2020<sup>8</sup>. Molte di esse hanno proseguito l'attività beneficiando delle norme eccezionali in materia di ammortamenti e deroga alla disciplina societaria in tema di perdita del capitale.

Difficilmente tuttavia potranno essere raggiunti i livelli degli anni passati perché ormai molte banche, sia in Europa che in Italia, hanno dismesso la maggior parte dei crediti deteriorati, anche se restano dei margini e salvo che, come si è accennato, l'andamento dell'economia determini la formazione di nuovi NPL.

Occorre soffermarsi sul ruolo dei *servicer*, vale a dire di quei soggetti che si sostituiscono alle banche nella gestione degli NPL o perché queste ultime non hanno una struttura interna per la gestione o perché ritengono preferibile operare una scelta di questo tipo che consente di portare i crediti non performanti al di fuori del patrimonio di vigilanza con conseguenti effetti positivi sugli accantonamenti obbligatori.

I principali *servicer* che hanno operato in Italia nel 2020 sono stati doValue, Intrum, Cerved Credit Management, AMCO, Prelios Credit Servicing, IFIS NPL Servicing, Credito Fondario, Crif. Il *servicer* che ha gestito più asset è doValue (78 miliardi di euro), larga parte dei quali rappresentata da posizioni in sofferenza. AMCO e Prelios Credit Servicing hanno un portafoglio più bilanciato tra posizioni in sofferenza e altri tipi di NPL (ovvero UTP), mentre Crif è specializzato nella gestione di posizioni classificate come UTP. Per tutti i *servicer*, eccetto IFIS e doValue, le posizioni sono state piuttosto bilanciate tra quelle coperte da garanzia e quelle non garantite<sup>9</sup>.

*2. La proposta di Direttiva UE e la regolamentazione del mercato secondario.* – Da tempo si è affermato che una corretta ed attiva gestione dei crediti deteriorati è fondamentale per consentire alle banche di contribuire alla ripresa economica che ci si augura che segua alla crisi in atto<sup>10</sup>.

Gli sforzi vanno in due direzioni diverse. Un primo profilo riguarda il buon funzionamento del mercato secondario degli NPL che si è dimostrato essere di gran lunga il canale più importante per eliminare i crediti deteriorati dai bilanci bancari.

Da questo punto di vista è di indubbio rilievo l'approvazione della Direttiva (UE) 2021/2167<sup>11</sup> che armonizza le norme per i gestori di crediti e gli acquirenti di crediti deteriorati emessi da istituti di credito. La Direttiva uniforma le norme per i gestori e gli acquirenti di crediti in tutta l'UE e facilita la vendita di crediti deteriorati, anche a livello transfrontaliero, salvaguardando nel contempo i diritti dei debitori. Un'autorità designata nello Stato membro di origine autorizzerà e supervisionerà i gestori di crediti,

---

<sup>8</sup> Secondo i dati della ricerca della Fondazione Centro Studi UNGDCEC cortesemente forniti dal suo presidente dott. F. Puccio, che ringrazio.

<sup>9</sup> PwC: *The Italian NPL Market*, luglio 2021.

<sup>10</sup> I. VISCO, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, cit., 27.

<sup>11</sup> Direttiva (UE) 2021/2167 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2021 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE.

in stretta cooperazione con le autorità degli altri stati membri. La Direttiva riguarda in modo particolare due temi: l'autorizzazione delle attività di gestione dei crediti, per garantire che i debitori siano trattati in modo leale e diligente e le misure di concessione, per tener conto dei diritti e degli interessi dei consumatori prima di avviare procedimenti esecutivi.

Va ricordato che con la Comunicazione del 16 dicembre 2020 al Parlamento europeo, al Consiglio e al Consiglio ed alla BCE<sup>12</sup> la Commissione aveva già indicato tre linee di azione: a) implementare la Proposta di direttiva relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali cui si è già accennato<sup>13</sup>; b) dare sostegno attraverso il dispositivo per la ripresa e resilienza alle riforme volte a ridurre i crediti deteriorati, in particolare per migliorare i quadri giudiziari, amministrativi e in materia di insolvenza alla base di un'efficiente risoluzione dei crediti deteriorati; c) incentivare le banche il più possibile ad adottare un approccio proattivo per avviare tempestivamente un dialogo costruttivo con i propri debitori. La Commissione aveva aggiunto che era importante assicurare che i consumatori fossero adeguatamente tutelati, in particolare i debitori vulnerabili, ricordando che la Proposta di direttiva prevedeva che il trasferimento dei prestiti a un altro investitore mantenesse la protezione concordata tra i debitori interessati e la banca mutuante originaria. La Commissione aveva anche accolto con favore le *best practices*<sup>14</sup> concordate dal settore finanziario e dalle organizzazioni dei consumatori e delle imprese, che evidenziavano come i vari partecipanti al mercato potevano sostenere i cittadini e le imprese durante la crisi pandemica, senza però che tali indicazioni contenessero suggerimenti specifici per quanto riguardava gli NPL.

La Direttiva detta norme in tema di armonizzazione della disciplina relativa agli NPL tra gli Stati membri in modo da assicurare che il loro trasferimento ai *servicer* sia disciplinato da regole uniformi. Prevede inoltre meccanismi di vigilanza sui trasferimenti e sui *servicer*. Assicura la protezione dei consumatori prevedendo, tra l'altro, a modifica della Direttiva 2014/17/UE che in caso di cessione a terzi dei diritti del creditore derivanti da un contratto di credito o del contratto stesso, il consumatore abbia il diritto di far valere nei confronti del cessionario gli stessi mezzi di difesa di cui poteva avvalersi nei confronti del creditore originario, *ivi* compreso il diritto alla compensazione ove questo sia ammesso nello Stato membro in questione. Non è stata invece implementata la parte della Proposta di Direttiva che prevedeva un procedimento di escussione extragiudiziale accelerata delle garanzie su base volontaria. La vendita dei beni assistiti da garanzia reale avrebbe dovuto avvenire mediante asta pubblica avviata e gestita dal creditore ovvero tramite vendita tra privati.

Accanto a questi interventi vanno ricordati i Regolamenti europei recentemente

---

<sup>12</sup> COMMISSIONE UE, *Far fronte ai crediti deteriorati all'indomani della pandemia di Covid-19*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0822&from=EN>.

<sup>13</sup> COM(2018) 135 final – 2018/063 (COD). La proposta seguiva all'edizione da parte del Consiglio europeo nel luglio 2017 di un "*Piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa*". Tale piano prevedeva una combinazione di azioni complementari in quattro ambiti: i) vigilanza bancaria e regolamentazione, ii) riforma della disciplina in materia di ristrutturazione, insolvenza e recupero dei crediti, iii) sviluppo di mercati secondari delle attività deteriorate, iv) promozione della ristrutturazione del sistema bancario. Doveva essere attuato sia a livello di Stati membri che dell'Unione.

<sup>14</sup> "*Best practices in relation to relief measures offered to consumers and businesses in the context of the COVID-19 crisis*" del 14 luglio 2020, in [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200714-best-practices-mitigate-impact-pandemic\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200714-best-practices-mitigate-impact-pandemic_en.pdf).

adottati dalla UE per facilitare le misure di cartolarizzazione<sup>15</sup>. Anche la Direttiva 1023/2019 sui Quadri preventivi di ristrutturazione nel Considerando 3 osserva che “I quadri di ristrutturazione preventiva dovrebbero ... prevenire l’accumulo di crediti deteriorati. La disponibilità di quadri efficaci di ristrutturazione preventiva garantirebbe di poter intervenire prima che le società non siano più in grado di rimborsare i prestiti, contribuendo in tal modo a ridurre il rischio di un deterioramento di questi ultimi nei periodi di congiuntura sfavorevole nonché ad attenuare l’impatto negativo sul settore finanziario”. Si tratta peraltro di un obiettivo generico che la Direttiva si propone di realizzare con l’introduzione nei 27 Paesi dell’Unione di una disciplina armonizzata della ristrutturazione delle imprese in crisi o in stato di insolvenza reversibile. Non vi sono nella Direttiva strumenti specificamente diretti ad affrontare il tema degli NPL sì che occorrerà attendere il recepimento della Direttiva 2021/2167 da parte degli Stati membri che è stabilito entro il 29 dicembre 2023. I servicer che attualmente operano in base ad un’autorizzazione concessa a livello nazionale potranno comunque continuare ad operare secondo la disciplina previgente sino al 29 giugno 2024.

Una parte rilevante del problema è costituito dai tempi della giustizia che giocano un ruolo fondamentale nella determinazione del prezzo degli NPL offerto dagli acquirenti in sede di cessione. Sotto questo profilo il problema riguarda in Italia sia i tempi delle procedure esecutive, di liquidazione degli asset che garantiscono i crediti deteriorati, sia le procedure di ristrutturazione delle imprese. Efficaci procedure di ristrutturazione d’impresa si tradurrebbero, oltre che in minori NPL, in maggiore produzione e occupazione. Si è aggiunto che i dati sull’eccessiva lunghezza e diversità dei tempi delle esecuzioni immobiliari tra i tribunali nazionali suggeriscono che attraverso interventi di rafforzamento organizzativo, degli organici e delle dotazioni informatiche, in particolare nei tribunali caratterizzati da tempi di funzionamento superiori alla media, sarebbe possibile aumentare la velocità del recupero dei crediti deteriorati in tempi relativamente ridotti. Ne beneficerebbero sia i creditori sia i debitori<sup>16</sup>.

Da questo punto di vista la legge delega per la riforma del processo civile<sup>17</sup> ha previsto molti strumenti che migliorano la disciplina esistente. Altri progressi è lecito

---

<sup>15</sup> Si tratta del Regolamento (UE) 2021/558 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda gli adeguamenti del quadro sulle cartolarizzazioni per sostenere la ripresa economica in risposta alla crisi COVID-19 e del Regolamento (UE) 2021/557 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021 che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19.

<sup>16</sup> Ancora I. VISCO, *ibidem*.

<sup>17</sup> La legge 26 novembre 2021, n. 206, (art. 1, comma 12) prevede:

- la sostituzione dell’iter di rilascio della formula esecutiva con la mera attestazione di conformità della copia al titolo originale;
- con riguardo al pignoramento, la sospensione dei termini di efficacia dell’atto di precetto che consenta al creditore, munito di titolo esecutivo e di atto di precetto, di predisporre un’istanza, rivolta al presidente del Tribunale, per la ricerca con modalità telematiche dei beni da pignorare nonché la riduzione dei termini previsti per la sostituzione del custode nominato in sede di pignoramento
  - la riduzione del termine per il deposito della documentazione ipotecaria e catastale;
  - l’accelerazione nella procedura di liberazione dell’immobile quando è occupato sine titulo o da soggetti diversi dal debitore;
  - la riforma dell’istituto della delega delle operazioni di vendita al professionista delegato, al fine di individuare gli adempimenti che il professionista deve espletare e i tempi in cui gli stessi devono essere compiuti e di fornire al giudice dell’esecuzione la possibilità di svolgere l’attività di controllo;



aspettarsi dall'adozione generalizzata del processo telematico e della gara telematica che ha ampliato la platea di potenziali offerenti a tutto il territorio nazionale. Si tratta di interventi che non sono mirati a risolvere il problema dei crediti deteriorati, ma che incrementando l'efficienza del sistema giudiziario civile possono comunque contribuire a ridurre i tempi di soddisfacimento dei creditori, siano essi i creditori originari ovvero i *servicer*.

Inoltre l'approvazione delle misure di riforma della giustizia civile connesse con l'attuazione del PNRR, prima di tutto l'Ufficio del Processo e poi la riforma del codice di procedura civile, il cui testo novellato è stato recentemente approvato dal Governo in via preliminare e rimesso alle Camere per i pareri di legge, rappresenterebbero un serio passo in avanti.

Il problema non è soltanto italiano. Vanno infatti ricordati i lavori dell'Uncitral sull'*asset tracing and recovery*, dopo che il tema è stato affrontato in un colloquio preliminare alla fine del 2019<sup>18</sup> e nuovamente dibattuto nelle ultime sessioni di lavoro del Working Group V del 2021-2022. Il recupero dei beni all'azione dei creditori nell'ambito delle situazioni di crisi ed insolvenza transfrontaliera è reso problematico dal moltiplicarsi delle giurisdizioni, oltre che dai comportamenti fraudolenti ed opportunistici dei debitori.

3. *NPL e disciplina della crisi d'impresa*. – Il secondo profilo della risposta alla proliferazione degli NPL riguarda i problemi che il trasferimento di questi crediti ai *servicer* crea dal punto di vista del soggetto passivo del rapporto, vale a dire del debitore, che è di regola un imprenditore in situazione di crisi o di insolvenza. Quando sia questione di insolvenza irreversibile non vi è molto da aggiungere a quanto si è già osservato. La risposta all'insolvenza non può che essere la rapida liquidazione dell'impresa in dissesto e quindi ciò che serve è soprattutto un serio miglioramento dei tempi dell'esecuzione civile, sia nel caso dell'esecuzione individuale che di quella collettiva, tempi che, com'è purtroppo noto, sono superiori a quelli medi dei Paesi dell'Unione Europea.

Già abbiamo accennato in proposito agli interventi relativi alla riforma del processo civile.

Un profilo completamente diverso è affrontato dalle norme che regolano il nuovo istituto della composizione negoziata della crisi, introdotto dal d.l. 24 agosto 2021, n. 118, convertito in legge n. 147/21, ora trasfuso nel titolo II del nuovo codice della crisi

---

– l'introduzione di specifiche regole riguardanti la vendita privata nel procedimento di espropriazione immobiliare, prevedendo che il debitore possa essere autorizzato dal giudice dell'esecuzione a vendere direttamente il bene pignorato, per un prezzo non inferiore al suo valore di mercato;

– l'individuazione dei criteri per la determinazione dell'ammontare, nonché del termine di durata delle misure di coercizione indiretta;

– l'estensione degli obblighi antiriciclaggio anche agli aggiudicatari e l'introduzione dell'obbligo per il giudice di verificare l'avvenuto rispetto di tali obblighi ai fini dell'emissione del decreto di trasferimento;

– l'istituzione presso il Ministero della Giustizia della "Banca dati per le aste giudiziali".

<sup>18</sup> *Uncitral Colloquium on Civil Asset Tracing and Recovery* (Vienna 6 December 2019)", Concept Note, p. 2, in [https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/concept\\_note\\_20191127.pdf](https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/concept_note_20191127.pdf). Il tema è stato trattato nelle sessioni di dicembre 2021 e di aprile 2022 del Working Group V. Si veda ora il documento A/CN.9/WG.V/WP.178 – *Civil asset tracing and recovery in insolvency proceedings*, preparatorio della sessione di aprile 2022

e dell'insolvenza, entrato in vigore dopo numerosi rinvii e una importante revisione<sup>19</sup>. Non è questa la sede per illustrare le caratteristiche del nuovo istituto, riservato alle imprese in crisi o in stato di insolvenza reversibile, per addivenire ad un tentativo di composizione fondato sulla trattativa con i creditori diretta da un terzo facilitatore, l'esperto, nominato dalla Camera di Commercio territorialmente competente, tentativo agevolato da misure fiscali e dalla possibilità di beneficiare della sospensione delle azioni esecutive oltre che dal riconoscimento della prededuzione per i finanziamenti erogati, dalla possibilità di cedere l'azienda a terzi senza acollo al cessionario dei debiti pregressi e di rinegoziare i contratti in corso in caso di alterazione del sinallagma imputabile alla crisi pandemica, purché indispensabile per ripristinare la continuità aziendale.

Sia nell'ambito della composizione negoziata che nel corso delle trattative e dei procedimenti per l'accesso alle procedure di ristrutturazione e liquidazione dell'impresa fondate in tutto o in parte sull'accordo dei creditori, debitore e creditori debbono rispettare alcuni obblighi di carattere generale.

Tra questi obblighi l'art. 4 stabilisce che durante le trattative ed i procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza le parti si comportano secondo buona fede e correttezza. Tale obbligo grava sia sull'imprenditore che sulle altre parti che partecipano alla trattativa, siano esse creditori o altri soggetti. L'obbligo è ribadito per gli acquirenti ed i gestori di crediti dall'art. 10, par. 1, lett. a) della Direttiva 2021/2167, che impone loro di agire in buona fede, in modo equo e professionale.

Si è osservato da parte di diversi commentatori che il dovere di buona fede era già stabilito in via generale dagli artt. 1175 e 1137 del codice civile, che lo prevede anche nella fase delle trattative precontrattuali<sup>20</sup>. Non vi sarebbe stata dunque necessità di af-

---

<sup>19</sup> Molte sono le pubblicazioni che si sono confrontate con il nuovo istituto. Sulla composizione negoziata rinvio anzitutto ai commenti usciti prima della pubblicazione del D.L. n. 118/2021: M. FABIANI, *La proposta della Commissione Pagni all'esame del Governo: valori, obiettivi, strumenti*, 2 agosto 2021; S. LEUZZI, *Una rapida lettura dello schema di D.L. recante misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale*, 5 agosto 2021. Senza prendere in considerazione specifici commenti a questo o a quell'aspetto della nuova disciplina, si vedano in generale S. AMBROSINI, *La "miniriforma" del 2021: rinvio (parziale) del CCI, composizione negoziata e concordato semplificato*, in *Dir. fall.* 2021, I, 922; R. GUIDOTTI, *La crisi d'impresa nell'era Draghi: la composizione negoziata e il concordato semplificato*, in *www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it*, 2021; A. FAROLFI, *Le novità del D.L. 118/2021: considerazioni sparse "a prima lettura"*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 2021; D. GALLETI, *È arrivato il venticello della controriforma? Così è, se vi pare*, in *www.ilfallimentarista.it*, 2021; P. LICCARDO, *Neoliberalismo concorsuale e le svalutazioni competitive: il mercato delle regole*, in *www.ilfallimentarista.it*, 2021; L. PANZANI, *Il d.l. "Pagni" ovvero la lezione (positiva) del Covid*, in *Diritto della crisi*, 25 agosto 2021; S. PACCHI, *Le misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale (ovvero: i cambi di cultura sono sempre difficili)*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 9 agosto 2021; P. RINALDI, *La composizione negoziata della crisi e i rapporti con gli intermediari creditizi*, in *www.ilcaso.it*, 2021.

Sulla disciplina della composizione negoziata dopo l'entrata in vigore del codice della crisi si vedano V. MINERVINI, *Composizione negoziata, norme unionali e (nuovo) Codice della crisi*, in *Dirittodellacrisi*, 30 marzo 2022; A. CIMOLAI, *Le novità sulla composizione negoziata*, in *Studi sull'avvio del Codice della crisi* a cura di L. De Simone, Massimo Fabiani e Salvatore Leuzzi, Speciale di *Dirittodellacrisi* in corso di pubblicazione; A.I. BARATTA, C. RAVAZZIN, G. SANCETTA, *La nuova composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, Milano, 2022.

<sup>20</sup> Gli artt. 1175 e 1137 sono espressamente richiamati nella Relazione governativa al d.l. n. 118. Cfr. Relazione, sub art. 4. Sul tema con riferimento al codice della crisi rinviamo a L. PANZANI, *I doveri delle parti*, in *Studi sull'avvio del Codice della crisi* a cura di L. De Simone, Massimo Fabiani e Salvatore Leuzzi, cit., in corso di pubblicazione.

fermare *expressis verbis* che tale obbligo dovesse essere rispettato anche nel corso della negoziazione con i creditori. Il rilievo è certamente condivisibile, ma va sottolineato che sino ad oggi nessuno aveva invocato tale dovere a questo proposito, sì che l'intervento del legislatore è stato opportuno.

Oltre al generale obbligo di buona fede l'imprenditore ha il dovere di rappresentare la propria situazione all'esperto, ai creditori e agli altri soggetti interessati in modo completo e trasparente. Tale dovere nella composizione negoziata riguarda in modo particolare gli atti di straordinaria amministrazione che non siano coerenti con l'obiettivo del risanamento che vengano posti in essere in pendenza del procedimento compositivo della crisi, per i quali l'imprenditore ha obblighi specifici di informazione dell'esperto che può opporsi al loro compimento, anche se la sua opposizione non ha effetti impeditivi, pur non essendo priva di conseguenze.

Nella composizione negoziata l'obbligo di correttezza e buona fede comporta per i creditori e le altre parti il dovere di collaborare lealmente e in modo sollecito con l'imprenditore e con l'esperto e di rispettare l'obbligo di riservatezza sulla situazione dell'imprenditore, sulle iniziative da questi assunte o programmate e sulle informazioni acquisite nel corso delle trattative, come prevede l'art. 16, comma 6, del codice della crisi. Il dovere di collaborazione non si traduce nella necessità di prestare consenso alle iniziative dell'imprenditore, ma nel divieto di ostacolare le trattative con un comportamento ostruzionistico o rifiutando il contraddittorio sulle proposte del debitore. Si spiega pertanto il precetto contenuto nell'ultima parte dell'art. 16, comma 6, del codice della crisi con specifico riferimento alla composizione negoziata, che impone alle parti, tutte e dunque anche allo stesso imprenditore, di dare "riscontro alle proposte e alle richieste ... durante le trattative con risposta tempestiva e motivata".

La regola trae origine dal rilievo, particolarmente frequente nel caso dei crediti bancari deteriorati, ma comune ad altre situazioni, che sovente le trattative si arenano perché le proposte del debitore non trovano risposta o ricevono scarsa attenzione da parte dei creditori o di altri soggetti interessati. Questa è anche una delle ragioni, insieme al fatto che normalmente gli imprenditori in Italia ricorrono ad affidamenti da una pluralità di banche, per cui nel nostro Paese le trattative per la composizione della crisi durano mediamente più che nel resto dell'Unione Europea.

Il precetto è articolato in modo più specifico per quanto concerne le banche, gli intermediari finanziari, i loro mandatari ed i cessionari dei loro crediti.

A tutti questi soggetti il comma 5 dell'art. 16 impone di partecipare alle trattative in modo attivo ed informato.

Anche in questo caso la regola deriva da un comportamento riscontrato nel sistema bancario, comune sia alle banche originariamente titolari dei crediti che a parte dei *servicer* che ne sono cessionari o mandatari, in cui la disattenzione e la lentezza che deriva da un'organizzazione che talvolta è eccessivamente burocratica, costituisce un ostacolo al raggiungimento di un accordo su un piano di ristrutturazione. Il legislatore ha fatto specifico riferimento all'ipotesi di cessione dei crediti bancari perché anche qui è accaduto, a seguito della cessione ai *servicer* degli NPL e degli UTP, che il debitore ceduto non sia stato in grado di trovare un interlocutore valido, in condizioni di riscontrare le sue proposte.

Si è inoltre chiarito, in armonia con il divieto previsto dalla Direttiva UE 1013/2019 delle c.d. clausole *ipso facto*, che l'accesso alla composizione negoziata della crisi non

costituisce di per sé causa di revoca degli affidamenti bancari concessi all'imprenditore, ferma restando naturalmente la liceità della revoca per ragioni relative all'andamento del conto. L'ultima parte dell'art. 16, comma 5, precisa a questo proposito che la sospensione o la revoca degli affidamenti possono essere disposte se richiesto dalla disciplina di vigilanza prudenziale, con comunicazione che dà conto delle ragioni della decisione assunta.

I principi affermati dal legislatore non varranno ad impedire comportamenti formalmente corretti, con cui la banca o il *servicer* comunichi la mancanza di interesse alla trattativa. La loro violazione comporterà però la possibilità che, in caso di fallimento, la curatela possa agire nei confronti del creditore con l'azione di danni ove sia in grado di provare che il silenzio o il ritardo nella risposta ha causato quantomeno un aggravamento del dissesto. Per altro verso il dovere di rispondere alle proposte del debitore determinerà necessariamente una diversa organizzazione interna di alcuni creditori bancari e v'è da sperare che, una volta presa in considerazione la posizione del debitore, non vi siano più ragioni per perseverare in pratiche attendiste, prive di reale utilità anche per il creditore.

I principi affermati dal legislatore non varranno ad impedire comportamenti formalmente corretti, con cui la banca o il *servicer* comunichi la mancanza di interesse alla trattativa. La loro violazione comporterà però la possibilità che, in caso di fallimento (nel linguaggio del nuovo codice di liquidazione giudiziale), la curatela possa agire nei confronti del creditore con l'azione di danni ove sia in grado di provare che il silenzio o il ritardo nella risposta ha causato quantomeno un aggravamento del dissesto. Per altro verso il dovere di rispondere alle proposte del debitore determinerà necessariamente una diversa organizzazione interna di alcuni creditori bancari e v'è da sperare che, una volta presa in considerazione la posizione del debitore, non vi siano più ragioni per perseverare in pratiche attendiste, prive di reale utilità anche per il creditore.

Giova sottolineare che una diversa organizzazione delle banche e dei *servicer* può agevolare lo svolgimento delle trattative, ridurne i tempi e consentire di giungere a risultati positivi in un numero di casi molto maggiore. Occorrerà però a tal fine che concorrano altre circostanze, fondamentali perché un esito positivo possa esservi, delle quali la più importante è il tempestivo accesso alla composizione negoziata o ad una procedura di regolazione della crisi. In difetto in prossimità dell'insolvenza irreversibile sarà certamente più complesso raggiungere risultati migliori.

# POTERI ORGANIZZATIVI DEL CURATORE E PRINCIPIO DI IMPUGNAZIONE

di *Vincenzo Pinto*

SOMMARIO: 1. L'art. 264 del Codice della Crisi. – 2. Il trasferimento al curatore dei poteri dell'assemblea e la traslazione del rimedio dell'impugnazione. – 3. La metamorfosi dei procedimenti in sede concorsuale. – 4. Il profilo strutturale (procedimento) e il profilo funzionale (valore organizzativo) della decisione del curatore fra diritto concorsuale e diritto societario. – 5. L'estensione dei poteri organizzativi del Curatore. – 6. L'impugnazione delle decisioni del curatore.

1. *L'art. 264 del Codice della Crisi.* – Nel Capo che il D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (di seguito, per brevità, il «Codice della Crisi» oppure il «Codice»), dedica alla liquidazione giudiziale delle società (Capo VIII del Titolo V), vi è una norma che, più di ogni altra, è destinata a creare una profonda frattura rispetto al sistema della legge fallimentare.

Si tratta dell'art. 264 del Codice della Crisi, significativamente intitolato «attribuzione al curatore dei poteri dell'assemblea», che segna il definitivo tramonto del così detto principio di *neutralità organizzativa* delle procedure concorsuali, e cioè di quel principio – indiscusso sino a tempi recenti – che imponeva di collocare i profili organizzativi del debitore-società al di fuori dell'area di incidenza del diritto concorsuale, abbandonando le operazioni societarie, anche se funzionali alla regolazione della crisi o dell'insolvenza, ai medesimi processi decisionali stabiliti per le società *in bonis* e, dunque, fundamentalmente, al voto dei soci in assemblea<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, in *Fall.*, 2019, 1260. Il principio di neutralità organizzativa – frutto del tradizionale assunto secondo cui le procedure concorsuali «non hanno, in linea di principio, alcuna conseguenza sull'assetto organizzativo della società» (cfr. A. NIGRO, *La società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, vol. 9\*\*, Torino, 1993, 336) – ha iniziato a vacillare non appena – per effetto di una serie di interventi legislativi successivi alla riforma organica del 2006 (d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla l. 30 luglio 2010, n. 122; d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla l. 7 agosto 2012, n. 134; e soprattutto d.l. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla l. 6 agosto 2015, n. 32) – si è progressivamente preso atto che l'essenza funzionale delle procedure concorsuali – e anzitutto del concordato preventivo – si è spostata dall'esecuzione sul patrimonio del debitore alla «riorganizzazione dell'attività, ed in particolare del suo finanziamento» (cfr. G. FERRI JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 752). Un tale percorso è stato completato dal Codice della Crisi: benché persistano opinioni di segno contrario (tese a riaffermare, anche nel sistema riformato, il principio di neutralità organizzativa: cfr. in particolare A. NIGRO, *La riforma delle procedure concorsuali in Italia: uno sguardo d'insieme*, in *lIdirittodegliAffari.it*, 5 dicembre 2018, 26 ss.; e già in ID., *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti*, in *Riv. soc.*, 2018, 1207 ss.), appare difficilmente contestabile che i poteri organizzativi attribuiti al curatore dall'art. 264 Codice della Crisi – anche in sostituzione dell'assemblea – siano espressione della specifica finalità di

A prescindere dai dubbi generati da un tenore tutt'altro che cristallino, l'art. 264 Codice della Crisi è in realtà molto chiaro nel sancire *due principi*, entrambi espressione di un nuovo modo di concepire gli effetti della liquidazione giudiziale sull'organizzazione societaria:

(i) i *poteri* attribuiti del curatore non sono più circoscritti al tradizionale ambito dell'amministrazione del patrimonio del debitore (art. 128 Codice della Crisi), ma si estendono anche ad atti e operazioni «riguardanti l'organizzazione e la struttura finanziaria della società» previsti nel programma di liquidazione (art. 264, comma 1, Codice della Crisi), sino a comprendere anche competenze normalmente spettanti all'assemblea dei soci (art. 264, comma 2, Codice della Crisi)<sup>2</sup>;

(ii) alla traslazione del potere decisorio al curatore corrisponde la trasposizione in sede concorsuale del *rimedio* societario destinato a reagire contro il suo esercizio illegittimo, e cioè l'impugnazione della decisione “non conforme” ai sensi degli artt. 2377 ss. c.c. (o dell'art. 2479-ter c.c. nella s.r.l.)<sup>3</sup>, con la non irrilevante peculiarità che detto

---

estendere la funzione di riorganizzazione globale dell'impresa – propria del concordato preventivo (artt. 118 e 120-bis ss. Codice della Crisi) – anche alla procedura di liquidazione giudiziale (cfr., in particolare, G. FERRI JR., *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. soc.*, 2019, 233 ss.; I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, Milano, 2020, 435 s.; e sia consentito rinviare, anche per ulteriori riferimenti, a V. PINTO, *Diritto delle società e procedure concorsuali nel Codice della Crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 261 ss.). Il che, in termini più generali, equivale a riportare il diritto delle procedure concorsuali all'interno della disciplina dell'impresa in quanto tale, superando l'isolamento che, per decenni, lo ha visto «pressoché totalmente caduto nelle mani della scienza processualistica», con una scelta che «non è rimasta priva di conseguenze» anche sul piano applicativo (così K. SCHMIDT, *Das Insolvenzrecht mischt sich ein*, in *ZHR* 174 (2010), 243 s.).

<sup>2</sup>E appare evidente, in questa prospettiva, la strumentalità dell'attribuzione al curatore di poteri organizzativi rispetto all'esigenza di sopprimere gli impedimenti che il diritto societario potrebbe frapporre alla piena attuazione di un programma di liquidazione a contenuto (in tutto o in parte) di riorganizzazione dell'impresa fallita. Cfr. in tal senso, in specie, N. USAI, *Le operazioni sul capitale della società nel Codice della crisi*, in *www.ilcaso.it*, *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 15 aprile 2019, 12 ss.; G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1259 ss. e A. NIGRO, *Le ristrutturazioni societarie nel diritto italiano delle crisi: notazioni generali*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 392 ss.

<sup>3</sup>La traslazione nel contesto concorsuale dell'impugnazione e, con essa, del modello normativo delineato dagli artt. 2377 ss. c.c. rappresenta la definitiva conferma dell'inscindibile correlazione che sussiste, nel sistema dell'impresa societaria, fra il potere eteronomo di conformare l'organizzazione sociale e il contropotere di rimuovere giudizialmente gli effetti prodottisi non in conformità all'ordinamento societario (cfr. sul punto, in specie, C. ANGELICI, *La società per azioni*, vol. I, *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU-F. MESSINEO-L. MENGONI, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2012, 57 ss.): nel senso che l'impugnazione è destinata a seguire il potere decisorio non solo presso qualsiasi organo né sia titolare nei tipi capitalistici (assemblea o organo amministrativo, se non l'organo di controllo: M. STELLA RICHTER JR., *Prime luci sul mistero dell'invalidità delle deliberazioni del collegio sindacale*, in *Riv. soc.*, 2018, 1090 ss.) o nelle società di persone (cfr. L. PISANI, *Società di persone “a struttura corporativa”*, Torino, 2000, 72 ss.), ma addirittura all'esterno dell'organizzazione sociale, quando il potere stesso sia trasferito al terzo gestore della società in liquidazione giudiziale. Peraltro, una prospettiva siffatta conduce alla «generalizzazione del (solo) *Grundkonzept* posto a fondamento della disciplina» e non delle norme degli artt. 2377 ss. nel dettaglio (così, per l'ordinamento tedesco, K. SCHMIDT, in *AktG Großkommentar*, IV ed., VI, Berlin-New York, 2005, § 241, *Rdnn.* 29 s., 16; ID., *Die Beschlussanfechtungsklage bei Vereinen und Personengesellschaft*, in *Festschrift für Walter Stimpel*, Berlin-New York, 1985, 224 ss.), dovendosi il regime del rimedio adeguare – con l'ausilio del filtro della «compatibilità» – ai contesti, assai diversi fra loro e, in taluni casi, non poco distanti dal contesto di origine degli artt. 2377 ss. c.c., in cui il principio è chiamato ad operare. Su questi ultimi profili, in termini generali, sia consentito rinviare a V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, 106 ss.; ID., *Commento all'art. 2388*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da F. D'ALESSANDRO, vol. II, 2, Padova, 2011, 93 ss.

rimedio è incanalato nel procedimento del reclamo al giudice delegato previsto dall'art. 133 Codice della Crisi.

Anziché entrare nei singoli problemi applicativi sollecitati dall'art. 264 Codice della Crisi<sup>4</sup>, appare più proficuo concentrarsi sul quadro d'insieme che discende dalla combinazione dei principi appena delineati, con l'obiettivo di comprendere a quali condizioni il potere deliberativo societario e il correlato rimedio dell'impugnazione possano inserirsi nei procedimenti concorsuali propri della liquidazione giudiziale. L'impressione è infatti che nell'art. 264 Codice della Crisi si annidi un'immanente ambiguità, che deriva dalla sovrapposizione, senza un chiaro criterio di coordinamento, fra le regole del contesto di origine dei fenomeni regolati (l'ordinamento societario) e le regole proprie del differente ambito normativo in cui le prime sono chiamate ad operare (l'ordinamento concorsuale).

*2. Il trasferimento al curatore dei poteri dell'assemblea e la traslazione del rimedio dell'impugnazione.* – Per comprendere la portata radicalmente innovativa dell'intervento riformatore occorre resistere alla tentazione di riportare la norma a schemi concettuali del passato e prendere coscienza che essa proietta le funzioni del curatore e i relativi rimedi in una dimensione qualitativamente inedita nel nostro diritto concorsuale<sup>5</sup>.

Come è reso manifesto già dalla rubrica, l'art. 264 Codice della Crisi trasferisce al curatore, in relazione alle operazioni societarie inserite nel programma di liquidazione, *esattamente lo stesso potere* conformativo sull'organizzazione della società che, nell'impresa societaria *in bonis*, spetta agli organi sociali e, in particolare, all'assemblea dei soci. Si tratta, né più né meno, del medesimo potere eteronomo di vincolare la collettività dei soci che l'art. 2377 c.c. assegna alla maggioranza e che, rapportato alla posizione del curatore, può essere tradotto in due semplici regole:

(i) le decisioni assunte dal curatore nel rispetto del parametro della conformità alla legge e allo statuto producono effetti vincolanti per *tutti i soci*, così come, prima dell'apertura della procedura concorsuale, le deliberazioni assunte a maggioranza vincolano anche i soci assenti o dissenzienti (art. 2377, comma 1, c.c.)<sup>6</sup>;

<sup>4</sup> Per una puntuale analisi dell'art. 264 Codice della Crisi, si veda I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 433 ss. (ove ulteriori riferimenti), il quale correttamente evidenzia che «con tale disposizione ha fatto ingresso nell'ordinamento un potere tanto dirompente da un punto di vista concettuale, quanto di incerta interpretazione in un'ottica applicativa».

<sup>5</sup> In questa prospettiva si muove, in particolare, l'indagine di I. DONATI (*Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., spec. 439 ss.), che, proprio nell'ottica di valorizzare al massimo la funzione innovativa della norma, si interroga sulla possibilità di replicare, per il tramite dei poteri organizzativi del curatore tipizzati dall'art. 264 Codice della Crisi, un modello di ricapitalizzazione interna della società in liquidazione giudiziale analogo a quello previsto per le banche dalla disciplina del c.d. *bail in*.

<sup>6</sup> In questo senso, il potere decisorio del Curatore ai sensi dell'art. 264 Codice della Crisi – anche se si esplica tipicamente dall'esterno dell'organizzazione sociale – trova un limite nel *parametro della conformità* espresso dall'art. 2377, comma 1, c.c., il quale «detta un autonomo principio *sostanziale* di disciplina della deliberazione (...), la conformità, il positivo adeguamento alla legge ed all'atto costitutivo, conformità intesa come condizione di operatività del procedimento in dipendenza del profilo di potere che lo caratterizza» (così, come è noto, P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993, rist. inalterata, 155). Con l'ovvia peculiarità che, non potendosi configurare un'adesione alla decisione da parte di chi non è legittimato a partecipare al procedimento, la regola di cui all'art. 2377, comma 1, c.c. va dunque riletta nel senso che le decisioni del curatore, prese in conformità della legge e dell'atto costitutivo, vincolano *tutti i soci* (per analoghe considerazioni con riferimento

(ii) le decisioni del curatore non conformi alla legge o allo statuto sono parimenti vincolanti, ma «*possono essere impugnate*», secondo la medesima tecnica (l'impugnazione) cui sono soggette le deliberazioni assembleari nella società *in bonis*: il vizio è inidoneo a pregiudicare *ipso iure* l'efficacia della decisione, ma fa sorgere il contropotere di rimuoverne gli effetti per il tramite necessario del processo (art. 2377, comma 2, c.c.), a seguito di una pronuncia giudiziale di annullamento anch'essa capace – al pari della decisione impugnata – di dispiegare effetti *erga omnes* nei riguardi di tutti i soci e, più in generale, dell'intera organizzazione sociale (art. 2377, comma 7, c.c.)<sup>7</sup>.

In altri termini, l'art. 264 Codice della Crisi delinea un assetto normativo che corrisponde all'esatta trasposizione nel contesto concorsuale del *contenuto* e degli *effetti* del potere deliberativo scolpiti nei principi del diritto societario. Da un lato, l'esplicito richiamo al parametro della conformità alla legge e allo statuto dimostra che il contenuto del potere del curatore si estende all'assunzione di ogni decisione «che sia ammissibile per il diritto societario» (come prevede, per l'*Insolvenzplan*, il § 225a, Satz 2, Abs. 1, dell'*Insovenzordnung* tedesca)<sup>8</sup>: potendo egli conformare l'organizzazione sociale entro lo stesso limite – la conformità alla legge e allo statuto, appunto – entro cui la maggioranza assembleare è abilitata a imporsi sulla minoranza non consenziente<sup>9</sup>. Dall'al-

---

all'applicazione del principio di conformità alle decisioni dell'organo amministrativo, cfr. V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, cit., 110 s.).

<sup>7</sup> Si tratta del principio fondante il concetto stesso di *impugnazione* delle deliberazioni societarie, quale *tecnica* diretta ad attuare la *funzione* di tutela dei soci realizzando, nel contempo, l'esigenza di certezza dell'azione imprenditoriale in una duplice direzione (secondo l'insegnamento di K. SCHMIDT, in *AktG Großkommentar*, IV ed. cit., § 241, Rdn. 24, 14): prima dell'esito del giudizio (in difetto di un provvedimento cautelare di sospensione), è preclusa a chiunque la possibilità di porre in dubbio l'efficacia della deliberazione per il mero fatto della presenza di un vizio; all'inverso, accolta la domanda di impugnazione, è preclusa a chiunque la possibilità di affermare l'efficacia della deliberazione medesima deducendo l'inesattezza del giudicato di invalidità (che produce effetti *erga omnes*). Cfr. su tale specifico punto V. M. STELLA RICHTER JR, *L'impugnabilità delle deliberazioni degli organi sociali*, in *Riv. soc.*, 2017, 288 ss. testo e nt. 14.

<sup>8</sup> Nell'ordinamento concorsuale tedesco il piano di regolazione dell'insolvenza (*Insolvenzplan*) può prevedere, nella sua parte *dispositiva* (§ 221 *InsO*), «ogni regolamentazione che sia ammissibile per il diritto societario» (§ 225a Abs. 3 *InsO*), di tal che il medesimo potere di *Gestaltung*, ordinariamente spettante alla maggioranza mediante l'adozione di una deliberazione conforme alla legge e allo statuto (come nel nostro art. 2377, comma 1, c.c.), è trasferito al di fuori dell'organizzazione sociale e assegnato alla più ampia comunità dei «partecipanti» (*Beteiligten*), chiamati – suddivisi in classi – ad approvare l'*Insolvenzplan*, e dunque, in primo luogo, ai creditori. Cfr. a tale riguardo, in luogo di molti, H. HIRTE, in *Uhlenbruck Insolvenzordnung. Kommentar*, XV ed., hrsg. von H. HIRTE-H. VALLENDER, München, 2019, § 225a, Rdn. 12 ss., 2490 ss. Come è noto, un modello analogo, fondato sull'inclusione nel piano dei detentori di strumenti di capitale (salva la possibilità del singolo Stato membro di prevedere diversamente, fermi tuttavia i principi stabiliti dall'art. 12), è stato adottato anche dalla direttiva europea *Restructuring* (Direttiva (UE) 2019/2013 del Parlamento e del Consiglio del 20 giugno 2019 *riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132*).

<sup>9</sup> Appare significativo notare che l'art. 264, comma 2, Codice della Crisi include esplicitamente nel principio di conformità delle decisioni del curatore anche le *regole statutarie*, mantenendo, nella società in liquidazione giudiziale, quell'equiparazione funzionale – ai fini del legittimo esercizio del potere – fra legge e statuto che costituisce uno degli elementi caratterizzanti il modello delineato dall'art. 2377, commi 1 e 2, c.c. per la società *in bonis*. Il che, se implica che il legittimo esercizio del potere (esterno) del curatore sia vincolato al rispetto dell'intero nucleo di regole (legali o statutarie) che formano l'ordinamento societario vigente al momento della decisione, non preclude certamente l'uso del meccanismo delineato dall'art. 264, comma 2, Codice della Crisi anche allo scopo di modificare l'assetto statutario esistente, non potendosi trarre dal principio di conformità un insussistente principio di immutabilità dello statuto (cfr. in tal senso anche I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 441 s. nt. 122).



tro lato, l'altrettanto esplicita mutazione della tecnica societaria dell'impugnazione consente di affermare che gli effetti delle decisioni del curatore – anche se non conformi – si propagano all'intera organizzazione sociale, e ciò almeno sino a quando non intervenga un giudicato di invalidità all'esito del processo di impugnazione.

3. *La metamorfosi dei procedimenti in sede concorsuale.* – Se il contenuto del potere e gli effetti della decisione restano quelli dettati dal diritto societario, a subire una radicale metamorfosi, quando la funzione deliberativa passa al curatore, sono invece i *procedimenti* entro i quali il potere e il rimedio si innestano in sede concorsuale. A tale riguardo, l'art. 264 Codice della Crisi dispone l'*assorbimento* nelle regole concorsuali della liquidazione giudiziale sia del procedimento deliberativo sia del procedimento giudiziale di impugnazione, con conseguente disapplicazione della corrispondente disciplina dettata per la società *in bonis*. In sintesi:

(i) il procedimento assembleare, e dunque l'elemento materiale essenziale ai fini della produzione del valore giuridico del *decisum*<sup>10</sup>, è sostituito da una diversa sequenza procedimentale, tutta interna alla procedura concorsuale, che segna – in ultima analisi – uno spostamento del fulcro del potere dai soci verso i creditori (artt. 264 e 231 Codice della Crisi): il voto dei soci nel procedimento assembleare è surrogato dall'approvazione dell'operazione da parte del *comitato dei creditori* quale parte integrante del programma di liquidazione (art. 231), nonché dal dovere del curatore, in relazione a ciascuna decisione assunta (in attuazione del programma approvato dal comitato), di darne «adeguata e tempestiva informazione ai soci e ai creditori»<sup>11</sup>;

(ii) il processo di impugnazione della decisione, modellato secondo gli schemi del giudizio di cognizione (anche in funzione della necessaria idoneità della pronuncia a formare il giudicato di invalidità), è soppiantato dal reclamo al giudice delegato codifi-

<sup>10</sup> Cfr. P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, cit., 48 ss.

<sup>11</sup> Non pare potersi sostenere che il potere del curatore, quando sia esercitato in ambiti di competenza riservati all'assemblea (ai sensi dell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi), sia subordinato al formale rispetto del procedimento assembleare, entro il quale il curatore potrebbe intervenire in luogo dei soci ai fini dell'esercizio del diritto di voto per consentire l'approvazione della deliberazione (in quest'ultimo senso, invece, si esprime P.P. FERRARO, *Il governo delle società in liquidazione concorsuale*, Milano, 2020, 252 ss.). Una siffatta interpretazione riduttiva dei poteri del curatore non trova supporto nel tenore letterale dell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi: non essendo a tal fine significativo l'originario uso del termine «deliberazione» (per indicare l'oggetto dell'impugnazione mediante il reclamo), riferimento, peraltro, probabilmente frutto di una di una «svista» del legislatore (così I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 439 nt. 118), e non a caso sostituito dal c.d. decreto correttivo (D.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147) con il più neutro termine «decisione». Inoltre, sotto il profilo sistematico, la supposta esigenza di rispettare il procedimento assembleare condurrebbe, senza idonea giustificazione, ad appiattare il modello delineato dall'art. 264, comma 2, Codice della Crisi per la società in liquidazione giudiziale sul differente modello adottato dall'art. 118 Codice della Crisi per l'attuazione forzosa delle operazioni societarie inserite nel piano concordatario omologato (sulle differenze fra i due modelli, sia consentito rinviare a V. PINTO, *Diritto delle società e procedure concorsuali nel Codice della Crisi*, cit., 276 ss.): modello, quest'ultimo, che appare peraltro superato dal nuovo regime dettato dagli artt. 120-bis ss. Codice della Crisi (introdotto con il D.lgs. 17 giugno 2022, n. 83, cd. Decreto *Insolvency*), che – sia pure con talune peculiarità (si pensi alla distinzione tra modifiche organizzative immediate e differite, sottoposte a due differenti discipline: art. 120-*quinquies* Codice della Crisi) – assoggetta la posizione dei soci all'efficacia conformativa diretta del concordato preventivo (sul punto cfr. SCOGNAMIGLIO-VIOLA, *I soci nella ristrutturazione dell'impresa. Prime riflessioni*, in *NDS*, 2022, spec. 1174 ss.).

cato dall'art. 133 Codice della Crisi: un procedimento camerale che non solo è normalmente destinato a risolvere conflitti essenzialmente in ambito endoconcorsuale<sup>12</sup>, ma è anche retto – di conseguenza – da un regime non poco distante dal modello degli artt. 2377 c.c. (anch'esso richiamato dallo stesso art. 264 Codice della Crisi), tanto da trasformare il rimedio da strumento di tutela incentrato sui soci a mezzo fruibile da «ogni altro interessato», e dunque in primo luogo dai *creditori*.

Se si vuol trovare un *fil rouge* nella descritta metamorfosi procedimentale che il potere decisorio e il rimedio impugnatorio subiscono quando è il curatore a incidere sull'organizzazione societaria, lo si può individuare nell'intento di tradurre sul piano dei procedimenti – di decisione e di impugnazione – la posizione di centralità che l'apertura della liquidazione giudiziale assegna all'interesse dei creditori: abilitando questi ultimi non solo a partecipare alla decisione (sia pure in un forma mediata dal comitato), ma anche ad impugnare (mediante il reclamo) decisioni di rilevanza organizzativa destinate a incidere, con effetti vincolanti, anche sulla posizione dei soci.

4. *Il profilo strutturale (procedimento) e il profilo funzionale (valore organizzativo) della decisione del curatore fra diritto concorsuale e diritto societario.* – Ciò che emerge, in ultima analisi, dal quadro appena delineato è che l'art. 264 Codice della Crisi, nel conformare i poteri organizzativi del curatore e il connesso rimedio impugnatorio, crea un vero e proprio *intreccio* fra profili di diritto societario e profili di diritto concorsuale. Di tal che ogni tentativo di ricostruirne la disciplina e rapportarla al sistema non può prescindere dall'individuazione di una *linea di confine*, e dunque di un criterio di coordinamento, fra i due ambiti normativi che concorrono nel regolare il peculiare fenomeno decisorio qui considerato.

Se solo si incentri l'attenzione sul nucleo essenziale della metamorfosi prodotta dalla traslazione del potere decisorio al curatore, può affermarsi – sia pure non senza semplificazioni – che il modello alla base dell'art. 264 Codice della Crisi, rapportato alla struttura e alla funzione che ordinariamente caratterizzano la deliberazione, si traduce

---

<sup>12</sup> L'idoneità della pronuncia a formare il giudicato sull'invalidità della deliberazione con effetti *ultra partes* – anche nei confronti dei soci rimasti estranei al giudizio – costituisce elemento insopprimibile della tecnica dell'impugnazione, senza il quale non solo non sarebbe possibile realizzare le esigenze di certezza e stabilità che ne costituiscono il fondamento (v. *supra*, nt. 7); ma neppure sarebbe possibile configurare l'effetto, tipico dell'invalidità, di “cassazione” *erga omnes* del valore organizzativo prodotto dalla decisione (cfr. in particolare C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 333 s.), con la contestuale imposizione in capo agli organi sociali del c.d. dovere di provvedere ai fini della rimozione dell'illegalità accertata ai sensi dell'art. 2377, comma 7, c.c. (cfr. G. MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1998, spec. 238 ss.). L'idoneità al giudicato si colloca invece al di fuori del modello ordinario di procedimento di reclamo delineato dall'art. 133 Codice della Crisi: un tale strumento – al pari di quello previsto dal vigente art. 36 l. fall. – è essenzialmente diretto a introdurre una forma di controllo sugli atti di natura amministrativa del curatore con effetti circoscritti all'interno della procedura, nel quale la prevalenza delle esigenze di speditezza e celerità – attestata dall'angusto termine di otto giorni – trova fondamento nell'estraneità del rimedio rispetto alla risoluzione di conflitti di diritti e, di conseguenza, al suo carattere tipicamente *non decisorio*, in sé non idoneo a produrre gli effetti preclusivi propri del giudicato (di tal che la giurisprudenza nega l'ammissibilità del ricorso per cassazione ex art. 111 Cost. avverso la decisione assunta dal tribunale in sede di reclamo avverso la decisione di prima istanza del giudice delegato: cfr. fra le tante Cass., 1° giugno 2012, n. 8870, in *Giust. civ. Mass.*, 2012, 6, 726; Cass., 26 novembre 2010, n. 24019, in *Giur. comm.*, 2012, II, 48 ss.).

in una *sostituzione della fattispecie nella costanza degli effetti giuridici* del fenomeno deliberativo<sup>13</sup>.

L'estensione del potere decisorio del Curatore e i suoi effetti organizzativi sono esattamente quelli che il diritto societario connette alla deliberazione presa dall'assemblea della società *in bonis*. E ciò nel duplice senso che, da un lato, il potere del Curatore di vincolare tutti i soci è soggetto al limite della conformità alla legge e allo statuto (espressamente menzionato nell'art. 264 Codice della Crisi); e che, dall'altro, un tale effetto vincolante, in caso di non conformità della decisione, è suscettibile di essere rimosso con rilevanza *erga omnes* esclusivamente per il tramite dell'esercizio in sede processuale del contropotere di impugnazione (come si evince dal richiamo all'art. 2377 c.c.).

L'effetto, proprio della deliberazione, è tuttavia generato da un *fatto procedimentale diverso*, assorbito nei procedimenti decisorii propri della liquidazione giudiziale e associato – di conseguenza – a un differente regime processuale, anch'esso endoconcorsuale, del rimedio impugnatorio. In correlazione allo spostamento del fulcro degli interessi finali dai soci ai creditori, muta l'elemento materiale, la fattispecie produttiva dell'effetto organizzativo<sup>14</sup>: non più il procedimento assembleare quale esito del voto maggioritario dei soci, ma la sequenza – alla quale i soci restano estranei – costituita dall'approvazione dell'operazione da parte del comitato dei creditori (quale parte integrante del programma di liquidazione), dalla determina del curatore e dalla informativa *ex post* ai titolari dell'interesse (soci e creditori).

Se, dunque, il modello decisorio dettato per il curatore nella società in liquidazione giudiziale si distacca dal fenomeno deliberativo nella conformazione della fattispecie ma non negli effetti prodotti dall'esercizio del potere, la linea di demarcazione fra i due ambiti normativi che si intrecciano nell'art. 264 Codice della Crisi potrebbe individuarsi proprio in corrispondenza della nota distinzione fra *struttura e funzione* della deliberazione e, più in generale, dell'esercizio del potere deliberativo societario<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> Si tratta di uno schema concettuale già usato in dottrina proprio al fine di inquadrare le ipotesi in cui un nucleo normativo, in origine pensato per regolare un determinato fenomeno, è trasferito dal legislatore su un fenomeno parzialmente analogo con identità di effetti. Non a caso si è parlato di sostituzione della fattispecie in costanza di disciplina per qualificare l'essenza del regime della c.d. dematerializzazione in rapporto a quello dei titoli di credito: i medesimi effetti di tutela (reale e obbligatoria) propri della disciplina cartolare si producono in forza di una fattispecie diversa dalla consegna del documento, ma egualmente idonea a creare l'effetto di esclusività in capo al titolare proprio di quest'ultima (cfr. la ricostruzione di M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, 2001, *passim*).

<sup>14</sup> Secondo la nota impostazione di P. FERRO-LUZZI (*La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, cit., 50), «nella deliberazione ciò che la norma assume ad oggetto di valutazione allo scopo di attribuire il valore giuridico è l'essersi verificata una serie di fatti secondo dati principi, perfezionatosi, possiamo dire, un procedimento».

<sup>15</sup> Ed è proprio la distinzione fra *struttura e funzione* a costituire – ad avviso chi scrive – il profilo di maggior impatto attuale della ricostruzione del fenomeno deliberativo lasciata in eredità alla comunità scientifica da P. FERRO-LUZZI (*La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, cit., in specie 48 ss.). Una tale impostazione appare, ancora oggi, quella maggiormente in grado di far emergere i rapporti fra il modello di deliberazione alla base della disciplina dell'impugnazione delle delibere assembleari e i fenomeni deliberativi, per così dire, atipici cui si tale regime dovrebbe applicarsi in forza di una norma di rinvio o estendersi in via interpretativa. Se si volge l'attenzione al rapporto fra struttura e funzione nell'ambito di questi ultimi fenomeni connotati da atipicità rispetto al *Leitbild* recepito negli artt. 2377 ss., la decisione assunta dal curatore ai sensi dell'art. 264 Codice della Crisi sembra colorarsi di caratteristiche in un certo senso opposte rispetto alla c.d. deliberazione negativa (sulla quale si vedano, in luogo di molti, gli studi di M. CIAN, *La deliberazione negativa dell'assemblea di società per azioni*, Torino, 2003, *passim*; ID., *La*

In fin dei conti, *la decisione organizzativa del curatore ha la stessa funzione della deliberazione assembleare, senza tuttavia esserlo per struttura*: se il procedimento in cui si snoda il potere decisorio del curatore prescinde del tutto da un fatto qualificabile come deliberazione (in senso strutturale) e appartiene integralmente alla sfera del diritto concorsuale, il *valore* organizzativo di quel fatto – sia pure diversamente strutturato – resta immutato rispetto a quello prodotto dalla deliberazione assembleare (in senso funzionale), essendo governato dalle ordinarie regole del diritto societario.

In questa prospettiva, può cogliersi la vera essenza del problema giuridico che si annida nel peculiare modello decisorio delineato dall'art. 264 Codice della Crisi. Essa risiede nella *scissione, sotto il profilo normativo, fra i due profili costitutivi della deliberazione*, ciascuno attratto nella sfera di un differente parametro di conformità (societario o concorsuale): il valore organizzativo della decisione, che deve funzionalmente conformarsi alle regole (e a limiti) dettati dall'ordinamento societario, costituisce il risultato di un procedimento che si colloca al di fuori di quest'ultimo, dovendosi svolgere in conformità ai processi decisorii codificati dal diritto concorsuale della liquidazione giudiziale.

5. *L'estensione dei poteri organizzativi del curatore.* – Nella direzione appena tracciata, il primo profilo problematico, che l'incerto tenore dell'art. 264 Codice della Crisi pone dinanzi all'interprete, è quello di verificare se il fatto procedimentale di diritto concorsuale sia in grado di coprire, sotto il profilo funzionale, l'intero perimetro dei valori organizzativi che, prima dell'apertura della liquidazione giudiziale, la deliberazione societaria (intesa in senso strutturale) era abilitata a generare. Si tratta di stabilire, in altri termini, se il curatore possa effettivamente assumere – per riprendere l'eloquente espressione usata dal legislatore tedesco per l'*Insolvenzplan* – ogni decisione «che sia ammissibile per il diritto societario» (§ 225a *Insolvenzordnung*) o se, invece, persistano taluni ambiti di potere decisorio che, anche in sede concorsuale, non possano prescindere da una deliberazione societaria in senso proprio.

Sotto tale profilo, l'art. 264 Codice della Crisi è chiaro nell'assegnare al programma di liquidazione – sia pure con sfumature leggermente diverse fra il primo e il secondo

---

*mistificazione del carattere vincolante della delibera assembleare: ancora su decisione di rigetto, impugnazione, azione risarcitoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 341 ss.; ID., *Abus d'egalité, tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *Corr. giur.*, 2008, 397 ss.): se, infatti, la c.d. deliberazione negativa presenta la struttura della deliberazione ma se ne distanzia sotto il profilo funzionale («nelle deliberazioni negative (...) il procedimento si perfeziona, in quanto una maggioranza si forma, e quindi diremmo che una deliberazione sussiste, anche se manca il momento dell'attribuzione del proposto, ma respinto, valore finale»: cfr. P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, cit., 53 s.), la decisione del curatore, all'inverso, è deliberazione in senso funzionale, sotto il profilo dell'attribuzione del valore organizzativo, pur in mancanza dell'elemento strutturale del procedimento societario. In quest'ottica, potrebbe dirsi che la decisione del curatore rappresenti la fattispecie estrema e anomala del fenomeno deliberativo, alla quale comunque si applica – ai sensi del rinvio contenuto nell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi – la disciplina dettata dagli artt. 2377 ss. c.c. (sia pure nei limiti della compatibilità) e che, dunque, potrebbe assumere rilievo, quale *Minimalthbestand*, ai fini della individuazione del nucleo minimo e costante che caratterizza il regime dell'impugnazione a prescindere dal contesto in cui quest'ultimo è chiamato ad operare (cfr. *supra*, nt. 3). Sulla rilevanza del caso normale o dell'ipotesi anormale ai fini della ricostruzione degli istituti giuridici, si veda – con una netta opzione nel primo senso – W. BIGIAMI, «Normalità» e «anormalità» nella costruzione giuridica, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, 518 ss.

comma della disposizione<sup>16</sup> – una funzione *costitutiva* dei poteri societari del curatore. In difetto dell’inserimento dell’operazione nel programma (approvato dal comitato dei creditori), il potere deliberativo resta rimesso degli ordinari processi decisionali societari (nei limiti, naturalmente, della compatibilità con la procedura di liquidazione giudiziale)<sup>17</sup>, con la conseguenza che non può dubitarsi che il programma di liquidazione rappresenti il primo, indefettibile momento della sequenza procedimentale endoconcorsuale delineata dall’art. 264 Codice della Crisi.

Ciò che invece appare meno limpido è se la gamma dei poteri che il programma di liquidazione è abilitato ad assoggettare al regime procedimentale concorsuale coincida con l’intero perimetro della competenza deliberativa che il diritto societario assegna agli organi sociali nella società *in bonis*. Il dubbio deriva dal fatto che l’art. 264 Codice della Crisi non prevede una traslazione generale di poteri in favore del curatore, ma menziona a tal fine, in aggiunta alla generalità dei «*poteri dell’assemblea dei soci*» (art. 264, comma 2, Codice della Crisi), soltanto una determinata categoria di operazioni societarie, individuate con la formula – non certo priva di ambiguità – «*atti o operazioni riguardanti l’organizzazione e la struttura finanziaria della società*» (art. 264, comma 1, Codice della Crisi).

Certo è che l’ampia previsione del comma 2 dell’art. 264 Codice della Crisi già legittima l’attribuzione al curatore dell’intero novero delle competenze deliberative dei soci, e ciò a prescindere dalla fonte, legale o statutaria, e dalla natura, decisionale o meramente autorizzativa, del potere trasferito<sup>18</sup>. Poiché, dunque, tutte le prerogative assembleari sono assorbite dalla fattispecie delineata nel secondo comma, deve conseguentemente ritenersi – per sottrazione – che il riferimento contenuto nel primo comma dell’art. 264 Codice della Crisi agli «*atti o operazioni riguardanti l’organizzazione e la struttura finanziaria della società*» interessi ambiti di competenza propri di organi diversi dall’assemblea, aprendo alla concorsualizzazione dei poteri rientranti nella sfera d’azione dell’*organo amministrativo*. Per individuare, poi, quale sia l’esatta porzione di questi ultimi che il programma di liquidazione può trasferire al curatore, è opportuno considerare un duplice ordine di argomenti:

(i) qualunque sia l’estensione che si intenda assegnare a una tale categoria di «*atti o operazioni*», è evidente che i poteri «*riguardanti l’organizzazione e la struttura finanziaria della società*» non esauriscono affatto l’intero ambito delle competenze dell’or-

<sup>16</sup> Il tenore letterale dell’art. 264 Codice della Crisi esprime l’intenzione del legislatore della riforma di assoggettare ad un regime procedimentale parzialmente diverso le decisioni del curatore rientranti nel perimetro del primo comma rispetto a quelle tipizzate nel secondo comma: mentre le prime (decisioni su «*atti o operazioni riguardanti l’organizzazione e la struttura finanziaria della società*») costituiscono parte integrante dei poteri del curatore per il mero fatto di essere *previste* nel programma di liquidazione (senza che sia richiesto che il programma disponga anche in ordine all’attribuzione della relativa competenza), le seconde (decisioni rientranti nei «*poteri dell’assemblea dei soci*») presuppongono che oggetto di disposizione nel programma di liquidazione sia proprio la competenza decisoria, non essendo sufficiente la sola inclusione dell’operazione nel programma senza un’esplicita traslazione del potere al curatore (salvo poi doversi chiedere l’attribuzione al curatore abbia carattere concorrente con l’assemblea oppure, come appare preferibile, si configuri come un trasferimento di competenze privativo). In tal senso cfr. P.P. FERRARO, *Il governo delle società in liquidazione concorsuale*, cit., 244.

<sup>17</sup> Cfr. I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 443, nt. 125.

<sup>18</sup> Per una sintesi sistematica delle varie ipotesi di competenze assembleari e del relativo regime, cfr. M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss. (ove ulteriori riferimenti).

gano amministrativo di una società per azioni, né invero di una società a responsabilità limitata: le competenze degli amministratori, prima che sull'organizzazione e la struttura finanziaria della società, si incentrano sulla gestione dell'*impresa* (artt. 2380-*bis* e 2475 c.c.)<sup>19</sup>, e dunque sull'attività avente ad oggetto la gestione del patrimonio in funzione produttiva (o liquidativa);

(ii) tuttavia, le competenze dell'organo amministrativo, che *non* riguardano «l'organizzazione e la struttura finanziaria della società» ma l'*impresa* e il patrimonio, costituiscono già parte integrante dei *poteri originari* del Curatore: la gestione del patrimonio e, in caso di esercizio provvisorio, la gestione dell'*impresa* sono funzioni attribuite al curatore direttamente dalla legge (artt. 128 e 211 Codice della Crisi), senza che il programma di liquidazione possa aggiungere alcunché – se non in funzione meramente programmatica – rispetto a un assetto di poteri che rappresenta il nucleo essenziale e inderogabile delle prerogative del gestore della procedura di liquidazione giudiziale.

Su tali basi, deve escludersi che la formula «atti o operazioni riguardanti l'organizzazione e la struttura finanziaria della società» abbia una portata limitativa dei poteri societari attribuibili al curatore ai sensi dell'art. 264, comma 1, Codice della Crisi<sup>20</sup>. Con un'espressione siffatta si è inteso esclusivamente indicare, per sottrazione, quella porzione residuale di potere decisorio che rientra nelle attribuzioni dell'organo amministrativo della società *in bonis* (e non in quelle dell'assemblea ai sensi del secondo comma dell'art. 264 Codice della Crisi), ma non attiene alle funzioni legali originarie del curatore di amministrazione del patrimonio (o di gestione dell'*impresa* in senso stretto). Si tratta, in positivo, di quel nucleo di competenze dell'organo amministrativo che sono accomunate dall'incidenza sulla struttura finanziaria (in senso lato), quali la costituzione di patrimoni destinati (2447-*ter* c.c.), l'emissione di obbligazioni non convertibili (art. 2410 c.c.), aumenti di capitale (o prestiti obbligazionari convertibili) delegati (artt. 2443 e 2420-*ter* c.c.), nonché le competenze statutariamente trasferite all'organo amministrativo in conformità all'art. 2365 c.c.<sup>21</sup>.

Se si considera – dunque – che le funzioni propriamente gestorie spettano al curatore per investitura legale originaria (artt. 128 e 211 Codice della Crisi), può concludersi che i poteri decisori trasferibili al curatore in forza del programma di liquidazione ai

<sup>19</sup> Come nota M. SCIUTO, *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, vol. II, *Il diritto della crisi d'impresa*, Torino, 2019, 340, l'art. 264, comma 1, Codice della Crisi, fa riferimento agli atti riguardanti la struttura finanziaria e l'organizzazione della società, ma non dell'*impresa*.

<sup>20</sup> Alla medesima conclusione giungono, sia pure sulla base di argomenti (almeno in parte) diversi da quelli spesi nel testo, G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1261; I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 439 s.

<sup>21</sup> Stante il carattere residuale della fattispecie dell'art. 264, comma 1, Codice della Crisi, non pare sussistano particolari ostacoli a includere nei poteri attribuibili al curatore anche quello di approvare la *proposta di concordato nella liquidazione giudiziale* (in senso contrario v. tuttavia G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1261). Se è vero che l'art. 240 Codice della Crisi non annovera tuttora il curatore fra i soggetti legittimati a proporre il concordato, è altrettanto vero che, nel caso considerato, il curatore – in forza di un potere derivante dall'inserimento dell'operazione nel programma di liquidazione – approverebbe la proposta di concordato in luogo dell'organo amministrativo della società debitrice (competente – salva diversa disposizione statutaria – ai sensi dell'art. 265, comma 2, lett. b), Codice della Crisi), la quale assumerebbe, di conseguenza, il ruolo di soggetto proponente (e, come è noto, il debitore rientra fra i soggetti legittimati ai sensi dell'art. 240 Codice della Crisi, sia pure con l'obbligo di apportare «risorse che incrementino il valore dell'attivo di almeno il dieci per cento»).

sensi dell'art. 264 Codice della Crisi si estendono all'intero perimetro dei poteri dell'assemblea dei soci (comma secondo) nonché dei residui poteri dell'organo amministrativo (comma primo)<sup>22</sup>. Di tal che sembra potersi prospettare una vera e propria equivalenza funzionale fra la deliberazione societaria e il fatto procedimentale di diritto concorsuale, nel senso che quest'ultimo è effettivamente in grado di produrre l'intera gamma dei valori organizzativi che, prima dell'apertura della liquidazione giudiziale, erano propri della prima.

6. *L'impugnazione delle decisioni del curatore.* – La disarticolazione dei due profili, funzionale e strutturale, della deliberazione offre anche un criterio per orientarsi all'interno del regime normativo – sospeso fra il diritto concorsuale (art. 133 Codice della Crisi) e il diritto societario (artt. 2377 ss. c.c.) – dell'impugnazione delle decisioni del curatore «che non sono prese in conformità della legge o dell'atto costitutivo» (art. 264, comma 2, Codice della Crisi). Se ai due menzionati profili corrisponde – sul piano fisiologico – un differente parametro di conformità del potere decisorio (societario e concorsuale)<sup>23</sup>, l'ambiguità della disciplina del rimedio potrebbe trovare composizione configurandosi – anche sul piano patologico – *due distinte ipotesi di "non conformità"* (rispettivamente, societaria o concorsuale), assoggettate a regole (almeno in parte) diverse ai fini dell'esercizio del contropotere di impugnazione.

In effetti, il regime dell'impugnazione rappresenta l'aspetto più delicato del già complesso problema dei poteri organizzativi del curatore, nel quale l'intreccio fra diritto societario e diritto concorsuale diventa quasi inestricabile, tanto da trasformare la potenziale sovrapposizione normativa in un vero e proprio conflitto di norme.

A questo riguardo, basti ricordare che l'art. 264 Codice della Crisi – sia nel primo sia nel secondo comma – individua nel reclamo al giudice delegato (art. 133 Codice della Crisi) l'unico mezzo processuale per reagire avverso le decisioni del curatore, incanalando, dunque, l'impugnazione in un procedimento a cognizione sommaria assoggettato a termini brevissimi (otto giorni dalla conoscenza della decisione) e con una legittimazione estesa a «ogni interessato». Tuttavia, lo stesso art. 264 del Codice – nel comma 2 – richiama anche, quale parte integrante del regime dell'impugnazione mediante reclamo, *l'intera disciplina societaria dell'impugnazione delle deliberazioni assembleari* (artt. 2377 ss. e 2479-ter c.c.), che – come è noto – è governata da regole (processuali e sostanziali) nettamente differenti, se non radicalmente incompatibili, rispetto a quelle dettate per il reclamo tipizzato dall'art. 133 Codice della Crisi, quali in particolare: (i) l'idoneità della pronuncia di invalidità a produrre effetti *erga omnes* estesi all'intera organizzazione sociale all'esito di un giudizio a cognizione piena (art. 2377, comma 7, c.c.); (ii) la legittimazione ristretta ai soci (e neppure a tutti i soci), salvi i casi tassativi di nullità nei quali la legittimazione si estende a qualunque interessato (art. 2379 c.c.); (iii) i termini per impugnare più ampi di quelli del reclamo (novanta giorni per l'annullamento e tre anni per la nullità).

Escluso, sotto il profilo processuale, che l'opzione endoconcorsuale possa disattiva-

<sup>22</sup> Cfr. G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1261.

<sup>23</sup> Cfr. *supra*, § 4.

re il principio, coesenziale al concetto stesso di impugnazione, dell'idoneità della pronuncia di invalidità a formare giudicato *ultra partes* (art. 2377, comma 7, c.c.)<sup>24</sup>, resta il fatto che ogni tentativo di coordinare i due nuclei normativi richiamati per regolare gli aspetti *sostanziali* dell'impugnazione pare destinato a fallire: nulla della disciplina di diritto societario degli artt. 2377 ss. c.c. – e in particolare la legittimazione e i termini per impugnare – sembrerebbe potersi ritenere compatibile, né rendersi compatibile, con il reclamo al giudice delegato di cui all'art. 133 Codice della Crisi<sup>25</sup>.

L'unica soluzione idonea ad attribuire un senso compiuto al duplice richiamo di due norme incompatibili appare dunque quella di negare, a monte, l'unitarietà della fattispecie alla base del rimedio dell'impugnazione e di scindere quest'ultima – come si è accennato – in *due distinte fattispecie di "non conformità"*, in corrispondenza dei due profili costitutivi, funzionale e strutturale, della decisione del curatore: *da un lato*, il *valore organizzativo*, che resta governato dal diritto delle società e, di conseguenza, presuppone il rispetto (anche da parte del curatore) delle regole dell'ordinamento societario; *dall'altro*, il *procedimento*, che è assorbito nella disciplina endoconcorsuale della liquidazione giudiziale, con integrale disattivazione della disciplina del procedimento assembleare.

In questa prospettiva, si potrebbe ipotizzare che il duplice richiamo agli artt. 2377 ss. c.c. e all'art. 133 Codice della Crisi sottenda anche una corrispondente *bipartizione* del regime dell'impugnazione, a seconda che la "non conformità" attenga al profilo funzionale, e dunque consista nella violazione delle regole societarie (legali o statutarie) sulla produzione del valore organizzativo della decisione (la violazione di limiti all'esercizio del potere stabiliti dallo statuto oppure dalla legge, come, ad esempio, i vincoli sulla determinazione del prezzo emissione delle azioni previsti dall'art. 2441 c.c. in caso di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione)<sup>26</sup>; oppure at-

<sup>24</sup> Ai sensi dell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi, l'impugnazione delle decisioni del curatore può essere proposta *esclusivamente* «con reclamo al giudice delegato ai sensi dell'articolo 133», strumento normalmente inidoneo a regolare i conflitti con la certezza propria del giudicato (cfr. *supra*, nt. 12). Se, dunque, il procedimento endoconcorsuale di reclamo si sostituisce al processo di cognizione, non occorre tuttavia dimenticare che l'idoneità della pronuncia di invalidità a formare giudicato e a produrre effetti nei confronti di tutti i soci costituisce principio coesenziale al concetto stesso di impugnazione (cfr. *supra*, nt. 7). Ne consegue che – se di impugnazione si tratta (come, del resto, prevede l'art. 264, comma 2, Codice della Crisi) – sarà la disciplina processuale del reclamo a doversi adeguare al principio sancito dall'art. 2377, comma 7, c.c. e non viceversa (in particolare, ammettendo gli interventi di terzi e ampliando le garanzie del contraddittorio), trasformandosi – in tale ipotesi – il reclamo in un procedimento necessariamente connotato da carattere decisorio.

<sup>25</sup> Né pare potersi sostenere che il duplice richiamo agli artt. 2377 ss. e 133 Codice della Crisi consenta l'attivazione concorrente di entrambi i rimedi (l'impugnazione e il reclamo) secondo il regime proprio di ciascuno (orientato in tal senso parrebbe, invece, N. USAI, *Le operazioni sul capitale della società nel Codice della crisi*, cit., 14). A parte la difficoltà di coordinare in concreto i due strumenti, una siffatta conclusione trova ostacolo sia, sotto il profilo testuale, nel tenore dell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi (nel quale si precisa che l'impugnazione della decisione non conforme si propone «con reclamo al giudice delegato»), sia, sotto il profilo sistematico, nel principio di concentrazione degli strumenti di tutela in sede endoconcorsuale (di cui è espressione anche l'art. 116 Codice della Crisi: cfr. G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1262).

<sup>26</sup> Ai fine di delimitare le *non conformità societarie*, in relazione alle quali può trovare applicazione la disciplina degli artt. 2377 ss. c.c. nel contesto dell'art. 264, comma 2, Codice della Crisi, occorre invero selezionare, all'interno delle regole (legali e statutarie) dell'ordinamento societario, quelle che *non* attengono al procedimento decisorio (interamente soppiantato, come si è detto, dalla sequenza procedimentale di diritto concorsuale) e che, invece, si incentrano sul profilo funzionale condizionando la produzione del va-



tenga al profilo strutturale, traducendosi nella contrarietà della decisione alla norme di diritto concorsuale sul procedimento decisorio del curatore (ad esempio, la decisione assunta in difetto di inserimento dell'operazione nel programma di liquidazione). Più in particolare:

(i) per queste ultime, le *non conformità concorsuali*, non pare sussistano ostacoli all'integrale applicazione della disciplina del reclamo al giudice delegato ai sensi dell'art. 133 Codice della Crisi, con la conseguenza di estendere il potere di impugnazione – in coerenza con l'interesse protetto dalle norme violate – anche ai creditori concorsuali, al pari di ogni altro interessato (sia pure entro il più ristretto termine di otto giorni dalla conoscenza della decisione);

(ii) per le altre, le *non conformità societarie*, la disciplina del reclamo potrebbe essere integrata con una (parziale) applicazione del regime dell'impugnazione delle deliberazioni assembleari (art. 2377 ss. c.c.), in modo tale da circoscrivere ai soci – ai sensi degli artt. 2377, commi 2 e 3, c.c. e 2479-ter c.c. – la legittimazione a reagire con l'impugnazione dinanzi a violazioni – quali quelle delle norme societarie in senso stretto – che attengano (essenzialmente) alla tutela dei loro interessi partecipativi (salvi, naturalmente, i casi di nullità).

In quest'ottica, sembra possibile creare le basi per impostare una più ampia riflessione – che travalica i confini di questa indagine – con l'obiettivo di costruire il rimedio dell'impugnazione delle decisioni del curatore in diretta correlazione con l'interesse sotteso alla norma violata dalla decisione “non conforme”. Con il duplice risultato, inoltre, non solo di refigurare un regime del rimedio suscettibile di modellarsi a seconda del tipo di vizio – societario o concorsuale – della decisione del curatore, ma anche di mettere nuovamente alla prova, rispetto alla fattispecie estrema tipizzata dall'art. 264 Codice della Crisi, la nota elasticità e la conseguente capacità di adattamento del modello normativo coniato dagli artt. 2377 ss. c.c.

---

*lore organizzativo* della decisione. In quest'ottica, appare esemplare il caso dei limiti previsti dall'art. 2441, comma 6, c.c. in tema di esclusione del diritto di opzione: se – infatti – le regole procedurali sulla tutela informativa dei soci (relazione degli amministratori, parere dell'organo di controllo e diritto di informazione preassembleare dei soci) sono da ritenersi assorbite nella disciplina dei procedimenti decisorii concorsuali, a diversa conclusione potrebbe giungersi con riguardo alla tutela economica derivante dalla predeterminazione dei criteri per la fissazione del prezzo di emissione delle azioni (art. 2441, comma 6, ultimo periodo, c.c.), che si presta ad essere annoverata fra i limiti sostanziali al potere decisorio, destinati a condizionare anche la conformità alla legge della decisione di aumento di capitale eventualmente assunta dal curatore ai sensi dell'art. 264 Codice della Crisi. Una siffatta conclusione appare coerente sia con la tendenza del sistema a spostare, nel contesto delle procedure concorsuali, la tutela dei soci dal profilo procedimentali a quello essenzialmente patrimoniale (su quest'ultimo aspetto, v. I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, cit., 433 ss.); sia con il consequenziale assunto secondo cui la tutela reale dei soci in sede concorsuale presupponga la persistenza di un valore patrimoniale residuo della partecipazione sociale anche se in un'ottica prospettica (cfr. G. D'ATTORE, *La liquidazione giudiziale delle società e delle imprese collettive non societarie*, cit., 1262 ss.).

# EFFICIENZA DELLA DISCIPLINA DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI E TUTELA DEL MERCATO TRA “DIRITTO SOCIETARIO DELLA CRISI” E CODICE DELLA CRISI \*

di *Paolo Piscitello*

SOMMARIO: 1. Il problema dell'efficienza della disciplina della responsabilità degli amministratori nel codice della crisi. – 2. Emersione tempestiva della crisi d'impresa e responsabilità dei componenti degli organi sociali. – 3. I riflessi sul mercato dei criteri di determinazione del danno risarcibile. – 4. Tutela del mercato e responsabilità degli amministratori. – 5. L'efficienza della disciplina della responsabilità degli organi sociali nel codice della crisi.

1. *Il problema dell'efficienza della disciplina della responsabilità degli amministratori nel codice della crisi.* – Alcuni anni or sono in un importante contributo sull'efficienza delle regole giuridiche, Francesco Denozza segnalava come la disciplina della responsabilità degli amministratori di società per azioni costituisca un caso emblematico delle complesse relazioni che intercorrono tra le esigenze di controllo e quelle di speditezza nell'esecuzione dei compiti, aggiungendo che amministratori «spaventati dall'ampiezza e dalla severità delle norme, che ne prevedono la responsabilità, non si presentano certo come efficienti gestori delle attività imprenditoriali»<sup>1</sup>.

Non va sottovalutato poi come la regolamentazione della responsabilità degli amministratori coinvolga un vasto novero di interessi quali quelli dei soci, dei creditori sociali e di terzi, che hanno instaurato rapporti economici con la società. Inoltre, la circostanza che gran parte delle relative azioni viene esercitata dagli organi delle procedure concorsuali comporta che la tematica dell'efficienza della disciplina vada analizzata con riferimento alle possibilità di recupero di attività da distribuire ai creditori ammessi al passivo, nonché tenendo conto dei riflessi della regolamentazione sulle prospettive di risanamento dell'impresa.

Una riflessione indirizzata in tale prospettiva, che già appare di per sé di notevole interesse, è ancora più proficua alla luce delle norme in tema di responsabilità dei componenti degli organi sociali del codice della crisi e dell'insolvenza e del d.l. 24 agosto 2021, n. 118. L'intervento del legislatore si sviluppa in due direttrici: da un lato, è previsto un articolato complesso di regole volto a consentire un'emersione tempestiva della crisi d'impresa; dall'altro, vengono recepiti gli orientamenti giurisprudenziali in tema di responsabilità degli amministratori per la violazione delle norme che limitano il

---

\* Il lavoro è stato terminato prima della pubblicazione del d.l. 17 giugno 2022, n. 83, che ha modificato la disciplina del codice della crisi e dell'insolvenza.

<sup>1</sup> Così, F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 93.

potere di gestire la società ai soli fini della conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. In questa prospettiva, è stato accolto dal legislatore, per la determinazione del danno risarcibile, il criterio della differenza dei netti patrimoniali nell'ipotesi in cui venga violata la disciplina che limita la gestione della società, in presenza di una causa di scioglimento, alla sola conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale (art. 2486, comma 3, c.c.); e, limitatamente ai casi di mancanza delle scritture contabili, di irregolarità delle stesse o di altre ragioni ostative alla determinazione dei netti, è stata adottata la regola della quantificazione del danno in un importo corrispondente alla differenza tra passivo ed attivo della procedura concorsuale.

Nell'ambito delle diverse e variegate questioni che coinvolgono la tematica dell'efficienza della disciplina della responsabilità degli amministratori, si concentrerà l'attenzione sulle relazioni tra la regolamentazione vigente e la tutela del mercato. Al proposito, nella consapevolezza della difficoltà di una individuazione esaustiva delle diverse problematiche, meritano di essere segnalati i seguenti profili: *a)* i rapporti tra l'emersione tempestiva della crisi d'impresa e la responsabilità dei componenti degli organi sociali; *b)* i riflessi dei criteri di determinazione del danno risarcibile; *c)* i nessi tra l'efficienza della disciplina della responsabilità degli amministratori e la tutela del mercato.

*2. Emersione tempestiva della crisi d'impresa e responsabilità dei componenti degli organi sociali.* – Nella prospettiva di indagine delineata, è in primo luogo opportuno concentrare l'attenzione sui riflessi sul mercato della regolamentazione volta a favorire un'emersione tempestiva della crisi d'impresa<sup>2</sup>. Con riferimento a tale profilo, va rilevato che il dato da cui partire è l'accoglimento da parte del legislatore della riforma di una siffatta prospettiva, nella consapevolezza dei vantaggi di un'adozione delle misure indispensabili ad evitare un aggravamento della situazione economica<sup>3</sup>. È vero, infatti, che, quando si diffonde la notizia una crisi aziendale, si determina una gara al ricorso ad azioni conservative tra i creditori, che può comportare un peggioramento<sup>4</sup> ed arrivare addirittura alla creazione di un "cordone sanitario" intorno all'impresa in difficoltà. È, tuttavia, altrettanto vero che le possibilità di successo di un intervento di risanamen-

<sup>2</sup> In argomento, tra i molti, F. BARACHINI, *Le procedure di allerta e di composizione assistita della crisi nel progetto di legge delega di riforma della legge fallimentare*, in L. CALVOSA (a cura di), *Crisi di impresa e insolvenza. Prospettive di riforma*, Pisa, 2017, 41 ss.; G. BONFANTE, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Le misure d'allerta*, in *Giur. it.*, 2019, 1970 ss.; G. D'ATTORRE, *Gli OCRI: compiti, composizione e funzionamento nel procedimento di allerta*, in *Fall.*, 2019, 1429; M. FERRO, *Allerta e composizione assistita della crisi nel D.Lgs. n. 14/2019: le istituzioni della concorsualità preventiva*, in *Fall.*, 2019, 425; A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, in *Fall.*, 2019, 409 ss.; A. JORIO, *Su allerta e dintorni*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 261 ss.; M. PERRINO, *Crisi di impresa e allerta: indici, strumenti e procedure*, in *Corr. giur.*, 2019, 661; R. ROSAPEPE, *La composizione assistita della crisi*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 463; D. SEGA, *Allerta e prevenzione: nuovi paradigmi della crisi di impresa*, in *Nuova giur. civ.*, 2019, 1101; L. STANGHELLINI, *Il codice della crisi di impresa: una primissima lettura (con qualche critica)*, in *Corr. giur.*, 2019, 452.

<sup>3</sup> In luogo di molti, S. DE MATTEIS, *L'emersione anticipata della crisi d'impresa. Modelli attuali e prospettive di sviluppo*, Milano, 2017, 345 ss.

<sup>4</sup> Per queste considerazioni, M. SANDULLI, *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, in *Fall.*, 2009, 1102.

to sono direttamente proporzionali alla tempestività dello stesso e gli eventuali ritardi possono comportare che lo stato di crisi degeneri in vera e propria insolvenza.

È noto che, per la realizzazione di tali finalità, il codice della crisi contempla un sistema complesso, non privo di criticità, in cui un ruolo centrale viene affidato agli esponenti aziendali<sup>5</sup>. Il riferimento è naturalmente alle disposizioni con cui si impone agli organi di controllo societari ed alle società di revisione di verificare che gli amministratori valutino costantemente se l'assetto organizzativo dell'impresa è adeguato, se sussiste l'equilibrio economico-finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione, nonché di segnalare immediatamente allo stesso organo amministrativo l'esistenza di fondati indizi di crisi (art. 14, commi 1 e 2, c.c.i.i.)<sup>6</sup>.

Il modello delineato dal legislatore viene completato da una peculiare regolamentazione della posizione dei componenti degli organi di controllo, statuendo che la solerte segnalazione agli amministratori costituisce, in presenza di determinati presupposti, *causa di esonero* dalla responsabilità solidale per le conseguenze pregiudizievoli delle omissioni o azioni successivamente poste in essere, che non siano conseguenza diretta di decisioni assunte prima della segnalazione (art. 14, comma 3, c.c.i.i.). E tale responsabilità può essere fatta valere dal curatore nei confronti di coloro che non abbiano posto in essere le azioni necessarie per un'emersione tempestiva della crisi dell'impresa.

Una regolamentazione in parte analoga è contenuta nel d.l. 24 agosto 2021, n. 118, che contiene, tra l'altro, *Misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale*, allorché prevede che l'organo di controllo segnala per iscritto agli amministratori la sussistenza dei presupposti per la presentazione alla camera di commercio, industria, artigianato ed agricoltura dell'istanza per la nomina di un esperto indipendente (art. 15, comma 1, d.l. 24 agosto 2021, n. 118), precisando che la tempestiva segnalazione all'organo amministrativo e la vigilanza sulle trattative sono valutate ai fini della responsabilità prevista dall'art. 2407 c.c. (art. 15, comma 2, d.l. 24 agosto 2021, n. 118).

Senza addentrarsi nel tema della differente formulazione e del diverso contenuto precettivo di tali disposizioni con riferimento all'esonero della responsabilità dei componenti dell'organo di controllo<sup>7</sup> preme sottolineare come, anche in tale testo normati-

<sup>5</sup> In argomento, M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Le nuove leggi*, 2019, 1160 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Procedure d'allerta, poteri individuali degli amministratori non delegati e altre considerazioni sulla composizione anticipata della crisi*, in *Riv. soc.*, 2018, 171 ss.; nonché, per un'interessante analisi in una prospettiva di armonizzazione della disciplina delle crisi d'impresa, G. STRAMPELLI, *Verso una disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 637 ss.

<sup>6</sup> Tra gli altri, F. BRIZZI, *Procedure di allerta e doveri degli organi di gestione e controllo: tra nuovo diritto della crisi e diritto societario*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 363 ss.; G.M. BUTA, *Gli obblighi di segnalazione dell'organo di controllo e del revisore nell'allerta sulla crisi d'impresa*, in *Le nuove leggi*, 2019, 1184 ss.; A. MIRONE, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 49 ss.; R. RUSSO, *Collegio sindacale e prevenzione della crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 119 ss.; P. VALENSISE, *Il ruolo dell'organo di controllo nella procedura c.d. di "allerta" tra legge delega e "codice della crisi": nuove soluzioni o nuovi problemi?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 676 ss.; ID., *Organi di controllo nelle procedure di allerta*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 583 ss.; A. ZANARDO, *Considerazioni sull'ambito di applicazione degli strumenti di allerta: è davvero così esteso come sembra?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 141 ss.

<sup>7</sup> Vedi, in argomento, le considerazioni di AMBROSINI, *Appunti sui doveri degli amministratori di s.p.a. e sulle azioni di responsabilità alla luce del codice della crisi e della "miniriforma" del 2001*, in *ristrutturazioni aziendali.ilcaso.it.*, 25 ss.

vo, venga correlato all'attività volta a favorire una emersione tempestiva della crisi un temperamento della disciplina della responsabilità degli organi di controllo.

In questo quadro, è indispensabile svolgere qualche breve considerazione sulle conseguenze in tema di responsabilità degli esponenti aziendali e, soprattutto, dei possibili riflessi sul mercato di siffatte disposizioni. In tale prospettiva, prescindendo dalla valutazione degli effetti della nuova disciplina, atteso che l'esonero di responsabilità potrebbe favorire lo sviluppo di un orientamento giurisprudenziale volto a collegare meccanicamente la responsabilità alla mancata segnalazione, è il caso di soffermarsi sulle possibili conseguenze sul mercato del sistema introdotto dal codice della crisi. Al riguardo, non sembra azzardato prevedere che, in gran parte dei casi, si verificherà un'anticipazione dell'emersione della crisi, nonché una maggiore diffusione delle relative notizie tra gli operatori del settore. Si tratta di situazione che, se ben gestita, potrebbe avere conseguenze positive, se si tiene presente che i fornitori ed, in genere, coloro che hanno instaurato rapporti contrattuali con l'impresa, possono oggi giovarsi della riduzione dei termini per l'esercizio delle revocatorie e, soprattutto dell'esonero, per i pagamenti di beni e servizi effettuati nei termini d'uso (art. 67, comma 3, lett. a, legge fall. ed art. 166, comma 3, lett. a, c.c.i.i.), al fine di consentire la prosecuzione dei rapporti commerciali<sup>8</sup>.

La solerte segnalazione da parte degli organi di controllo e dei revisori potrebbe favorire un intervento volto al risanamento, senza che si interrompano le abituali relazioni economiche. Conseguenza di tale situazione potrebbe essere la riduzione al minimo degli effetti sulle imprese il cui fatturato è, in larga parte, collegato a quello dell'imprenditore in crisi (c.d. *imprese satellite*), soprattutto, nel caso di organismi di dimensioni medio grandi, evitando un *effetto espansivo*. Per altro, va rimarcato che la mancata rilevazione della crisi determina non pochi riflessi sul mercato, dato che i terzi continuano a fare affidamento sulla solvibilità della società, mentre una emersione tempestiva evita l'interruzione brutale dei rapporti economici.

Da altro angolo visuale, non ci si può esimere dal rilevare come il tema in esame si ricollegli alla problematica classica della responsabilità per la non corretta redazione del bilancio di esercizio. In un'ottica di tutela del mercato, va sottolineata la correlazione tra dati non veritieri risultanti dal bilancio ed affidamento dei fornitori, che non hanno interrotto i rapporti con l'impresa in crisi; si tratta di profilo che comporterà comunque responsabilità dei componenti degli organi sociali, quando ai vizi del bilancio si affianchi la continuazione dell'attività con patrimonio netto negativo<sup>9</sup>. In tale direzione, il ruolo centrale attribuito all'informazione dalla disciplina dell'allerta rende an-

<sup>8</sup> *Ex multis*, G. CAVALLI, *L'esenzione dalla revocatoria fallimentare dei pagamenti eseguiti nei termini d'uso*, in *Fall.*, 2010, 373; ID., *Commento all'art. 67, 3° comma, lett. a), legge fall.*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, (diretto da) A. JORIO-M. FABIANI, t. I, artt. 1-103, Bologna, 2006, 945 ss.; V. GIORGI, *Le esenzioni dalla revocatoria fallimentare per favorire la normale prosecuzione dell'impresa (art. 67, 3° comma, lettere a ed f legge fallimentare)*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 392 ss.; F.S. MARTORANO, *L'esenzione dalla revocatoria dei pagamenti «nei termini d'uso»*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 191; B. MEOLI, *Vecchie e nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 224 ss.; C. PECORARO, *Quando i termini diventano d'uso ai fini dell'esenzione dalla revocatoria fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 316 ss.; M. PORZIO, *Effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, in V. BUONOCORE -A. BASSI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare*, vol. II, *Gli organi. Gli effetti. La disciplina penalistica*, Padova, 2010, 363 ss.; G. TERRANOVA, *La nuova disciplina delle revocatorie fallimentari*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 255 ss.; Gior. TARZIA, *Le esenzioni (vecchie e nuove) della revocatoria fallimentare*, in *Fall.*, 2005, 840.

<sup>9</sup> Su tale tematica, in luogo di molti, G. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, 8 ss.

cor più delicata la funzione del bilancio quale strumento principe di informazione dei terzi (e, quindi, del mercato) sulle condizioni economico-finanziarie della società, in quanto un bilancio non veritiero occulterà la crisi e faciliterà la propagazione della medesima ad altri imprenditori con un effetto espansivo che può, in alcuni casi, assumere dimensioni preoccupanti.

Sotto altro profilo, non va trascurato poi che i recenti approdi della giurisprudenza, che ha riconosciuto la legittimazione degli organi delle procedure concorsuali all'esercizio dell'azione di responsabilità per concessione abusiva del credito<sup>10</sup>, possono consentire di estendere la domanda risarcitoria anche alle banche, quando, finanziando l'impresa in assenza dei presupposti, abbiano contribuito a ritardare l'emersione della crisi sul mercato. In quest'ottica, l'esplicita previsione dell'obbligo di dare notizia agli organi di controllo societari, se esistenti, di eventuali revisioni o revoche degli affidamenti (art. 14, comma 4, c.c.i.i.) non è forse priva di significato in merito al ruolo delle banche ed in genere degli intermediari finanziari nella gestione dei flussi informativi relativi all'impresa.

3. *I riflessi sul mercato dei criteri di determinazione del danno risarcibile.* – Di notevole interesse, è altresì l'analisi dei riflessi sul mercato di altre norme sulla responsabilità dei componenti degli organi sociali del codice della crisi. Il riferimento è al tema della determinazione del danno risarcibile che, per i risvolti applicativi ed i rapporti con la regolamentazione generale della responsabilità civile, costituisce tradizionalmente uno dei profili di maggiore rilievo delle azioni promosse nei confronti degli esponenti aziendali.

Al riguardo, le norme del codice della crisi non hanno tardato a suscitare l'attenzione degli interpreti, là dove intervengono sul contenuto precettivo dell'art. 2486 c.c., recependo, in parte, i punti di approdo della tormentata evoluzione, che ha caratterizzato la giurisprudenza in materia<sup>11</sup>; meno approfonditi sono, invece, i risvolti di tale disciplina sul mercato.

---

<sup>10</sup> Nel senso della legittimazione del curatore fallimentare al risarcimento dei danni arrecati dalla concessione abusiva del credito, nell'ipotesi in cui il comportamento illecito sia stato posto in essere in concorso tra la banca e gli amministratori, vedi, Cass., 1° dicembre 2010, n. 13413, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1157 e Cass., 20 aprile 2017, n. 9983, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 162. Non può, peraltro, tacersi che, di recente, con due importanti pronunce, la Suprema Corte ha riconosciuto la legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio delle azioni di risarcimento danni nei confronti degli operatori bancari per abusiva concessione del credito, prescindendo dal concorso di responsabilità degli amministratori, in forza della considerazione che l'illecito nuovo finanziamento o il mantenimento dei contratti in corso arrecano pregiudizi ai creditori a causa della perdita della garanzia patrimoniale ex art. 2740 c.c. (si vedano, Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *dirittobancario.it*; Cass., 14 settembre 2021, n. 24725, in *Ilcaso.it*). Per la problematica del riconoscimento della legittimazione del curatore, mi permetto di rinviare al mio lavoro su *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 655 ss.; vedi, inoltre, con varietà di sfumature, tra i molti, B. INZITARI, *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Società*, 2007, 470 ss.; M. MIOLA, *La banca tra concessione ed interruzione del credito*, in *Attività bancaria e responsabilità*, Avellino, 2004, 232; A. NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, in G.B. PORTALE (a cura di), *Le operazioni bancarie*, t. I, Milano, 1978, 299; ID., *Note minime in tema di responsabilità per concessione «abusiva» di credito e legittimazione del curatore fallimentare*, in *Dir. banca, mer. fin.*, 2002, II, 299; nonché, di recente, successivamente al revirement della Suprema Corte, S. DELLE MONACHE, *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore*, in *Fall.*, 2021, 1329 ss.

<sup>11</sup> Vedi, S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 982, il quale afferma come la nuova disciplina realizzi un sostanziale passo indietro rispetto alla decisione della Cass., SS.UU. n. 9100/2015.

Il codice della crisi interviene sulla determinazione del danno risarcibile sotto due profili: l'introduzione del criterio della differenza dei netti patrimoniali in caso di violazione dell'obbligo di gestione meramente conservativa e l'espressa previsione del ricorso al parametro della differenza tra passivo ed attivo della procedura, nell'ipotesi in cui manchino le scritture contabili oppure, a causa dell'irregolarità delle stesse, o per altre ragioni, i netti patrimoniali non possano essere determinati (art. 2486, comma 3, c.c.)<sup>12</sup>.

È noto che il ricorso al parametro della differenza dei netti presenta aspetti negativi non trascurabili<sup>13</sup>. In questa prospettiva, non sembra azzardato rilevare che sarebbe stato preferibile individuare il danno nel risultato economico di periodo nella gestione ordinaria, atteso che tale criterio rischia di porre a carico di tutti gli amministratori gli effetti pregiudizievoli di operazioni straordinarie addebitabili solo ad alcuni di loro, poiché le conseguenze di queste concorrono a determinare l'entità del patrimonio al momento dell'apertura della procedura concorsuale<sup>14</sup>.

Per altro verso, l'intervento del legislatore lascia aperte non poche zone d'ombra in merito alla sfera di applicazione del meccanismo di quantificazione del danno risarcibile accolto dal legislatore. In proposito, non sembra condivisibile l'orientamento, secondo cui si verificherebbe lo scioglimento della società per impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale ex art. 2484, comma 1, n. 2), c.c. nelle ipotesi di venir meno della continuità aziendale, anche quando il patrimonio netto rimane superiore al capitale minimo legale<sup>15</sup>. Ed invero, ad una siffatta operazione ermeneutica osta la considerazione che la perdita della continuità aziendale costituisce l'espressione di un giudizio prognostico cui non sembra agevole ricollegare l'impossibilità definitiva di conseguire l'oggetto sociale ed il conseguente scioglimento<sup>16</sup>. Quindi, nell'ipotesi in cui non vi sia un patrimonio negativo, non sembrano esserci spazi per l'applicazione del criterio della

---

<sup>12</sup> Sotto questo aspetto, l'applicazione del parametro del *deficit* della procedura è modulato diversamente rispetto agli approdi della giurisprudenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, che aveva accolto in via equitativa il ricorso a tale criterio (Cass., SS.UU., 6 maggio 2015, n. 9100, in *Giur. comm.*, 2016, II, 529) e, quindi, con la possibilità per il giudice di avvalersi di tutti i correttivi consentiti in sede di liquidazione equitativa del danno, mentre la formulazione del codice della crisi appare più rigida (per queste considerazioni, N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile*, in *Società*, 2019, 411).

<sup>13</sup> E vedi, la puntuale analisi di V. DI CATALDO-S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 764, che non esitano a giudicare pericolosa l'eliminazione nella disciplina introdotta dal codice della crisi di ogni riferimento alle regole generali sul risarcimento del danno.

<sup>14</sup> Per queste considerazioni, R. SACCHI, *Sull'amministrazione nella s.r.l. dopo il Codice della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 692.

<sup>15</sup> Sul punto, con varietà di sfumature, tra gli altri, F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 287 s., per il quale nell'ipotesi di scioglimento della società per impossibilità di conseguire l'oggetto sociale può confluire il giudizio che gli amministratori sono tenuti a svolgere sull'accertamento della continuità aziendale; ID., *Il dibattito sui doveri degli amministratori in rapporto alla crisi d'impresa (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, II, 403 ss. ed in C. FABRICATORE-A. GEMMA-G. GUIZZI-N. RASCIO-A. SCOTTI (a cura di), *Liber amicorum per Paolo Pollice*, vol. I, Torino, 2020, 59 ss.; G. RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale ed adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 224 ss.; M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017, 71 ss.

<sup>16</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione e gestione dell'impresa nel codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 19.

differenza dei netti per la determinazione del danno risarcibile, perché non si è verificata alcuna causa di scioglimento, né sussiste l'obbligo degli amministratori di adottare una gestione conservativa<sup>17</sup>. Inoltre, una siffatta interpretazione potrebbe avere l'effetto di indurre gli amministratori ad adottare una gestione limitata alla conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale anche in fattispecie in cui, per le caratteristiche dell'azienda e del mercato dei servizi o dei prodotti di una determinata impresa, sussiste la possibilità di un risanamento<sup>18</sup>.

Non sembra poi che tale regola possa essere utilizzata per determinare l'ammontare del debito risarcitorio nell'ipotesi di violazioni diverse rispetto all'obbligo di perseguire una gestione meramente conservativa<sup>19</sup>. Ad un'interpretazione estensiva sembra ostare la circostanza che il modello adottato dal codice della crisi opera una quantificazione del danno, prescindendo dalle singole condotte illegittime, sicché appare ragionevole ritenere che, al di fuori della fattispecie testualmente prevista dall'art. 2486 c.c., il criterio dei netti patrimoniali possa essere impiegato solo quale parametro di carattere equitativo ai sensi dell'art. 1226 c.c.<sup>20</sup>.

D'altro canto, non appare revocabile in dubbio che la nuova disciplina può consentire agli organi della procedura un più agevole recupero di attività. Infatti, in seguito all'introduzione dei criteri di determinazione del danno risarcibile previsti dal nuovo testo dell'art. 2486, comma 3, c.c., si dovrebbe registrare un incremento della rapidità dei procedimenti relativi alle azioni di responsabilità, nonché una maggiore diffusione delle transazioni tra le procedure ed i componenti degli organi sociali. Conseguenze queste che dovrebbero condurre ad una più veloce (o, comunque, meno lenta) ripartizione tra i creditori degli importi recuperati, attenuando gli effetti dell'insolvenza e dell'apertura della procedura concorsuale sugli altri imprenditori.

Vero è poi che la previsione del criterio dei netti non è scevra di conseguenze sul mercato, ma consente di tutelare, attraverso l'incremento del risarcimento dei danni, gli interessi di creditori deboli, come quelli dei fornitori. Ne dovrebbe conseguire uno stimolo alla continuazione dei rapporti con le imprese in crisi; interesse quest'ultimo, che è altresì tutelato nella disciplina vigente della revocatoria fallimentare, attraverso l'esenzione dei pagamenti di beni e servizi effettuati nell'esercizio dell'attività d'impresa nei termini d'uso (artt. 67, comma 3, lett. a), legge fall. e 166, comma 3, lett. a, c.c.i.i.).

A ben vedere, il vero punto debole del parametro della differenza dei netti patrimoniali non è nei riflessi sul mercato, ma nella frequente sproporzione tra ammontare dei

<sup>17</sup> Vedi, con posizione non puntualmente coincidente con quanto sostenuto nel testo, V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione e gestione dell'impresa*, cit., 9, secondo cui, se ben ne intendo il pensiero, in tale fattispecie, sussiste l'obbligo di gestione conservativa, ma non può trovare applicazione il criterio della differenza dei netti patrimoniali per la quantificazione del danno risarcibile.

<sup>18</sup> In argomento, N. ABRIANI -A. ROSSI, *Nuova disciplina*, cit., 409 s., che rilevano come il vero *plus* della disciplina introdotta con il codice della crisi non sembra riguardare la determinazione quantitativa del danno, ma il nesso di causalità, dato che si presume esistente il pregiudizio quale conseguenza della continuazione dell'attività d'impresa.

<sup>19</sup> Così, invece, D. GALLETTI, *Brevi note sull'uso del criterio dei "netti patrimoniali di periodo" nelle azioni di responsabilità*, in *Il caso.it*, 13 ss.

<sup>20</sup> P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Le linee perimetrali dei criteri normativi di quantificazione del danno nella responsabilità degli amministratori di società di capitali*, in G.A. RESCIO-M. SPERANZIN (a cura di), *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, Torino, 2020, 337.



danni risarcibili e patrimoni personali dei componenti degli organi sociali. Sproporzione i cui effetti potrebbero, tuttavia, essere mitigati dalla sempre maggiore diffusione di polizze assicurative, nonché dall'eventuale accertamento di una responsabilità delle banche nell'illegittima prosecuzione dell'attività di impresa da parte degli amministratori della società fallita, in applicazione del nuovo corso della giurisprudenza della Corte di Cassazione, che riconosce la legittimazione agli organi delle procedure all'azione risarcitoria per abusiva concessione del credito<sup>21</sup>.

A valutazioni in parte analoghe si presta la tematica dei riflessi sul mercato dell'applicazione del criterio della differenza tra passivo ed attivo, che ha ricevuto esplicito riconoscimento normativo nella parte finale dell'art. 2486, comma 3, c.c., allorché prevede che, se mancano le scritture contabili oppure se, a causa dell'irregolarità delle stesse, o per altre ragioni, i netti patrimoniali non possono essere determinati, il danno risarcibile è liquidato in misura pari alla differenza tra passivo ed attivo.

I termini dell'evoluzione della problematica del criterio del *deficit* della procedura concorsuale, quale tecnica per la determinazione del danno risarcibile, sono ben noti e non richiedono di essere ripercorsi in questa sede. È sufficiente limitarsi, per un verso, a ricordare che l'ammontare del passivo può dipendere (ed, in gran parte dei casi, dipende) anche da ragioni (situazioni di mercato, ecc.), che non sono correlate all'indebitamento degli amministratori<sup>22</sup> e, per altro verso, a rilevare come lo sbilanciamento fallimentare tenga conto anche delle risultanze del procedimento di formazione dello stato passivo; il che può comportare, a causa di errori o omissioni dei creditori, la determinazione di un importo inferiore al complesso dei danni collegati al comportamento degli esponenti aziendali<sup>23</sup>. Non va trascurato poi che il differenziale tra passivo ed attivo non può rappresentare una corretta quantificazione del danno, poiché non tiene conto delle obbligazioni pregresse e di quelle che sarebbero comunque sorte in seguito alla liquidazione, né dei debiti derivanti dall'accesso alla procedura concorsuale e dalla gestione della medesima<sup>24</sup>.

<sup>21</sup> In argomento, vedi gli Autori citati *supra* alla nota n. 9 cui *adde*, S. CENNERAZZO, *Azione di responsabilità per concessione abusiva del credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 10 s.; I. PAGNI, *La concessione abusiva di credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela*, in *Società*, 2007, 444; V. PINTO, *La responsabilità da concessione abusiva di credito fra unità e pluralità*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1161; A. VISCUSI, *Profili di responsabilità della banca nella concessione abusiva del credito*, Milano, 2004, spec. 114 ss.; EAD., *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di responsabilità*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 648 ss.

<sup>22</sup> Vedi, in termini molto netti, A. JORIO, *La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 153 ss.; nonché, da ultimo, M. BUSSOLETTI, *Il fallimento della società: lo scioglimento e le responsabilità, fra diritto vigente e progetto di riforma*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, cit., 124.

<sup>23</sup> Per l'analisi delle obiezioni che possono essere poste all'impiego del criterio del *deficit* della procedura, quale tecnica di quantificazione del danno risarcibile, mi permetto di rinviare al mio lavoro su *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171, nonché, tra i molti, G. DONGIACOMO, *Le azioni di responsabilità nel fallimento*, in P. CELENTANO-E. FORGILLO (a cura di), *Fallimento e concordati*, Torino, 2008, 898; M. FRANZONI, *Della società per azioni*, III, *Dell'amministrazione e del controllo*, 1, *Disposizioni generali. Degli amministratori*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 527; L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2393 bis c.c.*, in G. NICCOLINI -A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, vol. III, Napoli, 2004, 71.

<sup>24</sup> In argomento, tra gli altri, V. CALANDRA BUONAURO, *Amministrazione e gestione dell'impresa*, cit.,

Alla luce di tali considerazioni, se è vero che l'applicazione del criterio del *deficit* può condurre ad un incremento dell'attività di recupero da parte degli organi della procedura e, quindi, di riflesso della soddisfazione delle ragioni dei creditori, non sembra che lo stesso possa essere utile per evitare situazioni di crisi aziendali *a cascata*, atteso che, come insegna l'esperienza, siffatto parametro trova, per lo più, applicazione in relazione a procedure di piccole dimensioni non in grado di avere ricadute rilevanti sulla posizione di altri imprenditori e, quindi, sul mercato.

Su un altro piano, non va trascurato come la rigorosa applicazione di tecniche di determinazione automatica dei danni risarcibili possa, in diversi casi, conciliarsi con maggior difficoltà con le esigenze di conservazione e risanamento dell'impresa, rispetto a criteri maggiormente selettivi, fondati sul pregiudizio arrecato al patrimonio sociale ed ai creditori dalle singole operazioni poste in essere. Ed invero, è plausibile ritenere che gli amministratori, per il timore di incorrere in violazioni dell'obbligo di gestione conservativa, siano indotti ad interrompere l'attività ordinaria anche in fattispecie in cui la continuazione dei rapporti possa essere utile in una prospettiva di risanamento dell'azienda. In quest'ottica, non va sottovalutato che la severità della disciplina dell'art. 2486, comma 3, c.c. possa essere di impedimento ad una gestione efficiente e determinare comportamenti dei gestori volti ad autotutelarsi da azioni risarcitorie, in contrasto con le esigenze dell'impresa<sup>25</sup>.

4. *Tutela del mercato e responsabilità degli amministratori.* – Non può essere revocato in dubbio che una disciplina efficiente della responsabilità degli amministratori può avere conseguenze favorevoli sul mercato; è, quindi, necessario individuare gli strumenti di politica legislativa idonei a perseguire un tale obiettivo.

Il tema si scompone in diversi aspetti: l'idoneità della regolamentazione della responsabilità dei componenti degli organi sociali a consentire il recupero di attivo da distribuire ai creditori e, quindi, a temperare le *conseguenze espansive* del dissesto sulle imprese che hanno relazioni commerciali con l'imprenditore insolvente; l'eventuale *funzione deterrente* della regolamentazione della responsabilità degli esponenti aziendali, in altre parole, l'attitudine ad assicurare una gestione rispettosa delle regole<sup>26</sup>; infine, i rapporti tra la disciplina della responsabilità e la selezione dei componenti degli organi sociali.

Sotto il primo profilo, non vi è dubbio che una regolamentazione rigorosa, in particolare attraverso l'accoglimento di regole di determinazione automatica dell'ammon-

---

21; nello stesso senso, E. GABRIELLI, *La quantificazione del danno nell'azione di responsabilità verso amministratori e sindaci della società fallita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 21; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali (artt. 2484-2496)*, in P. SCHLESINGER (fondato e già diretto da), F.D. BUSNELLI-G. PONZANELLI (continuato da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2021, 161 ss.; C. IBBA, *Codice della crisi e codice civile*, in *La società a responsabilità limitata*, cit., 623.

<sup>25</sup> E vedi i rilievi di F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, cit., 93, che acutamente nota come, di fronte ad una disciplina della responsabilità eccessivamente severa, l'amministratore avrà interesse a comportarsi come un *cautissimo burocrate*.

<sup>26</sup> Sul punto, C.F. GIAMPAOLINO, *Il "danno" ex art. 2486 c.c. (con alcune considerazioni in tema di concordato preventivo e discrezionalità amministrativa)*, in *La società a responsabilità limitata*, cit., 846, ove il rilievo che i danni quantificati ai sensi dell'art. 2486, comma 3, c.c. costituiscono una liquidazione automatica ispirata da una scelta di politica legislativa di deterrenza, piuttosto che di reintegrazione.

tare del danno risarcibile, possa agevolare l'incremento dell'attivo.

Al riguardo, l'esonero dalla prova del pregiudizio determinato dai singoli atti compiuti dagli amministratori, che segue la previsione di criteri automatici di quantificazione del danno risarcibile, rafforza la posizione degli organi della procedura e può facilitare la conclusione di accordi transattivi. In tale prospettiva, le somme recuperate possono incrementare l'attivo da distribuire ai creditori e, di conseguenza, incidere favorevolmente sulle posizioni di coloro che hanno instaurato rapporti con l'impresa in crisi, consentendo alle procedure di adempiere alle obbligazioni contratte con i terzi (fornitori, ecc.).

Di contro, l'esperienza insegna che le somme recuperate sono, di frequente, non molto alti e non sembra che l'accoglimento delle tecniche automatiche di individuazione del danno possa determinare un significativo mutamento, dato che, in gran parte dei casi, tale situazione dipende dalla sproporzione tra i patrimoni personali dei componenti degli organi sociali e l'entità delle richieste risarcitorie. Un incremento degli importi recuperabili potrebbe aversi in seguito ad una maggiore diffusione delle polizze assicurative degli esponenti aziendali a carico della società; diffusione che dovrebbe ostacolare, anche in imprese di non rilevanti dimensioni, la nomina di amministratori di comodo, consentendo a soggetti dotati di professionalità e competenze di eliminare (o quanto meno limitare) i rischi patrimoniali conseguenti all'accettazione della carica.

Con riferimento al secondo dei profili innanzi individuati, è noto che, in molti casi, le regole della responsabilità civile in tema di nesso di causalità, di onere della prova e di tecniche di determinazione del danno risarcibile impediscono alle azioni risarcitorie di svolgere un'adeguata funzione deterrente<sup>27</sup>. Tuttavia, in astratto, la nuova regolamentazione, che deroga ai principi civilistici, potrebbe costituire una remora a comportamenti scorretti degli amministratori, se si considera che l'introduzione di criteri automatici per il calcolo dell'importo del danno facilita la condanna dei componenti degli organi sociali al pagamento di importi rilevanti. Tali considerazioni rendono necessario precisare se, ed in quali ipotesi, la nuova disciplina possa costituire uno stimolo ad una gestione rigorosa ed efficiente o, quanto meno, a circoscrivere lo spazio degli inadempimenti in cui incorrono gli esponenti aziendali.

In proposito, riterrei che non possa propendersi per una soluzione unitaria, ma sia necessario distinguere, a seconda delle dimensioni e delle caratteristiche delle singole società.

In organismi di dimensioni medio-grandi, non si ricorre di frequente alla nomina di amministratori di comodo. Pertanto, la codificazione del criterio della differenza dei netti patrimoniali potrebbe avere riflessi positivi e disincentivare comportamenti scorretti, in una prospettiva in cui un regime più rigoroso della responsabilità costituisce un incentivo a svolgere con attenzione l'incarico. Per completezza, va rilevato poi come, in tali società, non sia realistico porsi il problema della applicazione del criterio del *deficit*, atteso che nelle relative procedure concorsuali non si riscontra, in gran parte dei casi, la mancanza della contabilità oppure un'irregolarità tale che impedisca l'applicazione della differenza dei netti patrimoniali.

---

<sup>27</sup> Con specifico riferimento al risarcimento dei danni conseguente alla violazione della disciplina *antitrust*, ma con rilievi di più ampia portata, F. DENOZZA-L. TOFFOLETTI, *Funzione compensatoria ed effetti deterrenti dell'azione privata nel diritto antitrust*, in *Maris*. MAUGERI-A. ZOPPINI (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 196.

Diversi appaiono, invece, gli effetti delle tecniche automatiche di calcolo del danno in relazione alle procedure concorsuali riguardanti società di dimensioni medio-piccole, in cui sono destinati ad operare ambedue i criteri. In primo luogo, non va sottovalutato che la nuova disciplina dell'art. 2486, comma 3, c.c. può incentivare la nomina di amministratori di comodo, con patrimoni personali inconsistenti, nonché la dismissione dei propri beni da parte dei componenti degli organi sociali, in contraddizione con gli obiettivi del legislatore<sup>28</sup>, soprattutto, se si considera che il ricorso al criterio della differenza dei netti patrimoniali non è mediato dalla liquidazione equitativa operata dal giudice *ex art.* 1226 c.c.<sup>29</sup>. È vero poi che la regolamentazione del codice della crisi rispetto ai principi di determinazione del danno risarcibile dettati dalle Sezioni Unite della Suprema Corte, che facevano salva una valutazione equitativa appare estremamente rigorosa<sup>30</sup>, tenuto conto altresì che il dettato normativo dell'art. 2486, comma 3, c.c. prescrive l'applicabilità di siffatta tecnica di calcolo non solo nell'ipotesi di mancanza o irregolarità delle scritture contabili, ma anche nel caso di "altre ragioni" che ostano all'applicazione del criterio della differenza dei netti patrimoniali. Non sembra, tuttavia, che tale disciplina possa, in concreto, costituire un efficace argine nei confronti di comportamenti illegittimi, soprattutto, nelle frequenti ipotesi, in cui vi è coincidenza tra gestori e titolari delle partecipazioni sociali. È infatti ragionevole supporre che il timore di un'azione risarcitoria di elevato importo non sia sufficiente a bloccare l'attuazione di operazioni di depauperamento del patrimonio sociale, in vista dell'imminente apertura di una procedura concorsuale, poste in essere da amministratori che, in quanto soci, sono personalmente interessati a porre al sicuro i beni della società. Piuttosto, la prospettiva di un'azione risarcitoria da parte degli organi della procedura comporterà che all'attività di cessione dei cespiti aziendali si accompagnerà un'analogha dismissione dei beni personali dei soci-amministratori.

Alla luce di tali rilievi, non sembra che l'applicazione di criteri per la determinazione del danno risarcibile, improntati a meccanismi di automatismo, possa costituire uno strumento per la selezione di esponenti aziendali capaci e competenti, ma comporti, piuttosto, il rischio di una *selezione avversa*, allontanando i migliori esponenti dalle cariche sociali<sup>31</sup> in considerazione della regolamentazione severa della responsabilità e, soprattutto, della circostanza che la determinazione del danno risarcibile non è collegata a specifici atti. In quest'ottica, sia il *criterio della differenza dei netti patrimoniali*, che quello del *deficit* della procedura concorsuale possono costituire un disincentivo all'assunzione di cariche sociali da parte di soggetti qualificati e con patrimoni personali, se non rilevanti, meritevoli di essere aggrediti ed un incentivo alla nomina di amministratori di comodo o di componenti degli organi di controllo di scarsa esperienza o addirittura compiacenti.

---

<sup>28</sup> N. ABRIANI -A. ROSSI, *Nuova disciplina*, cit., 410, i quali pongono l'accento sul pericolo che il modello di disciplina vigente, determinando un aggravamento della responsabilità, possa incoraggiare una fuga dei componenti maggiormente qualificati dagli incarichi societari.

<sup>29</sup> Vedi, con una valutazione molto critica del modello normativo costruito dal legislatore, A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2019, 307.

<sup>30</sup> Sul punto, V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione e gestione dell'impresa*, cit., 22.

<sup>31</sup> In questo ordine di idee, N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina*, cit., 410; S. FORTUNATO, *Codice della crisi*, cit., 984.

5. *L'efficienza della disciplina della responsabilità degli organi sociali nel codice della crisi.* – La regolamentazione della responsabilità dei componenti degli organi sociali contenuta nel codice della crisi e nel d.l. 24 agosto 2021, n. 118 costituisce un aspetto del più ampio plesso di regole, che si discostano dal modello generale di disciplina delle società spesso indicato come “diritto societario della crisi”<sup>32</sup>, con cui si procede ai necessari adattamenti alla situazione di crisi dell’impresa<sup>33</sup>.

Senza addentrarsi nella complessa problematica dei rapporti tra disciplina generale delle società e regolamentazione specifica stabilita con riferimento alla crisi d’impresa non sembrano del tutto inutili alcuni rilievi sulle conseguenze delle norme in tema di responsabilità degli amministratori. In questa prospettiva, per un verso, non appare revocabile in dubbio che nelle azioni di responsabilità esercitate dagli organi delle procedure concorsuali esiste un assetto di interessi peculiare, determinato dal rilievo pregnante della posizione dei creditori, atteso che, tranne che in fattispecie marginali, l’insufficienza del patrimonio sociale costituisce una costante. Per altro verso, appare utile valutare se, alla luce delle considerazioni svolte, la disciplina della responsabilità di componenti degli organi, contenuta nel codice della crisi, possa costituire uno stimolo ad una corretta gestione della società o non rappresenti, piuttosto, un ostacolo a proseguire prospettive di risanamento.

In questo quadro, preme, innanzitutto, mettere in luce come le regole in tema di segnalazione a carico dei componenti degli organi di controllo (art. 14, comma 1, c.c.i.i. ed art. 15, comma 1, d.l. 24 agosto 2021, n. 118) e le conseguenze in tema di responsabilità (art. 14, comma 3, c.c.i.i. ed art. 15, comma 2, d.l. 24 agosto 2021, n. 118) dovrebbero favorire l’emersione tempestiva della crisi di impresa ed un approdo in tempo utile a percorsi di ristrutturazione aziendale<sup>34</sup>.

D’altro canto, non ci si può esimere dal rilevare che alcuni dei riflessi delle norme in tema di responsabilità degli amministratori segnalati nelle pagine precedenti sembrerebbero entrare in conflitto con altri obiettivi del codice della crisi. In particolare, la recezione da parte del legislatore del criterio di quantificazione del danno da continuazione dell’attività nella differenza dei netti patrimoniali sembra *prima facie* collidere con il perseguimento di finalità di risanamento dell’impresa in quelle zone grige, in cui spesso è possibile un superamento delle difficoltà economiche, essendo fondato il timore che, in alcuni casi, i componenti degli organi sociali possano essere scoraggiati dalla severità della disciplina a proseguire l’ordinaria attività d’impresa. Non va, tutta-

---

<sup>32</sup> In luogo di molti, P. MONTALENTI, *Diritto dell’impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss. ove acute riflessioni sul significato dell’espressione diritto societario della crisi; ID., *La gestione dell’impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss.; nonché, C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2016, 1026 ss.; U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, in *Diritto societario e crisi d’impresa*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2014, 3 ss. ed in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, (diretto da) M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, vol. 3, Milanofiori Assago, 2014, 2835 ss.

<sup>33</sup> Così, G.B. PORTALE, *Verso un diritto societario della crisi?*, in *Diritto societario e crisi d’impresa*, cit., 3.

<sup>34</sup> Per la regolamentazione contenuta nel d.l. 24 agosto 2021, n. 118, in tema di obbligo di segnalazione dei componenti dell’organo di controllo e sui riflessi in tema di responsabilità dei medesimi, vedi, *supra*, Paragrafo 2.

via, sottovalutato che, proprio il rigore di tale regolamentazione, potrebbe stimolare gli organi della società ad avvalersi in tempo dei modelli di soluzione delle crisi d'impresa previsti dall'ordinamento in una prospettiva in cui la continuazione dell'attività avvienne nell'alveo degli istituti all'uopo predisposti.

Non sembra, pertanto, che le disposizioni in tema di responsabilità degli amministratori, contenute nel codice della crisi, rappresentino un limite di tale testo normativo in grado di compromettere gli obiettivi che il legislatore si è prefisso ed, in particolare, con il criterio che, nella ricerca di percorsi volti al superamento della crisi d'impresa, vanno privilegiati quelli diretti al mantenimento della continuità aziendale<sup>35</sup>. Si comprende, pertanto, come, più che introdurre ulteriori correttivi, che possano annullare (o, quanto meno, temperare) alcuni aspetti negativi della nuova disciplina continuando una ormai (troppo) lunga stagione di riforme del diritto delle procedure concorsuali costituisca soluzione preferibile quella di lasciare alla dottrina ed alla giurisprudenza l'opera di chiarimento dei presupposti e della disciplina della responsabilità dei componenti degli organi sociali delineata dal codice della crisi.

---

<sup>35</sup> Cfr., sul punto, la *Relazione illustrativa al codice della crisi*.

## DAL CONSUMATORE AL GRUPPO DI IMPRESE. DIVAGAZIONI SUL CCII

di *Giorgio Schiano di Pepe*

In questo recente turno di tempo la regolamentazione della crisi dell'impresa è stata al centro dell'attenzione del legislatore che, a più riprese, è intervenuto sia con provvedimenti autenticamente innovativi sia con provvedimenti di semplice differimento e di aggiustamento incalzato dalla generale situazione di crisi che stiamo attraversando. E questo processo può dirsi, almeno per il momento, terminato con l'adeguamento alla Direttiva (Ue) 1023/2019 attuato col d.lgs. n. 83/2022 (anche se le prime integrazioni già cominciano ad affacciarsi: cfr. l. n. 122/2022 che prevede l'obbligo dell'Agenzia delle Entrate di informare l'imprenditore o l'organo di controllo in caso di un debito IVA superiore a 5.000,00 euro).

Gli interventi effettuati di recente dal legislatore in materia sono stati radicali e della vecchia disciplina, ispirata a finalità prevalentemente liquidatorie e, diremmo, ottocentesche è rimasto ben poco, nonostante le profonde innovazioni che anche di recente ne avevano modificato l'impostazione originaria aprendosi a una filosofia di *rescue* o di *redressement*: basti pensare al d.l. n. 35/05 e al d.lgs. n. 169/2007.

Certamente queste innovazioni sono meritevoli della più attenta riflessione, anche per il relevantissimo impatto pratico che sono destinate ad avere nell'economia reale, avendo innovato profondamente la filosofia della legislazione in tema di crisi di impresa, introducendo strumenti che solo l'esperienza potrà dire se si saranno dimostrati utili alla salute economica del Paese e all'altezza delle aspettative che hanno suscitato. E un ruolo non indifferente lo avranno per certo le modalità con cui saranno gestite sul campo, ma questo solo l'avvenire potrà dircelo.

L'art. 1 del nuovo Codice (CCII), che non ha subito modificazioni ad opera del d.lgs. n. 83/2022 (rispetto alla precedente versione del Codice: quella contenuta nel d.lgs. n. 14/2019), ne definisce l'ambito soggettivo di applicazione individuando la platea dei soggetti destinatari delle sue previsioni e indicando altresì i presupposti oggettivi di intervento, diversi per le diverse tipologie.

Esso si discosta, anche in maniera sensibile, dal vecchio art. 1 l. fall., e ciò non solo per il contenuto analiticamente definitorio contenuto all'art. 2 (qui inserito sul modello di legislazioni straniere e di quella comunitaria *in primis*), ma anche e soprattutto per la sua portata normativa che si differenzia non poco da quella (fino a ieri) vigente, arricchita però (oltre che da numerosi precedenti interventi: cfr. p.e. d.l. n. 35/06 e d.lgs. n. 169/2007), rispetto alla precedente versione (d.lgs. n. 14/2019), dalla inserzione della disciplina introdotta *ex novo* della composizione negoziata della crisi (v. art. 12 e ss. CCII, coniata dal d.l. n. 118/2021 e poi recepito nel CCII) effettuata col d.lgs. n. 83/2022.

Il presupposto oggettivo per l'applicazione del Codice viene ora individuato dall'art. 2 nello stato di crisi o di insolvenza dell'impresa.

Mentre col primo (regolato nelle sue varie sfaccettature dagli artt. 56 a 120 CCII) e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa insufficienti a far fronte alle obbligazioni dei dodici mesi successivi e a uno stato di difficoltà economico-finanziaria (prodromo dell'insolvenza), con la seconda ci si riferisce invece alla impossibilità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni, con accenti non molto diversi dall'art. 5 l. fall.

Nella architettura della legge (in verità molto complessa) sono previste strategie molto diverse.

Agli artt. da 3 a 11 sono enunciati dei principi generali in materia di procedure concorsuali e dagli artt. da 12 a 25 *undecies* viene disciplinata la “*composizione negoziata dalla crisi*”, disciplina comprendente anche il c.d. “concordato semplificato” – art. 25 *sexies* (utilizzabile in caso di insuccesso della Composizione negoziale) – inserita nel CCII recependo in gran parte il contenuto del d.l. n. 118/2021. In argomento si tornerà brevemente fra poco ma non ci si può nascondere qualche perplessità sul trapianto forzoso del contenuto del d.lgs. n. 118/2021 nel CCII in quanto, sia pure con tecniche diverse, si perseguono finalità parzialmente coincidenti. L'origine e la teleologia delle due normative, inutile negarlo, possono porre quanto meno sul piano pratico dubbi sulla convenienza se ricorrere al d.lgs. n. 118/2021 oppure agli altri strumenti offerti dal CCII.

Importante, sempre nell'ambito della Composizione negoziale, è la disciplina della regolazione per la anticipata emersione della crisi.

Se la previsione dell'art. 25 *octies* può considerarsi ultronea in quanto l'obbligo di segnalazione dell'organo di controllo fa parte dei suoi doveri istituzionali, più interessante è la novità (per la legge italiana) della segnalazione all'imprenditore o all'organo di controllo da parte di creditori pubblici qualificati previsto dall'art. 25 *novies* (modificato dall'art. 37 *bis* l. 4 agosto 2022, n. 122) di anomalie nei versamenti, anche se non può sfuggire una certa ingenuità della norma perché si tratta di fatti che amministratori e sindaci dovrebbero ben conoscere, come ora espressamente previsto dall'art. 375 CCII.

Gli artt. da 26 a 55 invece descrivono i profili generali degli “*Strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*”, parte forse ultronea in quanto il dettaglio delle procedure sarà descritto in altre parti del codice, appesantendo un apparato normativo già notevolmente complesso. Procedure che si svolgono sotto la direzione del giudice, mentre la composizione negoziata ha carattere prevalentemente privatistico (salva la previsione dell'art. 25 *sexies* che disciplina il concordato semplificato).

L'art. 56 prevede la presentazione, anche da parte di chi già si trovi in stato di crisi o di insolvenza, di piani attestati di risanamento, aventi natura stragiudiziale che appaiano idonei a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della situazione economica e finanziaria.

È una norma che ricorda il contenuto dell'art. 67 co. 3 lett. *d*) l. fall., oggi ridisciplinato dall'art. 166 n. 3 lett. *d*) e *e*) CCII.

All'art. 57 CCII, che disciplina gli accordi di ristrutturazione e convenzione di moratoria e accordi su crediti tributari e contributivi (soggetti però ad omologazione), può invece fare ricorso anche l'imprenditore non commerciale, purché non sia un *imprenditore minore*, che si trovi in stato di crisi o insolvenza.

Oggi (è opportuno ricordare) il ricorso alla transazione fiscale è stata potenziata dal D. lgs. 83/2022 strumento che è inutilizzabile non solo nel concordato preventivo ma anche appunto in tutti gli strumenti di negoziazione (artt. 57, 60, 61, 63).



Inoltre, chi versa in stato di crisi o di insolvenza, può chiedere di accedere agli strumenti della regolazione della crisi e della insolvenza (art. 56 ss.) e alla procedura di liquidazione giudiziale nonché del concordato (artt. 84 ss. e 121 ss.). La procedura di liquidazione giudiziale può essere attivata oltre che dal debitore anche d'ufficio o a iniziativa del p.m. (art. 38).

È opportuno però notare che la giustapposizione “crisi/insolvenza” non è una novità in senso assoluto in quanto essa era già presente (seppure in maniera non così stagliata) nella disciplina del concordato preventivo (art. 160 n. 1 e n. 3 l. fall.) e ciò da quando il concetto di “*crisi*” (che ora il CCII definisce all'art. 2 lett. *a*)) come categoria normativa autonoma è entrato a fa parte del lessico normativo con la riforma del 2005 del nostro sistema concorsuale.

L'art. 1 del CCII individua poi chi rientra nell'ambito dell'applicazione del Codice dal punto di vista soggettivo ampliando notevolmente le categorie dei possibili destinatari.

In primo luogo, ma come vedremo non si tratta di una vera e propria novità, fra i destinatari troviamo anche il professionista (art. 2 n. 1 lett. *c*)).

Siamo dell'avviso che l'espressione vada intesa in senso stretto e non si riferisca alla nozione più ampia di cui all'art. 3 del c. consumo (d.lgs. n. 206/2005).

In questo modo si generalizza, estendendola a tutta la categoria, la previsione contenuta nell'art. 5 l. 247/2012 (*Nuova disciplina dell'ordinamento nella professione forense*) che prevedeva la delega (poi decaduta) per la costituzione delle società professionali, possibilità che si sarebbe avverata solo in seguito con la c.d. legge sulla concorrenza (l. n. 124/2017). Tale norma, pur escludendo espressamente la natura imprenditoriale dell'avvocato, prevedeva in caso di insolvenza della società fra avvocati, il ricorso alla procedura di sovraindebitamento di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3, procedura oggi prevista dall'art. 65 del Codice per i debitori di cui all'art. 2, comma 1 lett. *c*). La legge prevede che il professionista possa trovarsi in stato di “crisi” o “insolvenza” e in tal caso essere sottoposto alla disciplina di “*sovraindebitamento*” o a quella prevista dall'art. 268.

Sotto il profilo della teoria generale dell'impresa, dal punto di vista del diritto commerciale, non si può non rilevare come in questo modo si assottigli ancor di più il diaframma che separa la nozione di imprenditore da quella di professionista.

È chiaro però che questa regola è stata pensata e scritta per la figura tradizionale del professionista. Qualche perplessità potrebbe quindi porsi circa la sua applicazione di fronte alla possibilità, oggi consentita, di esercitare la professione nella forma di società, financo di Spa.

Il problema poteva essere di agevole soluzione prima del decreto correttivo (d.lgs. n. 147/2020) che, intervenendo sugli artt. 380 e 382 CCII, ha toccato anche gli artt. 2272, 2308 e 2484 c.c. e ha notevolmente complicato le cose. Il suo art. 39 infatti, innovando al codice civile, ha modificato gli artt. 380 e 382 del CCII (modificando di conseguenza gli artt. 2272, 2308, 2484 c.c.), introducendo così la possibilità la liquidazione controllata (art. 268), sia causa di scioglimento a prescindere dall'attività svolta. Ciò è particolarmente significativo in quanto l'oggetto della società semplice non è commerciale. Quindi, se ben si è inteso, se una società esercita attività agricola o anche professionale qualora insolvente o sovraindebitata, potrebbe essere soggetta a liquidazione controllata perché prevale la forma sull'oggetto (invertendo il vecchio insegnamento della prevalenza dell'oggetto civile sulla forma commerciale), causando lo scioglimento della società.

Se vogliamo pertanto portare il ragionamento alle estreme conseguenze, una società professionale potrà essere soggetta a liquidazione controllata se sovraindebitata o insolvente, il che potrebbe contrastare con quanto previsto dall'art. 65 CCII, che però non sembra essere una procedura esclusiva.

Mentre la versione originale dell'art. 268 co. 2, prima della modifica apportata dal d.lgs. n. 83, prevedeva la legittimazione attiva del p.m. solo se il debitore era un imprenditore in stato di insolvenza, oggi la domanda può essere avanzata da qualsiasi creditore, oltre che dal debitore stesso (art. 269).

La legittimazione del p.m. è scomparsa e la procedura può trovare applicazione nei confronti di qualsiasi debitore sovraindebitato (o insolvente) anche se rientrante nella previsione dell'art. 2 co. 1 lett. c) a istanza di qualsiasi creditore essendo la procedura alternativa a quella dell'art. 65. Si tratterà forse di una svista ma la disciplina del sovaindebitamento di cui all'art. 2 n. 1 lett. c) prevede solo l'esclusione per chi è soggetto a "liquidazione giudiziale" e non anche a "liquidazione controllata". Forse l'ostacolo può essere superato assimilando le due figure essendo entrambe comprese nel Titolo V.

Altra importante novità che è stata introdotta, anch'essa rilevante sul piano della teoria generale dell'impresa (basti pensare a quanti padri nobili del diritto commerciale si sono affaticati su questo argomento), è il riconoscimento dello statuto di impresa anche in assenza del perseguimento dello scopo di lucro. Da qui la loro sottoposizione alla disciplina del Codice (artt. 1 n. 1 CCII), norma che forse può collocarsi in quel disegno di riforma dei soggetti di cui al Libro primo del Codice civile, di cui da tanto tempo si parla.

La svalutazione dello scopo di lucro non è però una assoluta novità in quanto trova un precedente nella recente introduzione della disciplina della impresa sociale (d.lgs. n. 112/2017), per sua natura non lucrativa (art. 3), che ne prevede già, in caso di insolvenza, la sottoposizione alla liquidazione coatta amministrativa (art. 14).

In passato questo aspetto ha dovuto essere affrontato in quei casi in cui l'attività imprenditoriale faceva capo a soggetti non qualificati (associazioni e fondazioni: si è parlato in proposito di esercizio metaindividuale dell'impresa) e allora il *focus* si spostava sull'accertamento della sussistenza o meno del requisito della professionalità secondo l'insegnamento galganiano, fermo sempre restando che per loro natura questi soggetti erano privi dei più elementari strumenti di controllo gestionale e vi era altresì incertezza a chi, in caso di fallimento, dovesse estendersi la procedura. In questa situazione l'applicabilità stessa dell'art. 147 l. fall. era oggetto di discussione. Di sicuro interesse su questo argomento è la recente pronuncia della Suprema Corte n. 2023/2020 e la memoria non può non ricordare il caso dell'Istituto Sieroterapico Milanese Serafino Belfanti (Trib. Milano 17 giugno 1994).

Il Codice si pone poi nel solco della più consolidata tradizione quando sottrae alla liquidazione giudiziale (art. 121 CCII), in caso di crisi o di insolvenza, l'imprenditore agricolo. Ma, come si è visto, questa affermazione può perdere molta della sua certezza (con ciò palesandosi – almeno così pare – una grave contraddizione all'interno del Codice) avendo il «nuovo» art. 2408 c.c. cancellato "la *salvezza*" prima prevista che consentiva l'esclusione dal fallimento per le società non aventi oggetto commerciale.

Ma la novità significativa oggi introdotta è che l'impresa agricola, in caso di crisi o insolvenza, è sottoposta alla procedura concorsuale prevista in caso di "sovraindebitamento" (combinato disposto art. 65 e art. 2 co. 1 lett. c) diversamente da quanto accade-

va fino ad oggi o di liquidazione controllata (v. art. 268 CCII richiamato dall'art. 65).

La disciplina della composizione negoziata della crisi (art. 12 CCII) ignora la distinzione fra impresa commerciale e impresa agricola (e questo può anche essere funzionale allo scopo perseguito dalla procedura), ma ignorando completamente il disposto dell'art. 1 CCII le sottopone alla stessa disciplina. Ma l'art. 25 *quater* (sempre non differenziando fra imprenditore agricolo e imprenditore commerciale) richiama il disposto dell'art. 2 co. 1 lett. *d*) (impresa minore secondo questa terminologia) e introduce la figura dell'“*imprenditore sotto soglia*” riservandogli una disciplina particolare. L'art. 25 *quater* prevede la possibilità per l'imprenditore commerciale e agricolo che presentino congiuntamente i requisiti di cui all'art. 2 co.1 lett. *d*) (impresa minore *alias* impresa sotto soglia) e che presentino condizioni di squilibrio patrimoniale o economico che ne rendano probabile la crisi o l'insolvenza la possibilità di chiedere la nomina di un esperto indipendente con i compiti previsti dal Tit. II Capo I CCII.

In questo modo il legislatore sembra aver voluto generalizzare la procedura di composizione negoziata anche agli imprenditori c.d. “*sotto soglia*” senza distinguere fra imprenditore commerciale e imprenditore agricolo, con alcuni opportuni adattamenti e cioè che in caso di insuccesso l'imprenditore può proporre domanda di concordato minore (art. 25 *quater* n. 3 lett. *a*) e art. 74 CCII), o di liquidazione controllata di cui all'art. 268 (lett. *b*)), o proporre domanda di concordato semplificato. La sola impresa agricola (lett. *d*) potrà chiedere l'omologazione di un accordo di ristrutturazione ai sensi degli artt. 57, 60, 61.

Sorte meno travagliata dovrebbe toccare a quelle che il CCII (art. 2 lett. *d*) definisce “*imprese minori*”, in quanto la perimetrazione quantitativa dovrebbe eliminare molte perplessità e incertezze e i cui connotati identificativi sono gli stessi previsti dall'art. 1 co. 2 l. fall., salva l'opportuna eliminazione del rinvio all'ambigua nozione di ricavi lordi e che l'art. 121 sottrae alla liquidazione giudiziale (potranno, se vorranno, adire alla procedura di composizione negoziata come imprese sotto soglia) qualora non intendano avvalersi della procedura di composizione negoziata.

Coerente con la finalità perseguita dal d.l. n. 118/2021 (ora art. 12 CCII) è invece il requisito oggettivo che viene richiesto, il quale fa riferimento non a una crisi in atto, ma a condizioni di squilibrio che rendono probabile la crisi o l'insolvenza, essendo ragionevolmente perseguibile l'obiettivo del risanamento mentre l'art. 25 *quater* (riconoscevano i presupposti dimensionali) presuppone l'attualità di una situazione di equilibrio patrimoniale o economico finanziario.

In caso di insuccesso della composizione negoziata (art. 23 co. 2 e art. 25 *quater* co. 4) si dovrà accedere ad una delle procedure previste dal Codice e menzionate in tali norme con la sola eccezione per la impresa agricola (sotto soglia) la quale potrà demandare l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi degli artt. 57, 60 e 61.

Altra significativa novità è l'estensione del Codice alla figura del consumatore (art. 2 co. 1 lett. *e*) che, del pari, è sottoposto alla procedura di sovraindebitamento e può proporre un piano di ristrutturazione dei debiti (art. 67 CCII). In caso poi di revoca dell'omologazione, il consumatore sovraindebitato potrà accedere a una procedura di liquidazione controllata (artt. 73 e 268 CCII).

Non si tratta però di una novità in senso assoluto (lo è invece il suo inserimento all'interno della disciplina delle procedure concorsuali) in quanto tale regime era già

applicabile ai sensi della l. 3/2012, come modificata con l. 171/2020, anche se opportunamente ora la procedura viene fortemente semplificata. Secondo la legge è “consumatore” chi agisce per fini estranei all’attività imprenditoriale e quindi può farvi ricorso solo chi presenti una situazione debitoria di origine non imprenditoriale.

La procedura trova applicazione anche nel caso in cui la persona fisica – consumatore sia socia di società con soci illimitatamente responsabili (art. 2 lett. e) per i debiti estranei a quelli sociali. La dichiarazione di insolvenza di società con soci illimitatamente responsabili però si estenderà, come già accade oggi, anche ai singoli soci (art. 256). I creditori particolari dei soci (e questo è il caso del socio sovraindebitato) partecipano soltanto alla liquidazione giudiziale nei confronti dei soci loro debitori (art. 257 n. 4).

La legge prevede che chi si trova in condizioni di sovraindebitamento e rientri fra i soggetti di cui all’art. 2 co. 1 lett. c) (e cioè l’artigiano, l’imprenditore agricolo, l’imprenditore minore, il professionista o la *start up* innovativa), ma non sia un consumatore, possa anche formulare una c.d. “*proposta di concordato minore*” ai sensi dell’art. 74, ulteriore possibilità che si aggiunge a quella prevista dall’art. 65 (composizione di crisi da sovraindebitamento).

Riassumendo.

Lo stato di sovraindebitamento, fermo restando questo presupposto oggettivo, apre per il debitore a seconda dei presupposti tutta una variegata gamma di procedure:

a) I soggetti previsti dall’art. 2 n. 1 lett. c) possono ricorrere alla procedura prevista dall’art. 65 (composizione della crisi da sovraindebitamento) e dall’art. 74 (concordato minore); a questa procedura non ha accesso il consumatore.

b) Altra procedura cui potrà fare ricorso il consumatore è prevista dall’art. 67 (procedura di ristrutturazione dei debiti).

c) Il debitore in stato di sovraindebitamento potrà, ai sensi dell’art. 268 n. 1, chiedere la liquidazione controllata dei suoi beni. La domanda potrà essere proposta anche da un creditore (art. 268 n. 3).

d) Esdebitazione del sovraindebitato incapiente (art. 283).

Un’ultima annotazione. La legge (art. 1) espressamente menziona tra i soggetti destinatari del Codice anche l’impresa artigiana.

Sebbene il problema della fallibilità dell’artigiano nel tempo è venuto perdendo gran parte del suo antico rilievo, è interessante notare come il legislatore abbia sentito la necessità di farvi espressa menzione. L’impresa artigiana sarà sottratta alla liquidazione giudiziale solo se rientrante fra le imprese minori e non in ragione di un presunto statuto speciale, come in passato autorevole dottrina aveva ritenuto.

La qualifica di artigiano sembrerebbe così essere divenuta irrilevante ai fini del Codice avendo rilevanza solo l’aspetto dimensionale. In questo modo viene (finalmente) archiviato un dibattito che in passato aveva profondamente appassionato (ma anche diviso) la dottrina, causando gravissima incertezza sia sul piano interpretativo che su quello attuativo e giurisprudenziale.

Ma la novità forse di maggiore rilievo, dal punto di vista del diritto societario, che il Codice ha introdotto è la disciplina relativa al gruppo di imprese, attraverso l’implementazione della disciplina contenuta negli artt. 2497 ss. c.c. (art. 284 ss.) caratterizzata un ambito applicativo piuttosto circoscritto essendo sostanzialmente limitato alla disciplina della responsabilità.

Pur essendo ancora lontani da una disciplina organica del gruppo di imprese, qual-

che significativo passo in questa direzione è stato indubbiamente compiuto.

In primo luogo la lett. *h*) dell'art. 2 n. 1 ci fornisce una definizione di gruppo che è il distillato del contributo di dottrina e giurisprudenza maturato in questi anni. Certamente non secondario è il riconoscimento che il soggetto che può esercitare la direzione e il coordinamento può essere una persona fisica, come già autorizzato sia pure di sfuggita dall'art. 292 CCII (i più anziani certamente si ricorderanno i casi Genghini e Caltagirone). Si potrà aggiungere che tale persona fisica avrà natura imprenditoriale di *holding* non litandosi a ricoprire la qualità di socio sia pure di riferimento, ma svolgendo appunto attività di direzione e coordinamento. Anche la procedura negoziata è stata estesa alla realtà di gruppo (art. 25) dalla quale possono essere escluse le imprese che non si trovino in stato di squilibrio patrimoniale o finanziario ma possono partecipare alle trattative e ogni impresa può presentare una autonoma domanda salvo che venga presentata una istanza di riunione.

Innegabile è l'influenza sulla scelta operata dal legislatore esercitata dal diritto comunitario e, in particolare, dal Reg. (UE) 2015/848 del 20 maggio 2015 il cui Capo V (art. 56 ss.) è appunto dedicato alla disciplina della procedura di insolvenza delle società facenti parte di un gruppo.

Va detto però che mentre la disciplina comunitaria è (necessariamente) orientata nel senso del coordinamento fra procedure (scelta necessaria visto il carattere sovranazionale del suo ambito operativo), quella italiana ha opportunamente privilegiato la via unitaria (presentazione di un unico piano o di piani reciprocamente collegati e interferenti), vedendo il coordinamento fra procedure solo come una soluzione residuale (art. 288).

Non è però questa la prima volta che il legislatore italiano affronta il tema dell'insolvenza in relazione al gruppo di società, avendolo già fatto col d.lgs. n. 270/1999 agli artt. 80 ss. (scegliendo anche allora la via unitaria: art. 85), legge che aveva preceduto e quindi influenzato le scelte della riforma delle società apportata dal d.lgs. n. 6/2003 e che sotto diversi profili (sia pure in un contesto profondamente diverso) aveva anticipato la disciplina oggi introdotta dal Codice.

La previsione dell'art. 284 del Codice è applicabile in caso di insolvenza o di crisi in presenza delle situazioni descritte dall'art. 2497 c.c. e dall'art. 2545 *septies* c.c. e cioè del c.d. gruppo cooperativo paritetico (controllo contrattuale).

La disciplina così introdotta e tesa a regolamentare procedure concorsuali (concordato, accordo di ristrutturazione o insolvenza) di gruppo, risolve un problema con il quale in passato la giurisprudenza, e non solo quella di merito, si era confrontata, non riuscendo però a trovare una soluzione, avendo il d.lgs. n. 270/1999 un ambito di applicazione non generale.

Così era stato nel ben noto caso Baglietto nel quale la Corte genovese (con pronuncia del 23 dicembre 2011) aveva ritenuto ammissibile una proposta di concordato formulata da una società costituita *ad hoc* da una pluralità di società in crisi, percorso invece ritenuto inammissibile dalla Cassazione in quanto il concordato di gruppo non era previsto dalla legge (Cass. 20559/2015).

Nello stesso senso, ma sia pure con motivazione più sofisticata, si era pronunciata la Suprema Corte con la sentenza n. 19014/2017, non escludendo in radice la possibilità di un concordato di gruppo.

Oggi il Codice consente sia la presentazione da parte di più imprese appartenenti allo

stesso gruppo di un solo ricorso per l'ammissione a un concordato preventivo di gruppo, sia la domanda di accordi di ristrutturazione di gruppo o di un piano attestato (art. 284), sia infine la liquidazione giudiziale di gruppo (art. 287) purché si riferiscano a imprese aventi il loro centro di interesse principale in Italia, e ciò evidentemente per non creare conflitti con quanto disposto dal Reg. 848/2015, ferma restando l'autonomia delle rispettive masse attive e passive (problema che era stato l'ostacolo maggiore a praticare soluzioni unitarie). Imprese appartenenti al medesimo gruppo possono chiedere di essere ammesse al concordato preventivo presentando piani distinti, ma reciprocamente collegati e interferenti. Del pari, con un unico ricorso, più imprese facenti parte dello stesso gruppo possono presentare domanda di accesso ad accordi di ristrutturazione.

Coerentemente con la necessaria presenza di una pluralità di soggetti, il piano può prevedere la liquidazione di alcune imprese e la continuazione di altre (art. 285), nonché l'esecuzione di operazioni contrattuali e riorganizzative ivi compresi trasferimenti di risorse infragruppo purché di utilità attestata da un professionista indipendente. A siffatte operazioni i soci delle società coinvolte (se pregiudicati) possono opporsi solo con l'opposizione all'omologa, ma l'opposizione sarà respinta in presenza di vantaggi compensativi che elidano il pregiudizio (art. 285 n. 4) (per un analogo ruolo dei vantaggi compensativi come fattore scriminante cfr. art. 2634 co. 3 c.c.).

L'importanza della proposta unitaria del concordato è dimostrata dal fatto che il concordato di gruppo omologato non può essere risolto o annullato quando i presupposti per la risoluzione o l'annullamento si verifichino soltanto rispetto a una o alcune delle imprese del gruppo a meno che non risulti significativamente compromessa l'attuazione del piano nel suo complesso (art. 286 n. 7 CCII).

Nel caso in cui le diverse imprese abbiano sede in circoscrizioni giudiziarie differenti, il Tribunale competente sarà quello della sede del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento.

La lettura dell'art. 292 impone però che sia messa nella dovuta evidenza una importante scelta fatta dal legislatore ora ribadita dall'art. 2, n. 1 lett. *h*), che compie in tal modo un significativo progresso rispetto a quanto previsto dall'art. 2497 c.c. Mentre infatti questa norma prevede le sole ipotesi di società o enti come soggetti esercitanti il controllo, l'art. 292 espressamente contempla anche le persone fisiche, anche se quasi di sfuggita, prevedendo la postergazione dei crediti della "persona fisica esercente attività di direzione e coordinamento" (un cenno già nell'art. 287).

Il problema in giurisprudenza già si era posto in passato (pensiamo ai casi Caltagirone e Genghini per non citare che i più famosi e già sopra ricordati).

Quindi adesso è riconosciuto (sciogliendo con ciò l'enigma degli "enti" di cui all'art. 2497 c.c.) che una persona fisica possa essere capogruppo.

È lecito in proposito domandarsi se questo soggetto sia necessariamente un imprenditore con tutte le conseguenze che ne derivano. La risposta è certamente molto ardua e dovrebbe essere positiva accettandosi la distinzione tra controllo (statico) e direzione e coordinamento (dinamici) potendosi così vedere nella capogruppo, anche se persona fisica, l'impresa ausiliaria di cui all'art. 2195 n. 5 c.c. come può desumersi dalla qualificazione fatta dal legislatore all'art. 2 co. 1 lett. *h*).

L'unitarietà della procedura comporta l'unicità del giudice delegato e del commissario giudiziale (art. 286 n. 2).

Nel caso di insolvenza di una pluralità di imprese appartenenti allo stesso gruppo è

possibile provocare una liquidazione giudiziale di gruppo quando ciò agevoli il migliore soddisfacimento dei creditori, ferma restando l'autonomia delle diverse masse attive e passive (art. 287).

È tuttavia possibile che nonostante l'esistenza di un vincolo di gruppo non si abbia una procedura unitaria: in questo caso la legge prevede l'obbligo di collaborazione fra i rispettivi organi, sul modello della normativa comunitaria.

La legge consente poi l'esercizio di una azione revocatoria "aggravata" per le operazioni infragruppo poste in essere nel quinquennio anteriore al deposito dell'istanza di liquidazione giudiziale (v. anche art. 91 d.lgs. n. 270/1999).

Tali atti sono presunti dannosi salvo prova contraria della società beneficiaria.

L'art. 291 del Codice poi riprende e completa quanto già previsto dall'art. 2497 u.c. c.c. legittimando il curatore a intraprendere le azioni di responsabilità (v. anche art. 90 d.lgs. n. 270/90).

L'art. 292 infine richiama la previsione dell'art. 2497 *quinquies* c.c. disponendo la postergazione del pagamento dei crediti di chi esercita la direzione o il coordinamento e negando i rimborsi effettuati nell'anno anteriore all'apertura della procedura di liquidazione giudiziale.

A questo punto non si può non dar conto del fatto che l'art. 13 del d.l. n. 118/2021 affronta il problema, sia pure nell'ottica particolare di questo provvedimento, del gruppo di imprese affiancando questa disciplina a quella prevista agli artt. 287 ss. del d.lgs. n. 14/2019 oltre beninteso a quanto previsto dal Reg. 2015/848 e a quanto previsto nel nostro codice civile. Diversamente però da quanto accade in altri ordinamenti, il legislatore nazionale si è concentrato nella disciplina della crisi e dell'insolvenza accantonando il problema della disciplina del gruppo nel suo complesso e questo rende ogni intervento necessariamente settoriale ed esposto a rischi di disarmonie e contraddizioni.

L'art. 25 CCII, ovviamente, affronta il problema nell'ottica della composizione negoziata. La possibile complessità in concreto della gestione va certamente al di là di quanto previsto dal dato normativo, anche se chiara è la finalità che la legge persegue e cioè una composizione negoziata ai fini indicati all'art. 23.

La previsione contenuta in questa norma è senz'altro ambiziosa e sembra financo andare al di là di quanto previsto nella direttiva (UE) 2023/2019 e la redazione testuale della norma certamente non è delle più felici. L'istanza può essere presentata da una impresa appartenente ad un gruppo alla Camera di commercio ove ha sede l'impresa capogruppo. La legge non lo dice ma l'istanza è unica e vale per le imprese appartenenti a quel gruppo (art. *ex* n. 17). Può accadere invece che più imprese appartenenti allo stesso gruppo (art. 25 n. 7) presentino istanze distinte: è previsto, in questo caso, un tentativo di gestione unitaria può essere proposto dagli esperti nominati. Un problema, forse irrisolvibile, è quello del conflitto di interessi che può sorgere in capo all'esperto che agisce in modo unitario per tutte le imprese che hanno presentato l'istanza nella ricerca del risanamento e che sono fra di loro necessariamente interconnesse. Via d'uscita è la rinuncia alla scelta unitaria che però l'esperto può effettuare in ragione dell'eccessiva onerosità e non per altre ragioni. Il legislatore forse ha peccato di presunzione (o eccessiva ambizione) quando ha pensato di chiudere in un singolo articolo una tematica così complessa lasciando insoluti e non affrontati tutta una serie di problemi che forse scoraggeranno il ricorso all'utilizzo di questa possibilità.

# LA GESTIONE DEI GRUPPI DI IMPRESE NELLA PROSPETTIVA DEL RISANAMENTO. SPUNTI DALLA RECENTE DISCIPLINA DELLA “COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI”

di *Giuliana Scognamiglio*

SOMMARIO: 1. La direzione e coordinamento nella crisi del gruppo di società e gli strumenti negoziali di gestione della crisi. Cenni introduttivi sulla rilevanza del fenomeno dei gruppi nella disciplina della crisi e dell'insolvenza. – 2. Il gruppo di imprese e la composizione negoziata per la soluzione della crisi: l'ipotesi della conduzione unitaria delle trattative, contrapposta a quella della conduzione atomistica. – 2.1. Brevi considerazioni critiche sui poteri attribuiti all'esperto facilitatore, in particolare con riferimento alla composizione negoziata coinvolgente imprese di un medesimo gruppo. – 3. I presupposti (a) soggettivo e (b) oggettivo per l'accesso alla composizione negoziata delle crisi di gruppo: (a) la nozione di gruppo. – 3.1. (*Segue*): il limite della necessaria sottoposizione di ciascuna delle imprese del gruppo alla giurisdizione italiana: rilievi critici. – 4. (b) La probabilità di crisi o di insolvenza e la ragionevole perseguibilità del risanamento: la valutazione di tale presupposto in un'ottica di gruppo e di pianificazione del risanamento del gruppo. – 5. Composizione negoziata della crisi, piano di risanamento e rilevanza dei “vantaggi compensativi”. – 6. Una riflessione di sintesi.

1. *La direzione e coordinamento nella crisi del gruppo di società e gli strumenti negoziali di gestione della crisi. Cenni introduttivi sulla rilevanza del fenomeno dei gruppi nella disciplina della crisi e dell'insolvenza.* – Le procedure di crisi o di insolvenza, nella loro applicazione alla fattispecie del gruppo di imprese, sollevano, fra gli altri il tema della persistenza o meno, nel gruppo in crisi o insolvente, dell'attività di direzione e coordinamento ad opera del soggetto che di essa è investito sulla base del regolamento interno al gruppo, trovando solitamente evidenza in una specifica previsione statutaria della capogruppo (ove costituita in forma di società): il tema, in altri termini, se il “governo” del gruppo in crisi o insolvente permanga in capo al soggetto che ne aveva retto le fila, attraverso l'attività di direzione e coordinamento, finché il gruppo era *in bonis* ovvero passi in capo all'organo direttivo della procedura concorsuale; oppure, ancora, si determini una sorta di cesura, nel senso che il precipitare del gruppo in uno stato di crisi (o addirittura di insolvenza) comporti l'affievolimento della direzione unitaria di gruppo e faccia riemergere in pieno l'autonomia delle singole imprese (per lo più si tratterà di società) che lo compongono ed il loro assoggettamento, *singulatim* ovvero come gruppo, alle regole della procedura concorsuale ed ai poteri dell'organo nominato, da un'autorità giudiziaria ovvero amministrativa, per dirigerla.

Il problema non è di immediata soluzione<sup>1</sup>; e la sua risoluzione richiede probabilmem-

---

<sup>1</sup> Esso è stato già oggetto di attenzione da parte della dottrina: cfr. N. ABRIANI,  *Holding e continuità aziendale nelle procedure di regolazione della crisi dei gruppi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 25 marzo 2021.



te un ragionamento articolato, da sviluppare con riferimento alle diverse modalità di gestione della crisi d'impresa che il nostro ordinamento conosce. In particolare, è da ritenere che assuma rilievo, anche ai fini qui considerati, la distinzione fra procedure di governo della crisi dell'impresa (nel prosieguo, più brevemente, procedure di crisi) che postulano lo spossessamento del soggetto titolare dell'impresa stessa, e procedure che invece conservano all'imprenditore-debitore il possesso e la disponibilità del suo patrimonio e della sua azienda; così come assumono a mio avviso rilievo le caratteristiche qualitative e l'estensione della crisi all'interno del gruppo, non essendo pensabile che la direzione e coordinamento di gruppo operi allo stesso modo nel caso di insolvenza acclarata di una o più controllate, o nel caso, ben diverso, in cui la crisi sia solo nello stadio iniziale ovvero lasci spazio a prospettive di risanamento, rispetto alle quali la capogruppo potrebbe svolgere un ruolo essenziale nella pianificazione delle iniziative più opportune.

La complessità del tema a cui si ha ora riguardo è accresciuta da ciò, che le norme che assumono l'attività di direzione e coordinamento di società come fattispecie non forniscono alcuna definizione o descrizione di tale fattispecie, né si curano di individuarne gli elementi costitutivi, lasciando quindi all'interprete il compito di ricostruire, sulla base dei dati offerti dall'osservazione della realtà economico-sociale dei gruppi, il contenuto minimo della nozione, o di individuarne le possibili declinazioni. Non solo: anche la disciplina dettata con riferimento a detta fattispecie è scarna, se si ha riguardo alle disposizioni di carattere generale all'uopo introdotte nel codice civile<sup>2</sup>. Così, per esempio, non è precisamente individuato (*rectius*, non vengono forniti i criteri utili ad individuare) il momento dell'inizio, né quello della cessazione di detta attività e ci si limita soltanto a disciplinare, a questo proposito, uno dei possibili effetti dell'inizio o della cessazione, precisamente il sorgere del diritto di recesso in capo ai soci di società non quotate, qualora l'inizio o la cessazione dell'attività di direzione e coordinamento (*i.e.*, l'entrata o l'uscita di un'impresa dal gruppo) comportino un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga lanciata un'offerta pubblica di acquisto (art. 2497-*quater*, comma 1, lettera *c*, c.c.). Neppure sono disciplinati i presupposti per l'inizio o per la cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, se non quelli ricavabili indirettamente dalla presunzione semplice che, a norma dell'art. 2497-*sexies* c.c., collega la fattispecie della direzione e coordinamento di società a quella del controllo societario: collegamento dal quale è possibile inferirne uno di ugual natura fra la cessazione – per qualsiasi causa – di quest'ultima situazione ed il venir meno della prima.

Si è già richiamata l'importanza che ai nostri fini può assumere la distinzione fra le procedure di crisi o di insolvenza che comportano, ovvero che non comportano, lo spossessamento del debitore-imprenditore.

Nei casi in cui non si verifica lo spossessamento nel senso più pieno della parola, salvo prevedere forme di controllo e di vigilanza sullo svolgimento della procedura o all'autorizzazione di specifici atti ad opera di un ufficio il cui titolare sia designato da una pubblica autorità (giudiziarie o amministrative), è plausibile che il soggetto capogruppo continui ad esercitare l'attività di direzione e coordinamento – così come configurata anterior-

---

<sup>2</sup> Una valutazione diversa si potrebbe formulare riguardo alle norme del testo unico bancario relative ai gruppi bancari e all'attività di direzione e coordinamento esercitata dalla capogruppo in quel contesto. Ma si tratta di norme di applicazione limitata ad un determinato settore. Di qui la scelta di fare riferimento, nel testo, in via tendenzialmente esclusiva, alle norme del codice civile.

mente – sulle società del gruppo, sia pure nei limiti e nel quadro di procedure che prevedono, o possono prevedere, un potere di vigilanza sul debitore in crisi e di autorizzazione del compimento da parte sua di specifici atti in capo ad una pubblica autorità (giudiziaria o amministrativa) e che assegnano, com'è ovvio, un ruolo significativo ai creditori, al consenso dei quali è in linea di massima subordinato, con modalità e regole diverse a seconda del tipo di procedura, il progredire della medesima verso l'obiettivo auspicato dal debitore, coerentemente con le norme che disciplinano la singola procedura.

Alla direzione e coordinamento (*rectius*, al soggetto – persona fisica o giuridica – esercente detta attività) compete, innegabilmente, un ruolo importante sia nella scelta dello strumento maggiormente idoneo ad affrontare la crisi dello specifico gruppo, sia nella elaborazione del piano di riorganizzazione e ristrutturazione del complesso delle imprese riconducibili al gruppo in quanto assoggettate a quella direzione e coordinamento.

Di più: si è affermata<sup>3</sup> l'esistenza di uno specifico dovere della holding capogruppo di assumere, già ai primi segni della crisi, tutte le iniziative idonee ad attivare uno o più degli strumenti previsti dall'ordinamento per far fronte alla stessa, con l'obiettivo di evitare che essa si aggravi e soprattutto – nel caso dei gruppi – per circoscriverne la capacità espansiva, prevenendo il c.d. effetto domino<sup>4</sup>.

Ciò non significa, per altro, che necessariamente l'intero gruppo, sotto l'egida del soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento, sia assoggettato alla procedura di gestione della crisi. In vero, come già accennato, lo stato di crisi, o di probabilità di crisi, o di insolvenza potrebbe riguardare solo alcune articolazioni (che corrisponderanno per lo più ad altrettante società) del gruppo e la parte “malata” del gruppo potrebbe non includere il soggetto o ente capogruppo, che potrebbe dunque, in linea di massima, rimanere esterno ed estraneo alla procedura; così come potrebbero sussistere solo rispetto ad alcune società del gruppo e non ad altre i presupposti specifici (ad es., la risanabilità, o la numerosità degli addetti e dipendenti dell'impresa) della procedura a cui si intenda accedere. Ma anche in questo caso il persistente esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, di cui si è assunta la continuità in assenza di spossessamento, giocherebbe probabilmente un ruolo nella selezione delle società del gruppo da avviare alla procedura così come nella elaborazione del piano, a seconda dei casi, di risanamento o di ristrutturazione ovvero di liquidazione, o a contenuto misto. Il piano, infatti, stante l'autonomia giuridica delle società del gruppo, in ipotesi diverse dalla capogruppo, che accedono alla procedura sarebbe formalmente elaborato a livello di queste ultime e da esse presentato, ma è verosimile che i suoi contenuti terrebbero conto delle direttive provenienti dalla direzione e coordinamento di gruppo ed i suoi obiettivi tenderebbero – nell'ambito di quella specifica area del gruppo, perimetrata dallo stato di crisi o di probabilità di crisi o di insolvenza – ad allinearsi, o comunque a non collidere, con le strategie più generali del gruppo, per lo meno fino a quando esse siano compatibili o conciliabili con gli obiettivi che la legge assegna alla procedura di crisi alla quale si intenda accedere.

Considerazioni non dissimili potrebbero ripetersi con riferimento al caso in cui, al limite, lo stato patologico che giustifica l'ingresso in una determinata procedura di gestione

---

<sup>3</sup> Cfr., in proposito, M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi d'impresa nei gruppi di società*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber Amicorum Pietro Abbadesse, 3, Milano, 2014, 2693 ss.

<sup>4</sup> Sul punto ancora M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi d'impresa nei gruppi di società*, cit., 2725 ss.

della crisi riguardi una sola società del gruppo: giova al riguardo osservare che anche in questa ipotesi dovrebbe trovare applicazione la norma, introdotta nel nostro ordinamento soltanto di recente (precisamente con il codice della crisi e dell'insolvenza dell'impresa, d.lgs. n. 14/2019, art. 289) e destinata ad assumere il valore di regola di generale applicazione, stante l'importanza che, nella materia che qui interessa, assume in ogni caso la *disclosure* dei rapporti di gruppo onde una determinata impresa è avvinta ad altre e la disponibilità delle informazioni relative alla struttura del gruppo ed alla sua composizione: norma che impone di corredare la domanda di accesso ad una procedura di regolazione della crisi o dell'insolvenza, presentata da un'impresa appartenente ad un gruppo, di informazioni analitiche circa la struttura del gruppo, i vincoli partecipativi o contrattuali fra le diverse società del gruppo, il registro delle imprese in cui è stata effettuata la pubblicità ex art. 2497-bis c.c., nonché di accompagnarla con il deposito del bilancio consolidato, se redatto.

La regola appena ricordata è recente, come si diceva, ma l'attenzione specifica nei riguardi della fattispecie del fenomeno dei gruppi, nel contesto delle varie ipotesi di regolazione della crisi e dell'insolvenza dell'impresa, non costituisce una novità nel nostro ordinamento. È tuttavia clamoroso che la disciplina più ampia ed organica finora concepita al riguardo, che è quella dettata – in attuazione dei criteri enunciati all'art. 3 della l. n. 155/2017, contenente i principi di delega per la riforma organica della disciplina della crisi d'impresa – dal già menzionato d.lgs. delegato n. 14/2019, recante il codice della crisi e dell'insolvenza dell'impresa (nel prosieguo CCII), non sia – ad oggi (15 marzo 2022) – ancora entrata in vigore, sebbene sia stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale oltre tre anni fa (nel febbraio del 2019).

È sul terreno del nuovo istituto composizione negoziata della crisi (nel prosieguo anche CNC), introdotto con il d.l. 24 agosto 2021, n. 118, convertito nella l. 21 ottobre 2021, n. 147, che le disposizioni dedicate al gruppo sono invece già in vigore: esse designano pertanto la prima disciplina in materia di crisi del gruppo ad avere effettiva vigenza nel nostro Paese, se si eccettuano la normativa sull'amministrazione straordinaria, nelle due varianti disciplinate rispettivamente dal d.lgs. n. 270/1999 e dal d.l. n. 347/2003, conv. in l. n. 39/2004, tarata tuttavia su un segmento particolare, quello delle imprese in stato di insolvenza qualificabili come "grandi" sulla base di determinati indici dimensionali, e le discipline speciali di settore (relative, ad esempi, alla crisi delle imprese bancarie e degli intermediari finanziari).

Nonostante il ritardo, dovuto in larga misura a vicende contingenti (quali lo scoppio della pandemia da SARS-COVID 19, foriero di effetti tutt'altro che lievi sulla disciplina della crisi d'impresa) e a fattori di criticità diversi, comunque non collegate al tema specifico qui considerato, l'esigenza di una disciplina generale della crisi e dell'insolvenza riferite al fenomeno di gruppo era ed è tuttora fortemente avvertita, al punto che si tende a considerare la sua mancanza alla stregua di una grave lacuna. Quell'esigenza è motivata dalla possibile esistenza di uno specifico interesse di gruppo e del gruppo a far valere, anche nella fase della gestione della crisi o dell'insolvenza, il profilo dell'unità (unità della direzione, rispetto ad una o più fasi o funzioni delle imprese aggregate in gruppo, gestite in forma accentrata e coordinata per l'intero insieme) che inammissibilmente caratterizza, sia pure in costante tensione dialettica con l'opposto tema della pluralità, il fenomeno dei gruppi di imprese.

Si dà spazio, per altro, anche nella recente disciplina della CNC, riprendendo in pieno, a quanto sembra, il ragionamento sottostante alle soluzioni al riguardo adottate

dal CCII<sup>5</sup>, alla possibilità altresì che detto interesse non sussista o non sia così forte da giustificare la continuità della conduzione unitaria di gruppo nelle varie fasi della crisi<sup>6</sup>: ciò potrebbe per esempio accadere nel caso di gruppi a conduzione fortemente de-centrata, caratterizzati cioè da un elevato tasso di autonomia della gestione ovvero da un elevato tasso di disomogeneità fra le attività economiche delle imprese che ne fanno parte, o di gruppi nei quali il fenomeno della crisi è effettivamente circoscritto ad un segmento o ad un settore limitato, che potrebbe in ipotesi coincidere con una o alcune delle singole entità soggettive in cui il gruppo è articolato.

Ma là dove la struttura e la conformazione del gruppo, o le modalità della sua conduzione nella fase *in bonis*, siano tali da giustificare la conservazione del profilo della gestione unitaria anche durante la crisi, le imprese devono poter disporre di strumenti all'uopo adeguati, senza sentirsi eccepire – come sovente è avvenuto<sup>7</sup> – la mancanza di una disciplina positiva espressa e la necessità di tale disciplina per superare il dato oggettivo della distinta personalità giuridica o comunque della reciproca autonomia giuridica fra le imprese del gruppo.

Il tema dell'interesse alla gestione in chiave unitaria della crisi che abbia colpito il gruppo nelle (o in alcune delle) sue articolazioni soggettive emerge con particolare intensità con riferimento alle procedure che non comportino spossessamento e che siano accessibili già in una fase precoce, ai primi segni della crisi, quando essa si manifesta come non ancora irreversibile e tale da lasciare spazio a prospettive concrete di risanamento dell'impresa, anche tramite la sua riorganizzazione o ristrutturazione; caratteristiche, queste, che ricorrono entrambe nel nuovo istituto della composizione negoziata.

---

<sup>5</sup>Nel CCII si sono espressamente disciplinate, com'è noto, la fattispecie della gestione unitaria della crisi o dell'insolvenza di gruppo, a seconda dei casi attraverso un concordato di gruppo, un accordo di ristrutturazione o un piano attestato di gruppo (artt. 284, 285, 286) ovvero attraverso una liquidazione giudiziale di gruppo (art. 287), e la fattispecie della gestione atomistica attraverso procedure di liquidazione giudiziale ovvero di concordato preventivo disposte e condotte separatamente per le singole imprese del gruppo (art. 288). In proposito sia consentito rinviare a G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCII: fra unità e pluralità*, in *Società*, 2019, 413 ss.; EADEM, *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, in *Rivista ODC*, 2019, 669 ss.

<sup>6</sup>Ovvero sussista inizialmente e venga meno in un momento successivo, sì da indurre, fra l'altro, ad escludere la razionalità o la convenienza di una soluzione unitaria di gruppo dopo l'esperimento della composizione negoziata: si veda al riguardo l'art. 13, comma 10 [art. 25, comma 9 dello Schema di decreto legislativo], che disciplina il possibile esito della "composizione negoziata di gruppo": si prevede, anche in quella fase finale, successiva alle negoziazioni fra l'imprenditore e le diverse "parti interessate", la possibilità sia di una soluzione unitaria, tale da coinvolgere le diverse imprese del gruppo nel loro insieme, attraverso la stipulazione di uno dei tipi di accordo previsti dall'art. 11, comma 1, sia di una soluzione atomistica, e cioè l'accesso in via autonoma delle singole imprese del gruppo ad una delle procedure (accordo di ristrutturazione dei debiti, piano attestato di risanamento, concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio, concordato preventivo, fallimento *alias* liquidazione giudiziale, amministrazione straordinaria) menzionate nell'art. 11, commi 2 e 3 [art. 23 dello Schema, commi 2 e 3]. In argomento, e per una prima illustrazione delle incertezze interpretative a cui dà luogo questa disciplina, v. S. BONFATTI, *Profili della composizione negoziata della crisi d'impresa. Esito della procedura: il contratto "biennale" e la convenzione di moratoria*, in *Dirittodellacrisi.it*, 1° marzo 2022.

<sup>7</sup>Basti qui ricordare le pronunce della Corte Suprema che hanno escluso in radice la legittimità nel nostro ordinamento della versione "di gruppo" del concordato preventivo, fino a quando non intervenga una norma di legge a sancire la possibilità, per più imprese dello stesso gruppo, di presentare congiuntamente un'unica domanda ed eventualmente un unico piano (ovvero più piani fra loro collegati ed interferenti) di concordato: cfr. Cass., sez. I civ., 13 ottobre 2015, n. 20559; Cass., sez. VI civ., ord. 13 luglio 2018, n. 18761; Cass., sez. I civ., 21 novembre 2019, n. 30445. Come già si è ricordato, la norma di legge "enabling" è contenuta nel CCII (art. 284 ss.), ma non è, ad oggi (marzo 2022), ancora entrata in vigore.

S'intende, in altri termini, osservare che quando la crisi dell'impresa, nella nostra ipotesi organizzata in forma di gruppo, è giunta ad un livello di gravità tale da lasciare come unica opzione quella della sua liquidazione, e questa liquidazione viene affidata ad organi nominati da un'autorità giudiziaria o amministrativa, previo spossessamento dell'imprenditore, viene a cadere, fra i vari profili di interesse del tema qui considerato, quello per così dire interno, attinente al governo del gruppo, che consiste nella elaborazione, da parte del soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento, secondo le regole applicate in un determinato gruppo ed eventualmente codificate in un c.d. regolamento di gruppo, delle scelte strategiche ritenute più adeguate in funzione dell'obiettivo del superamento della crisi. In una siffatta situazione, la direzione unitaria del gruppo è – come si osservava all'inizio – suscettibile di mantenere inalterata la sua operatività, quindi la sua capacità di orientare il comportamento delle imprese ad essa sottoposte nel difficile frangente della crisi incipiente o della probabilità di crisi: stando a quello che ci insegnano i teorici dell'organizzazione aziendale, dovrebbe essere questo il momento in cui tipicamente si manifesta la funzionalità del gruppo come modello di organizzazione dell'iniziativa economica capace di realizzare sinergie e di favorire l'allocazione razionale delle risorse finanziarie, facendole affluire, sulla base delle *policies* di gruppo e di accordi in ipotesi preventivamente stipulati fra le imprese del gruppo, là dove si palesano le più forti carenze o comunque si manifesta la possibilità di un loro utilizzo massimamente efficiente.

*2. Il gruppo di imprese e la composizione negoziata per la soluzione della crisi: l'ipotesi della conduzione unitaria delle trattative, contrapposta a quella della conduzione atomistica.* – Ferma la prospettiva generale fin qui delineata, s'intende ora volgere in particolare lo sguardo all'istituto della composizione negoziata della crisi: istituto che il nostro ordinamento conosce, come si è già ricordato, da pochi mesi, ma che sembra essersi già saldamente impiantato nel nostro tessuto normativo della crisi d'impresa, com'è confermato dall'integrale traslazione di detta disciplina negli artt. 12 ss. dello "Schema di decreto legislativo recante modifiche al codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, in attuazione della direttiva UE 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva UE 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza)" (nel prosieguo, più brevemente identificato come "lo Schema di decreto legislativo" o "lo Schema")<sup>8</sup>, approvato dal Consiglio dei ministri nella seduta del 17 marzo 2022. E poiché, come si diceva, è con riguardo alla composizione negoziata della crisi che la possibile rilevanza dei collegamenti di gruppo fra imprese è stata sancita da una norma di legge già effettivamente entrata in vigore, sembra razionale la scelta di dedicare le riflessioni che seguono specificamente alla disciplina del gruppo nella CNC, tenendo conto, nei limiti del possibile, del recentissimo Schema di decreto legislativo, ma riservando comunque ad altro e più ampio studio, da condurre sulla base dell'assetto auspicabilmente defini-

---

<sup>8</sup> Il testo della Schema di decreto legislativo, nonché il testo del CCII integrato con le proposte di modifica contenute nello Schema, è reperibile in [www.centrocrisi.it](http://www.centrocrisi.it).

tivo della disciplina ancora *in itinere*, l'analisi – anche comparata – dei diversi strumenti di governo e gestione della crisi, nei suoi progressivi stadi di sviluppo, che l'ordinamento pone a disposizione delle imprese organizzate secondo uno dei possibili modelli di gruppo.

Principiando dal tema dell'accesso da parte dei gruppi di imprese alla CNC, osserviamo che il d.l. n. 118 (convertito nella l. n. 147/2021) prevede al riguardo, all'art. 13 (integralmente recepito nell'art. 25 dello schema di decreto legislativo<sup>9</sup>), due possibili percorsi: (a) l'iniziativa, sin dall'origine configurata come unitaria (art. 13, comma 2), di più imprese appartenenti al medesimo gruppo che versano nelle condizioni indicate nell'art. 2, comma 1 (i.e., in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario tali da renderne probabile la crisi o l'insolvenza, ma al tempo stesso da non escluderne ragionevolmente la possibilità di risanamento); iniziativa che, per quanto all'inizio osservato, avrà verosimilmente il proprio antecedente in uno specifico atto di indirizzo della comune capogruppo e che consiste nel richiedere congiuntamente, al segretario generale della camera di commercio competente sulla base dei criteri enunciati nel comma 3 dell'art. 13 (comma 2 dell'art. 25 dello Schema), la nomina dell'esperto indipendente in funzione di "facilitatore" delle trattative fra le diverse parti interessate, di cui all'art. 2, comma 2 (art. 12, comma 2, dello Schema); (b) l'impulso dei diversi esperti nominati a seguito delle domande spiegate all'origine separatamente da singole imprese del gruppo, affinché la composizione negoziata si svolga in modo unitario per tutte le imprese richiedenti, o per una parte di esse, appositamente individuate (art. 13, comma 8), nel qual caso la composizione, iniziata in maniera "atomistica" dovrebbe proseguire con l'ausilio dell'esperto designato di comune accordo fra quelli in origine nominati o, in mancanza di accordo, dell'esperto nominato a seguito dell'istanza presentata per prima.

La seconda ipotesi appare sotto diversi aspetti più problematica e complessa: agli esperti in origine separatamente nominati è infatti attribuito il potere di optare per la formula della conduzione unitaria della composizione negoziata, il che presuppone il preventivo accertamento da parte degli stessi (con quali modalità? con quali risorse? con quali strumenti istruttori? con quali conseguenze in caso di errore?) di legami fra le imprese aspiranti a detta modalità di gestione della crisi, tali da rendere scarsamente proficua la strada della composizione atomistica, che pure le imprese interessate, nell'esercizio della propria autonomia imprenditoriale, avevano valutato come coerente con le rispettive esigenze e con le peculiarità della specifica aggregazione di gruppo o delle specifiche modalità di esercizio della direzione e coordinamento.

Inoltre, il percorso (b) lascia intravedere in filigrana la possibile tara del conflitto fra i diversi esperti nominati, per la designazione di quello che dovrà alla fine assumere effettivamente l'incarico della conduzione unitaria delle trattative, una volta divisatane l'opportunità; conflitto per il quale la legge prevede comunque un criterio di soluzione, identificato nella prevalenza dell'esperto nominato sulla base dell'istanza presentata per prima.

---

<sup>9</sup>Nel prosieguo le disposizioni relative alla CNC saranno citate secondo la numerazione che hanno nel d.l. n. 118/2021, convertito in l. n. 147/2021, perché questa è la disciplina allo stato effettivamente vigente. Per quanto possibile, sarà di volta in volta richiamata anche la nuova numerazione introdotta con lo Schema di decreto legislativo, che interviene, modificandolo in diversi luoghi e fra l'altro innestandovi la disciplina della CNC, sul testo del d.lgs n. 14/2019.

Tornando al percorso (a), sembra che l'esito della domanda congiuntamente presentata dalle diverse imprese del gruppo non possa che essere positivo, sul presupposto che abbia avuto esito positivo la verifica, da parte del segretario generale della Camera di commercio, della sussistenza sia del requisito attinente alla condizione oggettiva in cui versano le imprese, sia di quello attinente all'esistenza fra le imprese interessate delle tipologie di collegamento richiamate nel comma 1 dell'art. 13 cit., su cui si tornerà a breve (*infra*, paragrafo 3). Altrimenti detto: il potere della Camera di commercio di opporre un diniego alla nomina dell'unico esperto per le diverse società istanti sembra circoscritto alle ipotesi di carenza dei presupposti indicati rispettivamente nel comma 2 dell'art. 2 e nel comma 1 dell'art. 13; in presenza di detti presupposti, sembra che la Camera di commercio non possa svolgere valutazioni discrezionali riguardo all'opportunità e alla convenienza della scelta del percorso unitario ovvero riguardo al perimetro delle imprese coinvolte, né nel senso di escluderne una o talune, né nel senso di coinvolgere *ex officio* nella composizione negoziata di gruppo imprese che non avevano sottoscritto l'istanza congiunta.

Quindi, a seguito della richiesta congiunta pervenuta alla Camera di commercio competente (sulla base dei criteri indicati nel comma 3 dell'art. 13)<sup>10</sup>, l'esperto facilitatore, unico per l'insieme delle imprese richiedenti, verrà nominato e comincerà a svolgere il suo compito – così come descritto nel comma 2 dell'art. 2 [art. 12, comma 2, dello Schema] – in maniera unitaria per tutte le imprese del gruppo partecipanti all'iniziativa.

Potrebbe tuttavia succedere (art. 13, comma 6 [ora art. 25, comma 5, dello Schema]) che, nel corso della sua attività, l'esperto si renda conto di ciò, che la conduzione unitaria delle trattative è resa più difficile e gravosa dalla contestuale partecipazione di più imprese ovvero di troppe imprese; nel qual caso gli viene attribuito il potere di decidere che il negoziato con le controparti si svolga in maniera atomistica per ciascuna impresa del gruppo; così come può decidere (art. 13, comma 7 [art. 25, comma 6, dello Schema]) di invitare imprese del gruppo che non soddisfano il presupposto oggettivo indicato, in termini generali, nell'art. 2, comma 2 [art. 12, comma 2, dello Schema], a partecipare alle trattative congiuntamente con le altre, che invece si trovano in quelle particolari condizioni.

*2.1. Brevi considerazioni critiche sui poteri attribuiti all'esperto facilitatore, in particolare con riferimento alla composizione negoziata coinvolgente imprese di un medesimo gruppo.* – L'attribuzione ad un professionista, sia pure munito dei requisiti di indipendenza previsti dall'art. 2399 c.c. (art. 4 [art. 16 dello Schema]) e designato da una pubblica autorità con il compito di facilitare un certo percorso negoziale diretto alla

---

<sup>10</sup> Detti criteri fanno riferimento alla Camera di commercio ove è iscritta la società o l'ente, avente sede nel territorio dello Stato, che viene indicato nel registro delle imprese, ai sensi dell'art. 2497-bis c.c., come il soggetto a cui fa capo l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, oppure, in mancanza (se la pubblicità prevista dall'art. 2497-bis non è stata eseguita o comunque non risulta identificabile nel territorio dello Stato la società o ente che esercitano l'attività di direzione e coordinamento), la società con sede nel territorio dello Stato che, rispetto alle altre del gruppo, presenta la maggiore esposizione debitoria, "costituita dalla voce D dello stato patrimoniale" di cui all'art. 2424 c.c., in base all'ultimo bilancio approvato e "caricato" nella piattaforma telematica ai sensi del comma 4 del medesimo art. 13. I medesimi criteri di individuazione della Camera di commercio competente a ricevere l'istanza congiunta delle imprese del gruppo sono recepiti nello Schema di decreto legislativo (art. 25, comma 2).

composizione della crisi, del potere di modificare la composizione soggettiva di una delle parti del negoziato, in tal modo forzando o comunque alterando quella che era stata la scelta delle imprese interessate, effettuata nell'esercizio della loro autonomia organizzativa nonché, verosimilmente, su indirizzo ed impulso dell'entità capogruppo, appare problematica e presta il fianco a rilievi, i quali investono altresì, a ben vedere, il potere di segno opposto, ma di contenuto strutturalmente simile, attribuito agli esperti plurimi, nominati disgiuntamente, di optare per la gestione unitaria della composizione negoziata ex art. 13, comma 8 [art. 25, comma 7, dello Schema].

Richiamando quanto già osservato altrove<sup>11</sup>, sia pure con la cautela imposta dalla novità del testo normativo, sembra che i poteri in tal modo assegnati all'esperto facilitatore abbiano un'estensione notevolmente ampia (e contenuti non sempre chiaramente delineati), senza che ad essi sia, in termini espliciti, correlata alcuna responsabilità. In vero:

(i) per l'esercizio di detti poteri non sono previsti espressamente limiti di tempo;

(ii) l'esistenza di un obbligo di motivazione sembra potersi affermare, alla stregua del tenore testuale delle norme, soltanto nei casi disciplinati dal comma 6 dell'art. 13 [art. 25, comma 5, dello Schema] (qui l'esperto dovrà allegare circostanze idonee a comprovare la gravosità eccessiva, dunque non proporzionata e disfunzionale rispetto all'obiettivo perseguito, della conduzione unitaria del negoziato per giustificare la propria decisione di passare, almeno per alcune imprese, ad una gestione atomistica del negoziato medesimo) e dal comma 8, mentre non sembra vincolato ad alcun obbligo di motivazione, né agganciato ad alcuna circostanza o presupposto oggettivo il potere di "invito" di cui al comma 7 del medesimo art. 13 [art. 25, comma 6, dello Schema], che – se esercitato con successo – sortirebbe l'effetto di coinvolgere nei negoziati imprese *in bonis* che il soggetto esercente la direzione e coordinamento di gruppo aveva evidentemente inteso lasciare al di fuori della vicenda della CNC;

(iii) sembra che il potere previsto dal comma 6 dell'art. 13 (così come quello previsto dal comma 8) [art. 25, rispettivamente commi 5 e 6, dello Schema] non generi alcuna possibilità di contestazione da parte delle imprese investite dalle scelte discrezionali dell'esperto: il che appare singolare, tanto più se si considera che dette imprese sono per definizione sottoposte al potere di direzione e coordinamento di un'entità con funzione di capogruppo e che – in linea con quanto già osservato (*supra*, par. 1) – non vi è apparentemente alcuna ragione di ritenere che il potere di direzione e coordinamento del soggetto posto al vertice del gruppo venga meno a fronte del potere dell'esperto, quasi che il suo compito di facilitatore nella gestione della composizione negoziata della crisi giustificasse altresì il suo subentro nel ruolo che fisiologicamente spetta all'ente o società o persona capogruppo. Diversamente, nel caso previsto dal comma 7 dell'art. 13 [art. 25, comma 6, dello Schema], sembra che le imprese *in bonis* che l'esperto vorrebbe coinvolgere nelle trattative, in quanto destinatarie di un mero invito, possano semplicemente declinarlo e rimanere così fuori del negoziato per la composizione della crisi (così come, per converso, potrebbero essere le imprese stesse a farsi avanti, eventualmente su direttiva della capogruppo, per essere coinvolte, senza che la loro iniziativa possa incontrare ostacoli nei poteri di conformazione delle parti del negoziato attribuiti all'esperto);

---

<sup>11</sup> G. SCOGNAMIGLIO, in N. ABRIANI, G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi dei gruppi e composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 23 dicembre 2021, par. 3.



(iv) nulla si dice, poi, riguardo alla possibilità di interazioni ed interferenze tra l'esercizio, da parte del facilitatore, dei poteri che gli sono attribuiti e gli interessi ed i comportamenti di soggetti partecipi delle trattative in qualità di controparti dell'imprenditore, in particolare creditori, lavoratori ed altri stakeholders. In proposito, si può supporre legittima l'interlocuzione fra detti soggetti e l'esperto facilitatore, al quale gli stessi potrebbero fornire l'*input* o lo stimolo utile all'assunzione di determinate decisioni, per esempio in materia di coinvolgimento nelle trattative di imprese del gruppo ancora *in bonis*, oppure di passaggio dalla conduzione unitaria dei negoziati a quella atomistica nel caso in cui la prima risulti troppo complessa e costosa, in una parola disfunzionale rispetto all'obiettivo. Più difficile sembra invece ricostruire, nel silenzio del dato positivo, un potere di contestazione formale, da parte degli *stakeholders* coinvolti nella composizione negoziata della crisi dell'impresa, delle decisioni discrezionalmente adottate dall'esperto, in particolare – ma non solo – sul terreno della conduzione delle trattative a livello di gruppo, ai sensi dell'art. 13, comma 6 (ovvero dell'art. 13, comma 8);

(v) non viene chiarito se, nel caso disciplinato dal comma 6 dell'art. 13 [art. 25, comma 5, dello Schema], e cioè nel caso in cui l'esperto decida di convertire, totalmente o parzialmente, la gestione unitaria delle trattative in gestione atomistica, egli debba rimandare le imprese alla Camera di commercio, affinché presentino istanza per la nomina di ulteriori esperti, oppure possa mantenere comunque il ruolo in capo a sé stesso, anche con riferimento alle imprese che, sulla base della sua decisione, vengono poste al di fuori della composizione negoziata unitaria. Nel silenzio della norma positiva, il dubbio ha una sua ragion d'essere, anche perché la prima soluzione (rinvio delle imprese alla Camera di commercio per la designazione di ulteriori esperti) comporterebbe probabilmente l'inconveniente di un aggravio di tempo aggiuntivo a carico delle imprese interessate; tuttavia, dalla disciplina complessiva della composizione negoziata della crisi dei gruppi (ed in particolare dal comma 8 dell'art. 13) sembra potersi inferire che la previsione di un esperto facilitatore unico per più imprese dello stesso gruppo viene considerata coerente con, e perciò si giustifica in ragione dell'opzione per la conduzione unitaria delle trattative; il che lascia pensare che si debba procedere in maniera diversa (*i.e.*, nominare più esperti) nel caso in cui si intenda realizzare il percorso opposto.

I concisi rilievi che precedono toccano un punto cruciale (forse il più complesso ed il meno limpido) della disciplina nel suo insieme, e cioè il corretto inquadramento giuridico della figura dell'esperto, dei suoi poteri e delle sue responsabilità: tema, questo, su cui è facile prevedere che il dibattito, appena aperto, duri ancora a lungo, andando ben al di là della tematica dei gruppi e dunque dei limiti contenutistici di questo lavoro.

3. *I presupposti (a) soggettivo e (b) oggettivo per l'accesso alla composizione negoziata delle crisi di gruppo: (a) la nozione di gruppo.* – (a) Il presupposto soggettivo per l'accesso alla composizione negoziata di gruppo, tenuto conto del disposto dell'art. 2, comma 1, nonché della rubrica e del comma 1 dell'art. 13, va ravvisato nella condizione di titolarità di un'impresa agricola o commerciale che sia avvinta ad altre da collegamenti idonei a configurare l'insieme come un "gruppo di imprese". La definizione del gruppo di imprese dettata dal comma 1 dell'art. 13 richiama molto da vicino<sup>12</sup>

<sup>12</sup> La differenza fra le due definizioni è data da ciò, che in quella più recente è caduto l'inciso che aveva

quella enunciata nell'art. 2, lettera *h*), d.lgs. n. 14/2019 (nel testo modificato dal c.d. decreto correttivo (d.lgs. n. 147/2020)<sup>13</sup>; questa, a sua volta, si ispira, com'è noto, alla nozione di gruppo implicitamente<sup>14</sup> accolta dal codice civile (artt. 2497 ss.) nel testo novellato dalla riforma organica del diritto societario (d.lgs. n. 6/2003). Si è inteso evidentemente riaffermare una linea di continuità con le scelte definitorie già adottate, sul medesimo terreno della disciplina delle crisi d'impresa, dal CCII e motivate da una valutazione razionale di preferenza per soluzioni normative che evitino il proliferare incontrollato di nozioni di gruppo di imprese di volta in volta diverse, nella misura in cui la sostanza del fenomeno economico considerato non richieda una siffatta diversificazione.

Il gruppo di imprese rilevante ai fini dell'art. 13 d.l. n. 119 [art. 25 dello Schema] del nostro decreto presenta, dunque, le seguenti caratteristiche:

– non include mai lo Stato o gli enti territoriali, che restano fuori del perimetro del gruppo, coerentemente in linea con la scelta già compiuta con il d.l. n. 78/2009, convertito in l. n. 102/2009, che aveva a suo tempo fornito un'interpretazione autentica del comma 1 dell'art. 2497 c.c., secondo la quale per “ente” (idoneo alla titolarità di un'attività di direzione e coordinamento) s'intendono “i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato (...): la norma ora in esame giustappone allo Stato la categoria degli enti pubblici territoriali, in tal modo sciogliendo un dubbio interpretativo emerso nella casistica giurisprudenziale e risolto dalla dottrina in maniera non univoca;

– l'elemento essenziale ed indefettibile che collega l'una all'altra le *legal entities* che compongono il gruppo è dato dall'attività di direzione e coordinamento, la quale può far capo non solo ad una società o ad un ente (diverso, come si è detto, dallo Stato e dagli enti territoriali), ma anche ad una persona fisica: il che comporta, rispetto alla nozione testualmente accolta nell'art. 2497 c.c., un ampliamento del perimetro del gruppo, sì da ricomprendervi la fattispecie delle società sottoposte al comune controllo di un medesimo socio;

– soggetti passivi della direzione e coordinamento esercitata dall'entità capogruppo possono essere società, imprese o enti (ancora una volta diversi, con precisazione in questo caso superflua perché del tutto ovvia, dallo Stato e dagli enti territoriali);

---

riguardo alla sottoposizione di più società, imprese o enti all'altrui direzione e coordinamento “sulla base di un vincolo partecipativo o di un contratto”. Tale modifica testuale non sembra però incidere in maniera sostanziale sul contenuto della nozione di gruppo: che la relazione fra le imprese ad esso appartenenti possa essere (e sia anzi di solito) fondata su un vincolo partecipativo, e precisamente su una partecipazione di controllo è facilmente desumibile dal criterio presuntivo espressamente richiamato, alla stregua del quale in presenza del controllo, diretto o indiretto, si presume l'attività di direzione e coordinamento; che la medesima relazione possa essere altresì di natura contrattuale è desumibile dal richiamo, che è stato mantenuto anche nella definizione più recente, al “gruppo cooperativo paritetico”, e cioè ad una tipologia di gruppi in cui l'attività di direzione e coordinamento è esercitata sulla base di uno specifico contratto fra le società che ad essa si sottopongono.

<sup>13</sup> Lo Schema di decreto legislativo prevede una ulteriore modifica dell'art. 2, lettera *h*), d.lgs. n.14/2019, là dove sostituisce la definizione, ivi contenuta, del “gruppo di imprese” con quella, quasi identica (cfr. nota precedente), enunciata, nella disciplina della conduzione unitaria delle trattative ai fini della CNC, dall'art. 13 d.l. n. 118.

<sup>14</sup> L'avverbio “implicitamente” è giustificato dalla circostanza che, a causa di remore non del tutto comprensibili da parte degli autori della riforma del diritto societario del 2003 a far apo ad una nozione che la giurisprudenza aveva accreditato di un significato e di un rilievo meramente economico (stante l'assenza di soggettività dell'insieme delle imprese aggregate) non ricorre, né nell'art. 2497, né in alcun luogo del capo IX del libro V c.c., l'uso dell'espressione “gruppo”, che viene invece utilizzata invece con ampiezza nel CCII e nel d.l. n. 118.

– sono contemplati sia il modello del gruppo verticale fondato sul controllo, diretto o indiretto, solitario o congiunto, sia quello del gruppo fondato su vincoli contrattuali, *ad instar* del modello a cui ha riguardo l'art. 2545-septies c.c., che descrive e disciplina il gruppo paritetico fra imprese cooperative;

– l'attività di direzione e coordinamento, anche qui in linea con la scelta già operata nel c.c. e nel CCII, non viene definita nei suoi contenuti; viene tuttavia agevolato l'accertamento della sua esistenza sulla base dei criteri presuntivi indicati nelle lettere *a)* e *b)* del comma 1 dell'art. 13. Alla stregua di detti criteri l'attività di direzione e coordinamento di più società o imprese si presume, salvo prova contraria, far capo all'ente o alla società tenuti alla redazione del bilancio consolidato di gruppo, nonché alla società o ente titolare, in forma solitaria o congiunta, in maniera diretta o indiretta, della posizione di controllo.

3.1. (Segue): *il limite della necessaria sottoposizione di ciascuna delle imprese del gruppo alla giurisdizione italiana: rilievi critici.* – Un ulteriore presupposto per l'accesso alla disciplina “di gruppo” della CNC. sembra essere costituito, stando al tenore dell'art. 13, comma 2 [art. 25, comma 1, dello Schema], dalla circostanza che ciascuna delle imprese appartenenti al gruppo abbia il proprio “centro degli interessi principali” (COMI nell'acronimo inglese)<sup>15</sup> nel territorio dello Stato italiano: altrimenti detto, l'istanza per la nomina di un unico esperto e la conduzione unitaria delle trattative non potrebbe coinvolgere le articolazioni del gruppo sottoposte, in relazione alla collocazione del loro COMI, ad una giurisdizione straniera.

Vale la pena osservare che la medesima soluzione era stata adottata, nel d.l.gs. n. 14/2019 (artt. 284 e 287), e prima ancora nella legge delega di cui esso costituisce attuazione (art. 3, comma 1, lettera *d)*): in quel caso la sottoposizione di ciascuna alla medesima giurisdizione italiana vale ad identificare le imprese del gruppo legittimate a proporre con un unico ricorso la domanda di accesso alla procedura di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di sottoposizione alla liquidazione giudiziale di gruppo; più precisamente, vale a riconoscere la giurisdizione italiana come quella competente in materia di concordato, di accordo di ristrutturazione dei debiti o di liquidazione giudiziale di gruppo soltanto con riferimento alle imprese, facenti parte del gruppo, che hanno in Italia il proprio centro degli interessi principali. Le imprese “straniere”, in ipotesi collegate a quelle “italiane” dal legame di appartenenza al medesimo gruppo, secondo un – assai diffuso – modello di gruppo transnazionale, non possono esser parte di una proposta (e piano) di concordato di gruppo, né chiedere di essere sottoposte ad una procedura di liquidazione giudiziale che le investa insieme alle società figlie o sorelle aventi il COMI nel nostro Paese.

Si tratta di una soluzione che va comunque coordinata con le disposizioni del regio-

<sup>15</sup> Si tratta, com'è noto, di una nozione elaborata nell'ambito del diritto dell'UE e recepita nel CCII, il cui art. 2, comma 1, lettera *m)* definisce il COMI come il luogo in cui il debitore gestisce i suoi interessi in modo abituale e riconoscibile dai terzi. Ai sensi dell'art. 3, comma 1, secondo periodo del regolamento (UE) n. 2015/848 sulle procedure di insolvenza, “Per le società e le persone giuridiche si presume che il centro degli interessi principali sia, fino a prova contraria, il luogo in cui si trova la sede legale. Tale presunzione si applica solo se la sede legale non è stata spostata in un altro Stato membro entro il periodo di tre mesi precedente la domanda di apertura della procedura d'insolvenza”.

lamento UE 2015/848 sulle procedure d'insolvenza, applicabile, per quanto riguarda il nostro Paese, come testualmente risulta dall'Allegato A del citato regolamento, non solo alle procedure concorsuali liquidatorie aventi come presupposto l'insolvenza dell'imprenditore (da noi, tipicamente, il fallimento, *alias* liquidazione giudiziale), bensì anche alle procedure come il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, che possono non avere finalità liquidatorie né presuppongono necessariamente l'insolvenza del debitore. Ora, l'intero capo V di detto regolamento è dedicato alle procedure di crisi e di insolvenza di società facenti parte di un gruppo, sottoposte alla giurisdizione di diversi Stati membri: la *ratio* che ha ispirato le scelte operate dal legislatore italiano del d. lgs. n. 14/2019 risiedeva nella ravvista opportunità di astenersi dall'intervenire in un ambito già disciplinato dal diritto europeo con uno strumento – il regolamento – idoneo a realizzare l'efficacia diretta ed immediata della disciplina nei singoli ordinamenti nazionali. Da questo punto di vista, la soluzione adottata in detto decreto appare ragionevole; ma sortisce l'effetto di lasciare prive di ogni regolamentazione le questioni di scelta del diritto applicabile, riguardanti imprese nel gruppo collocate in giurisdizioni extra-UE, in un contesto socio-economico in cui è ben possibile che le propaggini *cross-border* di un gruppo di società si estendano al di là dei confini dell'Unione europea.

Nel caso ora considerato della CNC di gruppo, la situazione è completamente diversa e quella *ratio* non può essere invocata per giustificare la scelta, adottata dall'art. 13 del d.l. n. 118/2021, e puntualmente ripresa dall'art. 25 dello Schema di decreto legislativo, di consentire l'accesso alla conduzione unitaria delle trattative sotto la guida di un unico esperto soltanto nel caso in cui tutte le imprese del gruppo abbiano nel territorio italiano il proprio centro degli interessi principali. Le imprese del gruppo aventi il COMI in un altro degli Stati membri, per non parlare di quelle sottoposte a giurisdizioni extraeuropee, resterebbero quindi del tutto prive della possibilità di accedere al percorso negoziato di risanamento in chiave unitaria del gruppo, pur potendosi aprire, all'esito delle trattative, la strada, ad esempio, della domanda di accesso ad un concordato preventivo, eventualmente di gruppo, al quale potrebbero trovare applicazione, per quanto riguarda le eventuali società del gruppo sottoposte alla giurisdizione di un altro Stato membro, le forme di coordinamento previste dal regolamento UE 2015/848.

L'assetto che ne risulta non è a mio avviso soddisfacente<sup>16</sup>; né sarebbe sistematicamente corretto ricercare la soluzione del problema in una possibile modifica dell'allegato A del regolamento europeo sulle procedure di crisi e di insolvenza (diretta ad

---

<sup>16</sup>Né vale a temperare la valutazione negativa espressa nel testo la circostanza (sottolineata da M. SPIOTTA, *La solidarietà dei "vantaggi compensativi" alla luce della normativa emergenziale e della l. n. 147/2021*, in *Ristrutturazioni aziendali.it*, 29 novembre 2021, 17; L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della composizione negoziata di gruppo: primi spunti di riflessione*, cit., in *Diritto della crisi.it*, 25 gennaio 2022, 14; e già L. PANZANI, *Il D.L. "Pagni" ovvero la lezione (positiva) del Covid*, *ivi*, 25 agosto 2021, 46) che il requisito della sottoposizione alla giurisdizione italiana (*i.e.*, della presenza in Italia del COMI dell'impresa) non è richiamato per le imprese *in bonis* del gruppo eventualmente coinvolte insieme alle altre nelle trattative e nel piano di risanamento. Anzi, una siffatta differenza di trattamento potrebbe essere invocata per corroborare l'esigenza di intervenire sul testo normativo per correggerla, nella direzione di consentire l'attrazione nella CNC del gruppo promossa da una società avente il proprio COMI in Italia delle società estere del gruppo medesimo, per lo meno (come si suggerisce nel testo) nel caso in cui a promuovere l'iniziativa sia la capogruppo esercente l'attività di direzione e coordinamento.

includere anche la CNC nel suo ambito di applicazione), perché la composizione negoziata della crisi non presenta caratteri tali da poterla in alcun modo ricondurre nell'alveo di dette procedure: essa non è una procedura concorsuale liquidatoria, né una procedura tendente alla ristrutturazione dell'impresa in crisi, come il nostro concordato in continuità aziendale, che rientra nella nuova categoria europea dei quadri di ristrutturazione, dalla quale la composizione negoziata è invece esclusa, come attestato dalla disposizione che l'art. 1 dello Schema di decreto legislativo introduce nella lettera *m-bis*) dell'art. 2 d. lgs. n. 14/2019.

Una soluzione sistematicamente ragionevole del problema che si è testé segnalato potrebbe essere quella di ancorare la scelta della giurisdizione applicabile a criteri omogenei a quelli indicati nell'art. 13, comma 3 [art. 25, comma 2 dello Schema] ai fini dell'individuazione della Camera di commercio competente, e cioè: (i) alla presenza nel territorio dello Stato dell'entità a cui fa capo l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, attestata dalla pubblicità *ex art.* 2497-bis c.c.; ovvero in alternativa (ii) alla presenza nel territorio dello Stato dell'impresa che presenta la maggiore esposizione debitoria costituita dalla voce D del passivo nello stato patrimoniale ai sensi dell'art. 2424 c.c.

In altri termini, si dovrebbe consentire all'impresa capogruppo o a quella del gruppo che sia maggiormente indebitata di fungere da polo di attrazione nella giurisdizione italiana anche delle imprese del gruppo sottoposte, in relazione al proprio COMI, alla giurisdizione di un altro Stato membro, le quali potrebbero venire ammesse alla composizione negoziata di gruppo e incluse nel relativo piano, evitando in tal modo di segmentare artificialmente il gruppo di imprese in funzione della collocazione territoriale dei rispettivi COMI, già in una fase iniziale della gestione della crisi, in cui dovrebbe ancora dispiegarsi con ampiezza la discrezionalità delle scelte imprenditoriali e dovrebbe lasciarsi al soggetto esercente la direzione e coordinamento di gruppo lo sfruttamento di ogni potenzialità del modello organizzativo, in funzione dell'obiettivo del risanamento del gruppo nel suo insieme e delle singole sue articolazioni ancora "*viable*".

Non si porrebbe, verosimilmente, un problema<sup>17</sup> di riconoscimento ed applicazione extraterritoriale delle misure protettive e cautelari eventualmente adottate dall'autorità giudiziaria (in ipotesi, italiana) a norma dell'art. 13, comma 5 [art. 25, comma 4 dello Schema]: infatti, dette misure vengono adottate, per espressa (e, aggiungerei, non chiara) previsione di legge, nei confronti della capogruppo ovvero dell'impresa del gruppo con la più alta esposizione debitoria, e cioè di quella impresa che, nella prospettiva testé considerata, comunque avrebbe il COMI in Italia e sarebbe comunque sottoposta alla legge del nostro Paese. Mentre potrebbe essere problematico il riconoscimento, da parte dell'impresa del gruppo sottoposta alla giurisdizione italiana, dell'atto (amministrativo) di nomina dell'esperto da parte della camera di commercio, posto che, secondo l'opinione prevalente, il regolamento Bruxelles la assicura il rico-

---

<sup>17</sup> Che sarebbe in ogni caso probabilmente risolvibile alla stregua del regolamento Bruxelles I a (regolamento UE n. 1215/2012, sul riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale). Sul punto mi sembra che si possano utilmente richiamare le condivisibili considerazioni (non riferite ovviamente alla CNC, bensì in generale agli strumenti di ristrutturazione preventiva dell'impresa) di D. SKAURADSZUN, *Brussels Ia or EIR Recast? The Allocation of Preventive Restructuring Frameworks*, in *International Corporate Rescue*, 2019, 193 ss.

noscimento dei provvedimenti dell'autorità giudiziaria, non invece di quelli di un'autorità amministrativa.

Probabilmente, potrebbe essere utile ragionare ancora una volta sulla fattispecie della direzione e coordinamento di gruppo, movendo dal presupposto (*supra*, par. 1) che essa, nella fase in cui si colloca lo svolgimento delle trattative tendenti alla composizione negoziata della crisi, sia ancora pienamente esercitabile (ed effettivamente esercitata) dal soggetto investito del ruolo di capogruppo. La direzione unitaria di gruppo dovrebbe essere funzionale, nel contesto qui considerato, al governo e alla gestione sinergica e coordinata della crisi che ha investito le imprese appartenenti al gruppo medesimo o parte di esse, in un momento in cui detta crisi è ancora allo stadio iniziale di mera probabilità, e viene pertanto affrontata con uno strumento prevalentemente negoziale (rispetto al quale dovrebbe potersi senz'altro invocare il principio generalmente accettato della “*choice of law*” da parte degli interessati) e stragiudiziale: in quest'ottica, l'attività di direzione e coordinamento dell'insieme delle imprese aggregate non dovrebbe incontrare un ostacolo nella circostanza che alcune di esse sono soggette alla giurisdizione di un altro Stato, nel quale hanno il proprio COMI; tanto più se si ritiene che l'esistenza di una ragionevole possibilità di risanamento dell'impresa si traduca in un obbligo giuridico, in capo al titolare dell'iniziativa, di coltivare questa possibilità e se si considera che, nel caso dei gruppi, l'obiettivo del risanamento potrebbe richiedere, per essere efficacemente perseguito, il coinvolgimento di tutte le articolazioni del gruppo, indipendentemente dalla giurisdizione alla quale sono sottoposte, e cioè anche quando la legge ad esse applicabile sia diversa da quella a cui è sottoposto chi esercita la direzione e coordinamento

In ogni caso, la soluzione qui ritenuta preferibile, comunque la si motivi, postula probabilmente un intervento sul testo attuale della norma<sup>18</sup>; intervento che dovrebbe essere ancora possibile, perché lo Schema di decreto legislativo è ancora *in itinere*, dovendosi attendere per il prosieguo dell'*iter* il parere delle competenti commissioni parlamentari, e che andrebbe caldeggiato, se si condivide la valutazione di scarsa razionalità di un assetto normativo che, nella prospettiva peculiare della ristrutturazione in funzione di superamento della crisi, tende a ritagliare il perimetro dei gruppi di imprese lungo i confini del territorio dello Stato.

---

<sup>18</sup> Non mi pare infatti che la soluzione auspicata nel testo, e cioè la possibilità di attrarre nella disciplina della composizione negoziata “di gruppo” anche le società del gruppo sottoposte ad una diversa giurisdizione, possa essere fondata soltanto sul disposto dell'art. 26, comma 1, c.c., alla cui stregua “l'imprenditore che ha all'estero il centro degli interessi principali può essere assoggettato ad una procedura di regolazione della crisi e [qui sarebbe stato preferibile l'uso della congiunzione disgiuntiva “o”] dell'insolvenza nella Repubblica italiana, anche se è stata aperta analogo procedura all'estero, quando ha una dipendenza in Italia”. Si deve comunque riconoscere che il tema a cui si ha riguardo nel testo è solo un frammento di un più ampio e generale problema che riguarda i presupposti e le condizioni per il riconoscimento – nel senso internazionalprivatistico dell'espressione – in una determinata giurisdizione delle diverse possibili fattispecie di accordi fra debitore e creditori per la gestione della crisi di un'impresa e la rinegoziazione o ristrutturazione del suo debito, conclusi nell'ambito di un diverso ordinamento. Questo problema merita una trattazione autonoma, non compatibile con il limitato perimetro di questo contributo: e che si tratti di un problema di difficile risoluzione è confermato dai dubbi che esso tuttora solleva in Paesi, come ad es., la Germania, dove la normativa di riferimento e la correlativa riflessione dottrinale sono molto più avanzate che da noi: cfr. al riguardo, da ultimo, S. MADAUS, *The German law on the recognition of foreign insolvency and restructuring proceedings*, in *NIPR- Nederlands Internationaal Privaatrecht*, 2022, 227 ss. 236 ss.

4. (b) *La probabilità di crisi o di insolvenza e la ragionevole perseguibilità del risanamento: la valutazione di tale presupposto in un'ottica di gruppo e di pianificazione del risanamento del gruppo.* – 4.1. (b) Quanto al presupposto oggettivo della composizione negoziata nella versione “di gruppo”, come si è constatato, la disciplina postula che le imprese istanti per la nomina di un unico esperto, ai fini della conduzione unitaria delle trattative (a norma del comma 2 dell'art. 13), o di più esperti, nel caso di opzione per la composizione atomistica ai sensi del comma 8 dello stesso art. 13, versino (art. 2, comma 1 [art. 12, comma 1 dello Schema]) in uno stato di probabilità di crisi o di insolvenza, riconducibile a condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario, accompagnate tuttavia da una ragionevole previsione di perseguibilità del risanamento, da formulare sulla base del “test pratico” disponibile sulla piattaforma telematica nazionale istituita ai sensi dell'art. 3 [art. 13 dello Schema].

Trattandosi di imprese aggregate in un gruppo, è inevitabile domandarsi se il complesso presupposto oggettivo previsto dalla legge per l'accesso alla CNC debba o meno sussistere riguardo a tutte le imprese istanti.

Ad un primo esame della questione, e tenuto conto della circostanza che anche la disciplina in esame, come tutte le discipline fino ad oggi introdotte nel nostro ordinamento riguardo alla crisi dei gruppi, muovono dal principio del mantenimento della separazione e reciproca autonomia giuridica del singole imprese, onde è caratterizzato il gruppo *in bonis*, la risposta affermativa (nel senso della necessaria verifica della sussistenza del presupposto oggettivo riguardo a tutte e a ciascuna delle imprese del gruppo) sembrerebbe quella maggiormente plausibile. In vero, se la risanabilità dell'impresa e lo stadio affatto iniziale (nel senso di mera probabilità) della crisi e dell'insolvenza costituiscono il titolo specifico che dà un senso al tentativo di composizione negoziata con l'ausilio di un esperto facilitatore, mentre l'appartenenza al gruppo non costituisce di per sé titolo per l'accesso alla CNC<sup>19</sup>, bensì soltanto presupposto per l'accesso ad una particolare modalità di conduzione delle trattative, parrebbe ragionevole assumere che le imprese del gruppo le quali versino già in stato di insolvenza o per le quali il test di risanabilità abbia dato esito negativo debbano rimanere fuori dalla CNC “di gruppo” e dal “piano” che si richiede all'imprenditore di redigere per affrontare in concreto il percorso di risanamento<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> In altri termini, non sembra rinvenirsi alcun indice normativo esplicito nel senso della valutabilità a livello di gruppo, e non della singola articolazione soggettiva del medesimo, dei requisiti per l'accesso alla CNC. Probabilmente, l'assenza di indicazioni normative specifiche risente dell'impostazione tradizionalmente adottata dal nostro legislatore, per la quale – anche nel caso di imprese aggregate in un gruppo – i requisiti oggettivi di accesso alla procedura vanno accertati o computati con riferimento a ciascuna impresa o società del gruppo: così è stabilito per esempio riguardo al requisito dell'insolvenza nella prima disciplina del gruppo in crisi introdotta nel nostro ordinamento (che, come già si è ricordato, è quella dell'amministrazione straordinaria: cfr. art. 81 d.lgs. n. 270/1999; diversamente, apre alla possibilità di calcolare a livello di gruppo, e non solo di singola impresa, il numero dei dipendenti e l'ammontare dell'esposizione debitoria, in quanto requisiti per l'accesso alla speciale forma di amministrazione straordinaria *ivi* disciplinata, l'art. 1 d.l. n. 347/2003, convertito in l. n. 39/2004), ma anche nel d.lgs. n. 14/2019 ci si è attenuti al medesimo criterio: cfr., con riferimento all'insolvenza che è il presupposto della liquidazione giudiziale, l'art. 287, comma 1; con riferimento allo stato di crisi che è il presupposto del concordato preventivo, l'art. 284, comma 1. Tale impostazione sembra confermata dallo Schema di decreto legislativo più volte richiamato.

<sup>20</sup> Riguardo al “piano” (precisamente denominato “piano di risanamento”) che alle imprese aspiranti ad un percorso di CNC viene richiesto di redigere, la fonte primaria (d.l. n. 118, art. 2, comma 2) contiene solo un cenno minimo; il che sorprende, stante la centralità che al piano, variamente declinato nei suoi contenuti

Se si ragiona tuttavia alla stregua di un quadro sistematico più ampio, la soluzione appena prospettata in via di mera ipotesi non convince.

In vero, si è premesso (*supra*, par. 1) che, in questa fase, certamente la direzione unitaria di gruppo mantiene ancora la sua piena operatività, sebbene debba volgersi ad affrontare una situazione diversa da quella che caratterizza il gruppo *in bonis*, e precisamente una situazione complessiva di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario, pur nell'ambito di un'impresa per la quale risulta comunque ragionevolmente perseguibile il risanamento (e dunque praticabile l'ingresso nella CNC). Ora, nella elaborazione delle strategie di risanamento dell'impresa, è possibile che il soggetto esercente la direzione e coordinamento del gruppo ritenga razionale e conveniente includere nel piano e concretamente coinvolgere altresì nell'operazione di risanamento imprese del gruppo rispetto alle quali non sussistono, allo stato, le problematiche di squilibrio sopra ricordate; quindi, imprese sane, alle quali verrebbe impartita la direttiva di fornire supporto operativo, per es. finanziario o anche di semplice *patronage*, al progetto di risanamento ed alle trattative intraprese o che, nel corso della CNC, andranno ad intraprendersi con le diverse parti interessate, oppure imprese allo stato vitali, ma la cui continuità aziendale dipende in prospettiva dalle imprese attualmente in difficoltà, e che perciò sono direttamente interessate, in virtù delle relazioni economiche e produttive intercorrenti con le prime, all'effettivo risanamento delle stesse; una siffatta strategia sembra del resto testualmente ammessa dallo stesso legislatore che, all'art. 13, comma 7 (art. 25, comma 6, dello Schema) stabilisce che "possono partecipare alle trattative", anche su invito dell'esperto, le imprese del gruppo che non si trovano nelle condizioni indicate nell'art. 2, comma 1 [art. 12, comma 1, dello Schema di decreto legislativo].

---

e nei suoi obiettivi, deve a mio avviso riconoscersi in tutte le procedure previste dall'ordinamento per il governo delle situazioni di crisi o di pre-crisi o di insolvenza dell'impresa. Il piano da redigere ai fini della CNC riceve per converso ampia attenzione e disciplina nel Decreto dirigenziale 30 settembre 2021, emanato sulla base del disposto dell'art. 3, comma 2, d.l. n. 118/2021, come modificato dalla legge di conversione n. 147/2021, la cui sezione II contiene la nota check list particolareggiata, che, nelle intenzioni del regolatore, dovrebbe fungere da guida per la stesura del piano e per la verifica della sua coerenza rispetto agli obiettivi divisati. Vale la pena osservare che l'istituto del piano di risanamento di gruppo qui considerato e prodromico all'esperimento delle trattative per la composizione negoziata della crisi, non ha molti punti di contatto, se non appunto nel nome, con l'omonimo istituto disciplinato dal Testo unico bancario (d. lgs. n. 385/1993) agli artt. 69-quinquies ss.: in quel caso si tratta di uno strumento di cui le banche e le entità capogruppo di gruppi bancari (così come le banche "indipendenti" da ogni legame di gruppo, cfr. art. 69-ter TUB) devono dotarsi – con delibera dell'organo amministrativo da sottoporre all'Autorità di vigilanza ai fini delle valutazioni di cui all'art. 69-sexies – fin dall'inizio della propria attività, salvo aggiornarlo almeno annualmente o comunque nel caso di mutamenti significativi intervenuti nella struttura organizzativa del gruppo e salve le esenzioni previste dall'art. 69-decies. Il piano di risanamento di gruppo ai sensi del TUB individua, in via preventiva, indipendentemente dal concreto manifestarsi di alcun segno di crisi, "misure coordinate e coerenti", che dovranno, in caso di necessità, poter essere attuate con riferimento alle diverse società del gruppo ed al gruppo nel suo insieme, ivi incluse le società estere incluse nella vigilanza consolidata, "se di interesse non trascurabile per il risanamento del gruppo", e con l'obiettivo di "ripristinare l'equilibrio patrimoniale e finanziario del gruppo bancario nel suo complesso e delle singole banche che ne facciano parte" (art. 69-quinquies, commi 1 e 3). La decisione di attuare una o più delle misure previste nel piano viene adottata dall'organo amministrativo della capogruppo, là dove se ne ravvisino i presupposti economico-finanziari; tale decisione dev'essere "comunicata senza indugio alla Banca d'Italia", così come la decisione (di segno opposto) di "astenersi dall'adottare una misura, pur ricorrendone le circostanze" (art. 69-octies).



Una siffatta scelta legislativa merita a mio avviso di essere valutata favorevolmente. In vero, è noto a chiunque abbia un po' di dimestichezza con le tematiche della crisi e dell'insolvenza dei gruppi (*rectius*, delle imprese facenti parte di un gruppo) che uno dei nodi problematici della relativa disciplina risiede nella questione relativa all'ammissibilità, ed in tal caso ai limiti e alle condizioni, del coinvolgimento, nelle procedure previste per il governo della crisi o dell'insolvenza, delle imprese *in bonis* del gruppo: l'ipotesi della propagazione alle imprese rimaste indenni dalla patologia delle medesime procedure previste per le imprese "malate" del gruppo viene in generale considerata incompatibile con il principio della separatezza e reciproca autonomia dei patrimoni delle imprese facenti parte dell'aggregazione; principio che ha come corollario quello della separatezza delle masse passive, e cioè dei debiti e delle responsabilità.

Va tuttavia osservato che la soluzione affermativa, in punto di coinvolgimento delle imprese *in bonis* del gruppo, se appare affatto discutibile nel caso delle procedure concorsuali in senso stretto, in quanto presuppongono uno stato di impotenza patrimoniale o finanziaria e sono dirette all'attuazione della garanzia patrimoniale dell'impresa debitrice, solleva difficoltà teoriche molto minori in un caso, come quello della composizione negoziata, in cui il perno della vicenda è costituito dallo svolgimento, secondo buona fede, trasparenza e correttezza (art. 4, commi 4, 5, 6, 7), di trattative mirate alla ricerca di una possibile soluzione negoziale di uno stato di crisi o di insolvenza incipienti e non ancora effettivi (ma solo probabili).

Trattandosi di una vicenda che si dipana sul terreno dell'autonomia contrattuale e dell'autonomia d'impresa, sia pure assistita da un organismo di natura pubblicistica (la Camera di commercio) nella nomina dell'esperto e accompagnata da alcuni interventi dell'autorità giudiziaria, la previsione di limiti alla partecipazione di altre imprese del gruppo (diverse da quelle che di per sé integrano il presupposto oggettivo dello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario) sarebbe disfunzionale rispetto all'esigenza di massimizzare lo sforzo negoziale complessivo<sup>21</sup>, tendente ad individuare "una soluzione idonea al superamento della situazione di crisi", e, in concreto, ad uno degli esiti prefigurati nell'art. 11 (art. 23 dello Schema), quali soluzioni alternativamente praticabili alla conclusione delle trattative.

4.2. Imprese del gruppo rispetto alle quali lo stato di crisi sia più avanzato o per le quali non appaia comunque ragionevole la prospettiva del risanamento e della continuazione dell'attività, o che siano addirittura insolventi, non andrebbero invece coinvolte nell'istanza di accesso alla CNC e neppure nel piano, se non – indirettamente – attraverso la menzione in quest'ultimo della liquidità che in ipotesi potrebbe derivare dall'avvio delle operazioni di vendita dei loro *asset*, in funzione della liquidazione, vo-

---

<sup>21</sup> Nello stesso senso sembra orientato M. ARATO, *Il gruppo di imprese nella composizione negoziata della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it.*, 23 novembre 2021, 5-6, ad avviso del quale l'impresa del gruppo che sia *in bonis* può utilmente "partecipare alla negoziazione e sottoscrivere l'accordo di ristrutturazione": potrebbe infatti rilasciare garanzie nell'interesse del gruppo, offrire un supporto tramite l'erogazione di finanziamenti (che dovranno per altro essere autorizzati dal giudice ai sensi dell'art. 10 d.l. n. 118 [art. 22 dello Schema di decreto legislativo]), se destinati al rimborso secondo il regime della prededuzione), supportare ed in qualche modo garantire il compimento di operazioni straordinarie, volte alla ristrutturazione del gruppo (ad es. impegnarsi all'approvazione di aumenti di capitale, o alla rinuncia a diritti di opzione, o a votare a favore di fusioni o scissioni infragruppo, ecc.).

lontaria o giudiziale, qualora risultasse eccedente rispetto al soddisfacimento dei creditori dell'impresa interessata (si pensi al caso in cui sia prevista la messa in liquidazione di un'impresa del gruppo che fungeva da scrigno immobiliare del medesimo e l'avvio delle operazioni di liquidazione possa far presumere, in relazione per esempio all'incremento di valore subito da alcuni degli immobili, il conseguimento di liquidità in misura superiore all'ammontare del passivo di detta impresa).

Infine, imprese del gruppo per le quali ricorrono i presupposti di cui all'art. 2, comma 1, possono rimanere (o essere lasciate) al di fuori dell'istanza di accesso alla CNC e del piano, oppure è rintracciabile nel dato normativo un obbligo di includerle tutte?

A tale riguardo occorre probabilmente ragionare nel senso che la CNC, che nella sistemica dello Schema di decreto legislativo più volte menzionato dovrebbe sostituire<sup>22</sup> gli istituti dell'allerta e della composizione assistita della crisi, così come disciplinati nel d.lgs. n. 14/2019, è uno strumento di intervento precoce a carattere volontario e largamente ispirato al principio di autonomia negoziale, che viene messo dal legislatore a disposizione degli imprenditori ed è affidato – quanto alla sua concreta messa in opera – alla loro libera iniziativa: l'imprenditore, nessun imprenditore può considerarsi obbligato a ricorrere ad detto strumento, anche se il rifiuto o la rinuncia ad avvalersene, in presenza dei presupposti di legge, potrebbe non andare esente da conseguenze in termini di responsabilità<sup>23</sup> nei confronti delle "parti interessate"<sup>24</sup> che dovessero riceverne un pregiudizio.

Applicando un siffatto modo di ragionare al quesito dianzi formulato, sembra quindi doversi escludere la configurabilità, in capo al soggetto che esercita la direzione e coordinamento del gruppo, di un obbligo di proporre l'istanza di nomina dell'esperto e di includere nella pianificazione del percorso di risanamento tutte le società del gruppo per le quali possa predicarsi la sussistenza dei presupposti che legittimano l'avvio della CNC. Tuttavia, nel piano si richiede all'imprenditore istante di dar conto dell'esistenza di eventuali altre imprese del gruppo "che presentano difficoltà economico-finanziarie o patrimoniali" nonché delle modalità con cui si intende affrontare dette situazioni critiche: lo scopo è evidentemente quello di corroborare la serietà e l'utilità del ricorso allo strumento della composizione negoziata della crisi, che, nel caso di impresa organizzata in forma di gruppo societario, potrebbero essere frustrate se alcune delle entità soggettive che compongono il gruppo, pur se fortemente interrelate dal punto di vista economico con le altre, venissero abbandonate alle loro difficoltà.

Altrimenti detto: non serve e non è funzionale (tenuto anche conto del possibile rischio di estensione della crisi all'interno del gruppo<sup>25</sup>, secondo il già richiamato "effe-

---

<sup>22</sup> Lo si desume da ciò, che, a tenore dell'art. 6 dello Schema, il titolo II della parte I d.lgs. n. 14/2019, dedicato alle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, è sostituito da un nuovo titolo II, dedicato alla "composizione negoziata della crisi, piattaforma unica nazionale, concordato semplificato e segnalazioni per l'anticipata emersione della crisi".

<sup>23</sup> Tale responsabilità potrebbe essere fondata sull'art. 2086, comma 2, c.c. (nel testo modificato dal CCII); ovvero sull'art. 4 dello stesso CCII; nonché sulle norme ed i principi in tema di responsabilità degli amministratori di società in quella che è stata chiamata la "fase crepuscolare" (*twilight zone*) della società.

<sup>24</sup> Concetto, questo, che svolge un ruolo importante ed anzi cruciale nella disciplina europea degli strumenti di ristrutturazione preventiva di cui alla direttiva UE 2019/1023, dalla quale è mutuato.

<sup>25</sup> Rischio espressamente menzionato anche nel Decreto dirigenziale del 30 settembre 2021, cit., sez. III, par. 5.2.3.

to domino”) intraprendere un percorso di superamento della crisi riguardo a determinate società del gruppo e non ad altre che versino parimenti in situazione critica e risultino parimenti suscettibili di risanamento, pur dovendosi rispettare l’autonomia dell’imprenditore in genere (dunque, anche dell’imprenditore che ha organizzato la propria attività secondo il modello del gruppo) nella scelta di soluzioni e di strumenti anche diversificati in relazione alle diverse entità partecipi dell’aggregazione: così, mentre per alcune società del gruppo si formula l’istanza di nomina dell’esperto in funzione dell’avvio alla CNC, per altre si potrebbe attingere all’interno della categoria dei c.d. quadri di ristrutturazione preventiva<sup>26</sup>, e cioè proporre un concordato, liquidatorio o in continuità aziendale, ovvero tentare la strada dell’accordo stragiudiziale di ristrutturazione dei debiti ovvero, nella prospettiva dello Schema di decreto legislativo (art. 64-bis), del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione.

5. *Composizione negoziata della crisi, piano di risanamento e rilevanza dei “vantaggi compensativi”*. – È stato già sollevato, già nei primi commenti<sup>27</sup> al d.l. n. 118/2021 e alla disciplina della composizione negoziata della crisi, il tema della possibile rilevanza, ai fini di detta disciplina e specificamente della sua applicazione al fenomeno dei gruppi, della “teoria dei vantaggi compensativi”. Non ritengo allora di potermi esimere da un cenno altresì a questo tema, tanto più in uno scritto che è dedicato allo Studioso unanimemente accreditato come l’autore di alcuni fra i più significativi contributi all’elaborazione di tale “teoria”, se non come l’inventore, nel nostro Paese, di detta categoria.

Nelle brevi osservazioni che seguono, mi atterrò, con consapevole scelta metodologica, alla concezione “classica” (normativamente recepita in Italia con la riforma del diritto societario del 2003) dei vantaggi compensativi come criterio di valutazione dell’attività di direzione e coordinamento esercitata su un gruppo di imprese o società, nella prospettiva, che è quella dell’art. 2497 c.c., della tutela dell’integrità patrimoniale delle singole entità del gruppo e del corretto bilanciamento fra l’interesse dell’insieme e quello di ciascuna di esse. La precisazione si rende a mio avviso necessaria in relazione al diffondersi, nella letteratura recente, di impostazioni diverse, che tendono ad ampliare l’ambito di rilevanza dei vantaggi compensativi, facendone il criterio di misurazione e di valutazione comparativa dei benefici e degli inconvenienti prodotti nell’esercizio di una qualsiasi attività economica, rispettivamente a vantaggio o a danno dei diversi portatori d’interessi, direttamente o indirettamente investiti da quell’attività. In questa accezione, la teoria dei vantaggi compensativi assume una portata generale, che trascende il, e si sgancia dal, fenomeno dei gruppi, potendo essere utilizzata ed in-

---

<sup>26</sup> Si tratta delle misure e delle procedure “volte al risanamento dell’impresa attraverso la modifica della composizione, dello stato o della struttura delle sue attività e passività o del capitale”. La nuova categoria, la cui denominazione corrisponde alla traduzione in lingua italiana dell’espressione inglese “*preventive restructuring frameworks*” (utilizzata nella direttiva UE 2019/1023), non include, per espressa disposizione della lettera *m-bis*, che lo Schema di decreto delegato propone di introdurre nell’art. 2, comma 1, d.lgs. n. 14/2019, l’istituto della composizione negoziata della crisi.

<sup>27</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Crisi d’impresa e risanamento aziendale: prime riflessioni*, in *NDS*, 2021, 10, 1595; M. SPIOTTA, *La solidarietà dei “vantaggi compensativi” alla luce della normativa emergenziale ecc.*, cit., 16 ss.

vocata in relazione a qualsiasi impresa, indipendentemente dalla sua forma organizzativa, in rapporto ai diversi stakeholders che ruotano intorno ad essa, o addirittura in relazione a qualsiasi comportamento umano.

Nella prospettiva del gruppo societario, e degli interessi specifici che a questo si collegano con riferimento al necessario equilibrio fra spinte centripete della “direzione e coordinamento” e tutela dell’autonomia delle società eterodirette e della loro integrità patrimoniale, il significato e la portata della teoria di cui si discorre consistono nel legittimare la direzione unitaria di gruppo e la sua possibile incidenza negativa sul patrimonio di una o alcune delle società ad essa sottoposte, elidendo la responsabilità per i danni del soggetto a cui si imputa la direzione e coordinamento del gruppo, nella misura in cui i danni vengano neutralizzati attraverso l’attribuzione, che andrà espressamente prevista nella pianificazione delle politiche di gruppo, di uno specifico vantaggio economicamente misurabile di pari entità oppure attraverso l’assunzione di un impegno giuridicamente rilevante ad attribuirlo entro un lasso di tempo determinato.

Tornando alla domanda da cui si son prese le mosse, essa si risolve nell’altra, se il piano che il soggetto titolare del potere di direzione e coordinamento presenta al momento di intraprendere il percorso della composizione negoziata finalizzato al risanamento, in presenza di uno stato di mera probabilità della crisi o dell’insolvenza, possa prevedere l’imposizione di sacrifici ad una o più società del gruppo e se la legittimità di una siffatta previsione sia subordinata alla programmata (ovvero contestualmente attuata) compensazione di detti sacrifici con corrispondenti vantaggi.

La risposta, a mio avviso affermativa, deriva in maniera piana (i) dall’assunto, difeso da chi scrive in altre sedi<sup>28</sup>, che ravvisa nel menzionato meccanismo di compensazione fra inconvenienti e benefici specifici derivanti dalla conduzione unitaria del gruppo la caratteristica peculiare dell’attività di direzione e coordinamento, così come normativamente recepita e disciplinata nelle note disposizioni del libro V del codice civile; (ii) dalla constatazione (*supra*, par. 1) della necessaria persistenza della direzione e coordinamento di gruppo nella fase della trattative per la composizione negoziata della crisi, la conduzione unitaria delle quali, che è l’oggetto della disciplina qui esaminata, non si giustificerebbe se la direzione unitaria del gruppo si affievolisse o venisse comunque meno anteriormente all’inizio della CNC; (iii) dal rilievo che, anche nella CNC, assume il piano (in questo caso finalizzato al recupero della piena sostenibilità economica dell’impresa), dunque l’attività di pianificazione dei comportamenti dell’impresa, e dall’esigenza che detta pianificazione, nel caso di imprese aggregate in un gruppo, sia effettuata dal soggetto esercente la direzione coordinamento e riferita al gruppo nel suo insieme<sup>29</sup>, con la possibilità, allora, della previsione, nell’ambito di detta pianificazione, del meccanismo compensativo di cui si è detto.

---

<sup>28</sup> Ad es. in G. SCOGNAMIGLIO, nel *Commentario del codice civile* diretto da E. Gabrielli, *Delle società, dell’azienda, della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, *sub art. 2497, Direzione e coordinamento di società*, Milano, 2015, 1085 ss.

<sup>29</sup> Il già ricordato decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia in data 30 settembre 2021 fornisce, fra l’altro, indicazioni operative per la redazione del piano attraverso la formulazione di una *check list*, che si articola in una serie di domande, alcune delle quali espressamente riferite al caso del piano redatto per un gruppo di imprese (cfr. sez. II, par. 6 del citato decreto). Dette domande sollecitano ad esempio il redattore del piano a specificare se esso riguardi il gruppo nel suo insieme ovvero le singole imprese che lo compongono, a dar conto dei rapporti economici, finanziari e patrimoniali infragruppo, ad illustrare le operazioni

Può l'esperto "sindacare" il piano sotto il profilo della mancata previsione di vantaggi compensativi adeguati a neutralizzare i pregiudizi che, per effetto della politica di gruppo, si prevede che verranno arrecati ad una o a talune delle società del gruppo? E che tipo di operazioni infragruppo potranno essere pianificare con l'obiettivo del recupero e del risanamento delle imprese del gruppo che siano "viable"? In particolare, potranno essere previste operazioni infragruppo che comportino, direttamente o indirettamente, trasferimenti di risorse da una in direzione di un'altra società del gruppo?

Singolarmente, nonostante il rilievo centrale che il piano assume (anche) nella composizione negoziata della crisi, l'unico riferimento allo stesso nella disciplina di fronte primaria è contenuto nell'art. 3, comma 2, d.l. n. 118/2021, così come modificato in sede di conversione dalla l. n. 147/2021, che ha riguardo ai materiali da rendere disponibili nella piattaforma telematica nazionale e gestita dal sistema delle Camere di commercio sotto la vigilanza del Ministero della Giustizia e del Ministero dello Sviluppo economico; materiali tra i quali è inclusa "una lista di controllo particolareggiata (...) che contiene indicazioni operative per la redazione del piano di risanamento (...)". Per la definizione della lista di controllo particolareggiata, così come del protocollo di conduzione della composizione negoziata, la citata norma primaria fa rinvio ad un decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia, che, come si è già ricordato, è stato in effetti emanato alla fine di settembre del 2021.

La lettura di tale documento fornisce qualche risposta agli interrogativi che si sono poc'anzi formulati: apprendiamo, per esempio, da detto decreto (sez. III, par. 4.1.), che all'esperto designato per la conduzione delle trattative è richiesto di verificare la coerenza del piano sulla base della *check list* contenuta nella sezione II del medesimo decreto ed è attribuito il potere di chiedere all'imprenditore (nel caso del gruppo, deve ritenersi, al soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento) ogni ulteriore informazione che egli ritenga utile o necessaria, posto che l'imprenditore (o il soggetto capogruppo) ha il dovere di rispondere e di rappresentare la propria situazione (o la situazione del gruppo) in maniera completa e trasparente.

Dal citato decreto si evince altresì che il piano può contenere la programmazione di operazioni infragruppo (sez. II, par. 6); si stabilisce, mutuando le espressioni adoperate nell'art. 285, comma 2, c.c.i.i. a proposito dei piani concordati di gruppo, che esse potranno avere natura contrattuale ovvero riorganizzativa, e che l'esperto, nella "valutazione" di dette operazioni, deve tener conto dell'interesse dei creditori delle singole imprese del gruppo: ora, fermi i rilievi critici già espressi, anche ad altro proposito (*supra*, par. 3) sulla difficoltà di inquadrare giuridicamente la figura dell'esperto, l'estensione effettiva dei suoi poteri e l'ambito delle sue eventuali responsabilità, emerge chiaramente dalle ricordate previsioni del decreto dirigenziale che l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento trova il proprio limite nel pregiudizio dei creditori, dovendo essere le operazioni infragruppo contemplate nel piano, in cui si esprime detto esercizio, valutate (con quali modalità e sulla base di quale potere dell'esperto? con quali conseguenze in termini di responsabilità per eventuali errori od omissioni commesse nella valutazione?) alla stregua dell'anzidetto criterio dell'interesse dei creditori delle singole

---

infragruppo, specificando se esse siano suscettibili di arrecare pregiudizio ai creditori di una o più imprese del gruppo, e così via.

imprese del gruppo<sup>30</sup>. A condizione che sia rispettato questo criterio, deve ritenersi che – come si è testualmente ammesso (art. 285, comma 2, CCII) con riferimento ai piani presentati unitamente alla domanda di concordato di gruppo – le operazioni infragruppo possono essere altresì tali da comportare trasferimenti di risorse da un’articolazione soggettiva all’altra del gruppo (purché siano funzionali ad una strategia di risanamento di imprese ancora recuperabili e non arrechino danno ai creditori di alcuna delle imprese del gruppo)<sup>31</sup>: se questo tipo di contenuti del piano di gruppo è ammesso nel caso del concordato, *a fortiori* dovrebbe essere ammesso nel piano di composizione negoziata della crisi, rispetto al quale il trasferimento di risorse fra società dello stesso gruppo solleva forse minori problemi (ad esempio, sotto il profilo del possibile impatto della disciplina penalistica degli atti distrattivi), versando le imprese del gruppo, in ipotesi, in una situazione non coincidente con la crisi o l’insolvenza, che costituiscono, com’è noto, il presupposto per l’ammissione al concordato preventivo.

In ogni caso, a fronte dell’eventuale pregiudizio arrecato dalle operazioni infragruppo ai creditori di singole società del gruppo, ma anche ai soci esterni al controllo che eventualmente siano in esse presenti, i soggetti interessati potranno ricorrere ai rimedi di carattere risarcitorio azionabili in via generale sulla base delle disposizioni dell’art. 2497 c.c., mentre, a differenza di quanto avviene nell’ipotesi del concordato di gruppo (a norma dell’art 285, commi 3 e 4, CCII), non potranno avvalersi del rimedio dell’opposizione all’omologazione della proposta e del piano di concordato, perché nella composizione negoziata, com’è noto, non è previsto alcun intervento di tipo omologatorio da parte dell’autorità giudiziaria.

6. *Una riflessione di sintesi.* – La previsione di una disciplina “di gruppo” della composizione negoziata della crisi è stata salutata con favore dai molti<sup>32</sup> che, all’apparire del codice della crisi, avevano rilevato in termini critici la scarsa attenzione riservata dal d.lgs. n. 14/2019, nella sua versione originaria, al fenomeno dei gruppi di imprese con riferimento a quella fase delicatissima che è l’allerta, ovvero l’intervento precoce su una situazione di difficoltà dell’impresa, che non è ancora crisi o insolvenza, ma che potrebbe degenerare anche rapidamente qualora l’intervento non fosse tempestivo né ben tarato sullo specifico modello organizzativo dell’impresa, o non tenesse adeguatamente conto del contesto in cui l’impresa, che si vuole coinvolgere nell’operazione di risanamento, effettivamente opera e di tutto il fascio di collegamenti di varia natura onde essa è avvinta ad altre, sì da formare un unico gruppo.

Le regole che si sono qui esaminate nei loro contenuti salienti costituiscono altrettanti tasselli della disciplina complessiva del gruppo e della gestione dell’impresa in forma

---

<sup>30</sup> Criterio a sua volta coerente con il principio di reciproca autonomia giuridica delle imprese appartenenti ad un medesimo gruppo, che si atteggia come regola di separatezza delle rispettive masse attive e passive nelle procedure concorsuali e come regola di salvaguardia dell’interesse dei creditori delle singole imprese nelle fasi di progressione della crisi (anche) anteriori all’insolvenza.

<sup>31</sup> Non essendo in questa sede possibile approfondire la disamina della disciplina delle operazioni e dei trasferimenti di risorse infragruppo dettata dal CCII, si rinvia all’ampia recente indagine di M. MIOLA, *Le operazioni riorganizzative infragruppo nel codice della crisi d’impresa*, in *Rivista ODC*, 2021, 627 ss.

<sup>32</sup> Cfr. ad es. L. BENEDETTI, *Frammenti di uno statuto organizzativo delle società del gruppo in crisi ricavabili dal sistema dell’allerta: prime considerazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 715 ss.

di gruppo, con particolare riguardo alla sua fase “crepuscolare”: sono regole di “diritto della crisi”, in questo senso a carattere settoriale, ma anche regole che gettano una luce, in parte nuova, e comunque forniscono spunti di riflessione sulla disciplina generale dell’impresa organizzata in forma di gruppo e sulla sua conduzione ad opera del soggetto che esercita l’attività di direzione e coordinamento. Anche da questo punto di vista, è stato sicuramente opportuno introdurre nel nostro ordinamento, a completamento della disciplina dei gruppi nel concordato e nella liquidazione giudiziale. Il quadro complessivo presenta ancora lacune, incertezze ed asimmetrie sistematiche, sulle quali si eserciterà il lavoro incessante dell’interpretazione: ma il passo avanti, rispetto ad un’epoca non lontana in cui tutto s’ignorava dei meccanismi di funzionamento e di conduzione del gruppo nelle varie fasi di sviluppo della crisi dell’impresa, è in vero affatto notevole.

# IL D.LGS. N. 83/2022 RAFFORZA LA TEORIA DEI “VANTAGGI COMPENSATIVI”

di Marina Spiotta

SOMMARIO: 1. *Flashback*. – 2. Gli artt. 284 e 285 c.c.i.i. – 2.1. Differenze rispetto agli artt. 2497 e 2634 c.c. – 2.2. Altri riferimenti impliciti nel d.lgs. n. 14/2019 modificato dal d.lgs. n. 83/2022. – 3. Un cenno alla (logica sottesa alla) normativa emergenziale. – 4. (*Segue*): e alle misure urgenti originariamente contenute nella l. n. 147/2021. – 5. Verso una rimodulazione degli artt. 2043 e 2740 c.c.? – 6. Due auspici.

1. *Flashback*. – Prima di entrare *in medias res*, vorrei ricordare che il 16 febbraio 2018 si svolse a Torino il Laboratorio di diritto commerciale su «*Impresa, società, governance: problemi e prospettive*», in occasione del quale fu presentato il volume di Paolo Montalenti intitolato «*Impresa, società di capitali, mercati finanziari*».

Il *parterre* era composto da autorevoli Relatori, tra cui il Prof. Vincenzo Di Cataldo che durante il suo intervento profetizzò che l'onorato “passerà alla storia” per aver elaborato la teoria c.d. dei vantaggi compensativi.

Ascoltandolo mi sono ricordata di quando, nel settembre 2002, frequentai a Milano il seminario organizzato da Borsa Italiana su «*La riforma del diritto societario e il codice di autodisciplina: effetti sulla Corporate Governance*» ed ebbi il privilegio, durante un breve *coffee break*, di scambiare poche parole con il compianto Prof. Franco Bonelli, il quale, appresa la notizia della mia appartenenza alla scuola torinese, non esitò a collegarmi a Montalenti e a farmi qualche anticipazione sull'art. 2497 c.c.

Di qui l'idea di onorarlo con un saggio sull'argomento al fine di proporre qualche riflessione su una formula che ha ormai conquistato anche il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d'ora in poi c.c.i.i.) e potrebbe essere la chiave di volta per la ripartenza post-Covid-19<sup>1</sup>.

2. *Gli artt. 284 e 285 c.c.i.i.* – La teoria in esame<sup>2</sup> ha ormai travalicato i confini del Codice civile e invaso anche il (Titolo VI del) c.c.i.i.<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Per ragioni editoriali, connesse alla necessità di contenere il contributo entro un numero limitato di battute, questo saggio è focalizzato sul d.lgs. n. 14/2019 modificato dal d.lgs. n. 83/2022. Per la ricostruzione delle origini della teoria dei vantaggi compensativi mi permetto di rinviare a M. SPIOTTA, *La teoria dei vantaggi compensativi: quale momento migliore per metterla in pratica?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, fasc. 2, 823 ss.

<sup>2</sup>Elaborata da P. MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI, vol. III, Milano, 1996, 1627 ss. Il contributo è stato pubblicato anche (con un titolo leggermente diverso) in *Giur. comm.*, 1995, I, 710 ss. e in



Le resistenze opposte a tale “sconfinamento”, del resto, erano solo un retaggio dell'impronta sanzionatoria che caratterizzava la legge fallimentare del 1942<sup>4</sup> ed erano già state superate da una parte della dottrina<sup>5</sup> in quanto è nella fase patologica che la teoria andrebbe valorizzata al fine di esprimere tutte le proprie potenzialità.

Il d.lgs. n. 14/2019, nel testo entrato in vigore il 15 luglio 2022, vi fa espresso riferimento:

– nell'art. 284, comma 4, ai sensi del quale il piano/piani di concordato preventivo o sotteso agli accordi di ristrutturazione o (in forza del richiamo contenuto nel successivo comma 5) agli accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento, «quantificano il beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo, anche per effetto della sussistenza di *vantaggi compensativi*, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo»<sup>6</sup>;

– nell'art. 285, comma 2, che consente al piano o ai piani concordatari di prevedere operazioni contrattuali e riorganizzative, inclusi i trasferimenti di risorse infragruppo, purché un professionista indipendente attesti che dette operazioni sono necessarie ai fini della continuità aziendale per le imprese per le quali essa è prevista nel piano e coerenti con l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo «tenuto conto dei *vantaggi compensativi* derivanti alle singole imprese» (inciso aggiunto dal d.lgs. n. 83/2022);

– nell'art. 285, comma 4, secondo cui il tribunale, nonostante l'opposizione dei creditori, può omologare il concordato o gli accordi di ristrutturazione qualora ritenga, sulla base di una valutazione complessiva del piano o dei piani collegati «e tenuto conto dei *vantaggi compensativi* derivanti alle singole imprese del gruppo», che i creditori possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto ricaverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola impresa;

– nell'art. 285, comma 5, che legittima i soci a «far valere il pregiudizio arrecato al-

---

*Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, vol. II, 959 ss. e poi ripubblicato, con aggiornamenti, in ID., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, 79 ss. La tesi è poi stata sviluppata in ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss. e in ID., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 234 ss.

<sup>3</sup> Sull'argomento v. N. ABRIANI, *La disciplina dei gruppi di imprese nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in AA.VV., *Studi sull'avvio del codice della crisi*, Speciale riforma a cura di L. DE SIMONE, M. FABIANI, S. LEUZZI, settembre 2022, 178 ss.; E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020; AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, a cura di D. VATTERMOLI, Pisa, 2020. *Ante* riforma resta imprescindibile la monografia di B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981. V. anche N. ABRIANI, L. PANZANI, *Crisi e insolvenza nei gruppi di società*, in *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, Trattato diretto da O. CAGNASSO, L. PANZANI, Torino, 2016, II, 2991 ss.

<sup>4</sup> Cfr. S. POLI, *Il concordato di gruppo: ii) verifica critica degli approdi giurisprudenziali con tentativo di ricavare dal sistema le chiavi per un parziale superamento del dogma della separazione delle masse (attive)* (Parte II), in *Contr. impr.*, 2015, 119.

<sup>5</sup> Cfr. R. SANTAGATA, *Concordato preventivo “di gruppo” e “teoria dei vantaggi compensativi”*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, 244 ss.

<sup>6</sup> Come rileva G. SCOGNAMIGLIO, *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, n. 3, 706, nota 45, si fa riferimento ai soli creditori (quasi a voler rappresentare l'irrelevanza della posizione dei soci al momento della stima dei benefici dell'azione concordataria di gruppo) e si ha riguardo a vantaggi, tanto puntualmente determinati perché già assegnati o conseguiti, quanto fondatamente prevedibili in un futuro più o meno ravvicinato.

la redditività e al valore della partecipazione sociale dalle operazioni» contrattuali e riorganizzative, inclusi i trasferimenti di risorse infragruppo, «esclusivamente attraverso l'opposizione all'omologazione del concordato di gruppo», precisando che comunque «il tribunale omologa il concordato se esclude la sussistenza del predetto pregiudizio in considerazione dei *vantaggi compensativi* derivanti alle singole imprese dal piano» [o dai piani collegati ed interferenti: n.d.r.] «di gruppo»<sup>7</sup>.

Può essere utile contestualizzare le suddette norme, per poi cercare di evidenziare le analogie e le differenze, *in parte qua*, rispetto all'art. 2497 c.c.

Il primo inciso è stato aggiunto al comma 4 dell'art. 284 c.c.i.i. dal decreto correttivo n. 147/2020. Pur essendo stata avanzata una proposta di emendamento in tal senso dal Centro di Ricerca interdipartimentale su Impresa, Sovraindebitamento e Insolvenza dell'Università di Torino (c.d. Centro Crisi<sup>8</sup>), non si può sottacere che, secondo autorevole dottrina, si tratta di una precisazione «abbastanza bizzarra»<sup>9</sup> ed «inappropriata»<sup>10</sup>, in quanto il legislatore si riferisce a vantaggi compensativi collegati (anziché ad un pregiudizio) ad un «beneficio».

La seconda e terza integrazione sono invece state introdotte dal d.lgs. n. 83/2022 che, nonostante i rilievi sollevati dal Consiglio di Stato nel parere n. 832/2022, non ha ritenuto necessario definire la nozione di «vantaggi compensativi» in quanto, come si legge nella Relazione illustrativa al d.lgs. di attuazione della Direttiva *Insolvency*, «tale espressione, già esistente nel testo del 2019 e non definita dal Codice nel momento della sua approvazione, assume significato concreto in relazione al caso specifico e non si presta a una definizione normativa generale ed astratta».

L'ultimo riferimento era invece presente fin dalle prime versioni del d.lgs. n. 14/2019<sup>11</sup> ed è stato mantenuto nell'art. 285 (anch'esso ritoccato dal decreto correttivo in conformità ad un emendamento suggerito dal Centro Crisi<sup>12</sup>), che, sul punto, ha attuato generosamente il criterio direttivo contenuto nell'art. 3, comma 2, lett. f), l. n. 155/2017<sup>13</sup>.

<sup>7</sup> Come scrive A. FAROLFI, *La crisi dei gruppi alla luce del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *ilFallimentarista*, Focus del 22 maggio 2019, la norma «compie un esplicito omaggio alla teoria dei «vantaggi compensativi»».

<sup>8</sup> L. BOGGIO, proposta n. 27, in *www.centrocrisi.it*.

<sup>9</sup> Così A. NIGRO, *I gruppi nel codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: notazioni generali*, in *www.ilcaso.it*, 23 gennaio 2020, 20 e in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 34.

<sup>10</sup> Come rileva O. CAGNASSO, *La domanda di accesso al concordato preventivo di gruppo in continuità*, in *NDS*, 2020, n. 2, 146 e ID., *La rilevanza dei vantaggi compensativi futuri: qualche recente conferma normativa*, *ivi*, 2021, n. 2, 230, non si tratta di vantaggi compensativi in senso proprio, ma di sinergie derivanti dall'appartenenza al gruppo. Critici sono anche F. LAMANNA, D. GALLETTI, *Il primo correttivo al codice della crisi e dell'insolvenza*, Milano, 2020, 205 s. (stante il «contesto completamente diverso» in cui il c.c.i.i. trapianta la regola dei vantaggi compensativi) e C.B. VANETTI, *Il concordato di gruppo nel codice della crisi di impresa: una sintesi e alcune osservazioni*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, Torino, 2020, 26 [che sottolinea l'irrealizzabilità di vantaggi compensativi, «se allineati alla normale lettura «corrispettiva» (*do ut des*) dell'art. 2497 c.c.»].

<sup>11</sup> V. l'art. 289 della bozza del dicembre 2017.

<sup>12</sup> L. BOGGIO, D. LATELLA, proposta n. 28, in *www.centrocrisi.it*.

<sup>13</sup> M. FABIANI, *Di un ordinato ma timido disegno di legge delega sulla crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2016, 268, con riferimento al d.d.l. Rordorf, aveva qualificato la divisione delle masse attive e passive «un criterio forse invalicabile», che «avrebbe potuto essere almeno in parte attenuato con il rinvio alla teoria dei vantaggi compensativi», suggerimento poi recepito dal legislatore delegato.

L'art. 285 c.c.i.i. è sicuramente la disposizione più discussa di tutto il nuovo Titolo VI<sup>14</sup>, stante la difficoltà di comprendere la natura (definitiva o provvisoria) dei «trasferimenti»<sup>15</sup> e di conciliare il mantra della separazione delle masse (attive) con la legittimità dei trasferimenti di risorse infragruppo<sup>16</sup>.

I c.d. travasi di ricchezza sono consentiti a condizione che:

i) un professionista ne attesti<sup>17</sup> la necessità «ai fini della continuità aziendale per le imprese per le quali essa è prevista nel piano»<sup>18</sup> e la coerenza rispetto «all'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo», compresi (sembrerebbe) quelli della stessa impresa che effettua il trasferimento<sup>19</sup>;

ii) ai soci (di minoranza) e ai creditori concordatari dissenzienti (purché appartenenti a una classe dissenziente o, nel caso di mancata formazione delle classi, rappresentanti almeno il venti per cento dei crediti ammessi al voto con riguardo ad una singola impresa) o non aderenti agli a.d.r. (ad efficacia estesa) sia consentito opporsi all'omologazione.

Nonostante il suddetto rimedio endoconcorsuale, il tribunale può comunque procedere all'omologazione del c.p. di gruppo (liquidatorio)<sup>20</sup> valutando, anche tenuto conto dei vantaggi compensativi:

i) per i creditori (opponenti), il *quantum* che otterrebbero in sede di liquidazione giudiziale della singola società/impresa loro debitrice e non (come invece in sede di ammissione alla procedura) quanto riceverebbero nel caso di presentazione di un piano autonomo per ciascuna impresa (art. 284, comma 4);

<sup>14</sup> Sull'argomento v. M. MIOLA, *Le operazioni riorganizzative infragruppo nel codice della crisi di impresa*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, n. 2, 627 ss., il quale (v. in particolare 677 ss.) si sofferma anche sulla difficoltà di applicare la logica dei vantaggi compensativi in prossimità o in presenza di uno stato di crisi dell'impresa.

<sup>15</sup> La dottrina è divisa. Per G. MEO, L. PANZANI, *Procedure unitarie "di gruppo" nel codice della crisi. Un "contrappunto"*, in *www.ilcaso.it*, 20 dicembre 2019, 48 e 52, si tratterebbe di trasferimenti definitivi, assimilabili a distribuzioni, in quanto quelli temporanei dovrebbero ricondursi all'art. 292 c.c.i.i. Viceversa, per G. FERRI JR., *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, in *Corr. giur.*, 2020, 293 ss.; ID., *Il concordato preventivo di gruppo: profili sostanziali*, in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 49, sarebbero trasferimenti temporanei, assimilabili a finanziamenti.

<sup>16</sup> Come sottolinea G. D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 288, «dal lato attivo, la regola dell'autonomia delle masse attive trova un contemperamento, potendo essere derogata attraverso i trasferimenti infragruppo».

<sup>17</sup> Questa specifica attestazione rievoca l'obbligo di motivazione di cui all'art. 2497 ter c.c.

<sup>18</sup> La formulazione di questa prima condizione si presta a una lettura estensiva, legittimando i trasferimenti anche in favore d'impresе per le quali sia prevista la liquidazione, purché funzionali a consentire la continuità aziendale di altre imprese del gruppo: cfr. G. D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, cit., 289; ID., *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2022, 375.

<sup>19</sup> Ne consegue che delle imprese trasferente e ricevente dovrebbe essere prevista la continuazione, giacche la loro liquidazione impedirebbe il "ritorno di valore" presupposto dalla legge: così G. FERRI JR., *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, cit., 292 s.; ID., *Il concordato preventivo di gruppo: profili sostanziali*, in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 48. Probabilmente il legislatore *plus dixit quam voluit*, poiché dovrebbe essere sufficiente che «l'operazione migliori il soddisfacimento dei creditori di una o più imprese senza pregiudicare quello dei creditori delle altre imprese, assicurando il c.d. "ottimo paretiano"»: così D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, cit., 289.

<sup>20</sup> Come osserva G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 375, nel c.p. di gruppo in continuità i creditori potranno far valere solo i generali motivi di opposizione e il tribunale omologherà applicando gli ordinari criteri dei concordati atomistici (art. 285, comma 4-bis, c.c.i.i.).

ii) per i soci, i vantaggi derivanti (anziché alla sola società pregiudicata) «alle singole imprese dal piano di gruppo», idonei a compensare il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione sociale.

Sul piano applicativo – a parte le difficoltà per i soci di minoranza di procurarsi le informazioni necessarie per assolvere l'onere probatorio e gli stringenti limiti della tutela endoconcorsuale – la clausola in esame (ove trapiantata dal terreno dell'azione di responsabilità per comportamenti imprenditoriali che configurino abuso del modello organizzativo della direzione e coordinamento di società a quello diverso della gestione della crisi o dell'insolvenza del gruppo<sup>21</sup>) solleva molteplici interrogativi, non essendo chiaro, ad esempio, se il vantaggio compensativo contemplato dal piano concordatario possa provenire da un'impresa del gruppo non inclusa nel perimetro del piano medesimo<sup>22</sup>.

Occorre poi capire se i vantaggi compensativi (che possono essere di vario tipo) debbano essere individuati in termini di migliore soddisfacimento delle singole masse dei creditori sociali ovvero di riequilibri economici, patrimoniali e finanziari di ciascuna società. «La risposta a questo interrogativo non è di poco conto, perché nella prima di queste due ipotesi, assicurato un soddisfacente flusso di rimborso ai creditori di una consociata, il piano di continuità aziendale potrebbe anche sacrificare il ruolo di detta società nel contesto di un *turnaround* dell'intero gruppo che, per il nuovo orientamento strategico richiesto dal risanamento (riposizionamento del modello di *business*), preveda la valorizzazione di altre società e comunque l'ottimizzazione per l'intero gruppo»<sup>23</sup>.

2.1. *Differenze rispetto agli artt. 2497 e 2634 c.c.* – Diversa è innanzitutto la *fonte* dei vantaggi compensativi: nel codice civile, l'attività di direzione e coordinamento o operazioni dirette ad eliminare il pregiudizio; nel d.lgs. n. 14/2019, il piano di gruppo che potrebbe prevedere flussi riparatori, ma anche apprestare «rimedi più obliqui»<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Trapianto che, prima del d.lgs. n. 14/2019, non era ritenuto possibile. Lo avevano espressamente escluso, in giurisprudenza, Trib. Roma, 25 luglio 2012, in *ilFallimentarista*, 21 settembre 2012, con nota di D. GALLETTI e in *Fallimento*, 2013, 748, con nota di C. TRENTINI. In dottrina R. BROGI, *Il concordato preventivo di gruppo e la fusione*, in *www.osservatorio-oci.org*, 2014, 8, rimarca che l'art. 2497 c.c. detta una regola di responsabilità per abuso dell'attività di direzione e coordinamento e non di realizzo della responsabilità patrimoniale, con la conseguenza che una deroga all'art. 2740 c.c. non può essere ricavata in via d'interpretazione analogica mancando l'*eadem ratio*.

<sup>22</sup> Propende per la soluzione affermativa N. ABRIANI, *La disciplina dei gruppi di imprese nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, cit., 191. V. anche G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel CCI: fra unità e pluralità*, in *Società*, 2019, 428; ID., *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, cit., 705. Sull'individuazione dei vantaggi compensativi in contesti di crisi v. *amplius* M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi di impresa nei gruppi di società*, in *Libera amicorum Pietro Abbadessa*, vol. III, Torino, 2014, 2755 ss.

<sup>23</sup> Così A.M. AZZARO, P. BASTIA, *La regolazione della crisi e dell'insolvenza dei gruppi aziendali*, in *www.osservatorio-oci.org*, dicembre 2020, 9 ss. Per una lettura aziendalistica della teoria in esame si rinvia a P. BASTIA, *Gruppi aziendali e vantaggi compensativi*, in *Discrimen*, novembre 2020.

<sup>24</sup> Ad avviso di S. MORRI, *Commento breve agli articoli 284, 285 e 286 del Codice della Crisi sulla regolazione della crisi di gruppo con qualche spunto e i non pochi dubbi interpretativi*, in *ilFallimentarista*, Focus del 3 giugno 2020, il rimedio potrebbe consistere nella stessa regolazione di gruppo: «il che accadrà ogni volta che da sola l'entità non potrebbe salvarsi dalla liquidazione giudiziale, con grave distruzione di valore, mentre insieme alle altre società del gruppo e nel contesto di una unica procedura essa potrebbe assicurare maggiori ritorni per il ceto creditorio».

Un'altra discrasia che balza agli occhi concerne il *metodo di calcolo*: posto che l'art. 285, comma 5, c.c.i.i. fa riferimento ai vantaggi compensativi derivanti «dal piano di gruppo» deve ritenersi che la loro venuta ad esistenza non debba essere necessariamente immediata, ma si possa produrre anche in seguito, purché entro il termine fissato per l'adempimento della proposta e la completa esecuzione del piano<sup>25</sup>. In pratica, si tratta di verificare se il costo, attuale e certo, rappresentato dal trasferimento di risorse sia in grado di essere compensato dal vantaggio, futuro ed incerto (ma tale da poter essere oggetto della specifica attestazione richiesta dall'art. 285 c.c.i.i.), derivante dalla persistente partecipazione al gruppo<sup>26</sup>.

Rielaborando la teoria in funzione concordataria, si è inoltre autorevolmente osservato<sup>27</sup> che l'applicazione del criterio dei vantaggi compensativi potrà aversi in chiave non soltanto *indennitaria*, ma anche *redistributiva* (facendo riferimento al plusvalore atteso dalla ristrutturazione) e che detti vantaggi potrebbero essere non solo *attuali* e tangibili ovvero *potenziali* e prevedibili, ma anche puramente *virtuali* o *negativi* (come, per esempio, quelli legati al non esperimento di azioni revocatorie/risarcitorie/recuperatorie di pertinenza della massa) o indiretti (come l'elisione di alcune poste creditizie *inter company* o il mancato verificarsi del c.d. effetto domino)<sup>28</sup>.

Più nitido è il *parametro soggettivo di riferimento* giacché il tribunale procede all'omologazione «se esclude la sussistenza di un pregiudizio in considerazione dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese» (e quindi non soltanto alla società pregiudicata) dal piano di gruppo.

*Last but not least*, nel concordato di gruppo il legislatore «riconosce la legittimità del depauperamento di un'impresa ai danni di un'altra finché non vi è lesione dello zoccolo duro rappresentato da quanto il creditore potrebbe ottenere in sede di liquidazione giudiziale»<sup>29</sup>.

Prescindendo da tali differenze, il d.lgs. n. 14/2019 consente di dare rilievo all'interesse di gruppo (che tuttavia non può coincidere con l'interesse del *Konzernspirite*)<sup>30</sup> e di accorciare la distanza intercorrente tra la concezione elastica e quella ragionieristica della tesi giacché i vantaggi futuri devono essere oggetto di specifica attestazione.

<sup>25</sup> Per A. FAROLFI, *op. cit.*, il pregiudizio può non essere immediatamente eliso, purché il vantaggio compensativo non sia del tutto eventuale, ma possa ritenersi ragionevolmente certo e tale da poter essere oggetto della specifica attestazione richiesta dall'art. 285 c.c.i.i.

<sup>26</sup> Così G. FERRI JR., *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, cit., 293.

<sup>27</sup> F. GUERRERA, *La regolazione negoziale della crisi e dell'insolvenza dei gruppi di imprese nel nuovo CCII*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1333; ID., *Atti, contratti, operazioni infragruppo e "trasferimento di risorse" nei concordati e negli accordi di ristrutturazione e di risanamento di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 89 ss. V. anche M. MIOLA, *Riflessioni su responsabilità per eterodirezione dell'impresa e procedure concorsuali*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, vol. 3, Milano, 2015, 2095 ss.

<sup>28</sup> Come scrive G. RACUGNO, *I gruppi di imprese nella regolazione della crisi e dell'insolvenza. Appunti*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1280, non andrebbe trascurato «il rilievo del maggior valore destinato ad assumere, anche, per l'economia generale, il gruppo risanato per tutti gli *stakeholders* delle imprese in crisi mediante il salvataggio delle società ed il rientro nel mercato».

<sup>29</sup> Così L. PANZANI, *Il concordato di gruppo*, in *Fallimento*, 2020, 1353.

<sup>30</sup> Sul tema v. di recente N. RONDINONE, *L'interesse di gruppo e la rilevanza dei vantaggi compensativi*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, Tomo III, Milano, 2022, 1429 ss.

2.2. *Altri riferimenti impliciti nel d.lgs. n. 14/2019.* – A parte le norme sopra ricordate in cui compare, *expressis verbis*, il sintagma «vantaggi compensativi», il curatore della liquidazione giudiziale dovrà tenerne conto anche ai fini dell'esercizio:

– delle *azioni d'inefficacia*: lo si desume dalla circostanza che l'art. 290 c.c.i.i. fa salvo il disposto dell'art. 2497, comma 1, c.c., con la conseguenza che la sussistenza di vantaggi compensativi potrebbe rappresentare una nuova esimente dall'azione revocatoria (aggravata). «Sebbene un tale risultato avrebbe richiesto una diversa tecnica legislativa»<sup>31</sup>, deve ritenersi che, attraverso la suddetta clausola di salvezza, il legislatore abbia imposto di apprezzare la sussistenza o meno del presupposto oggettivo dell'*eventus damni* in una prospettiva (anziché statica) dinamica ed in una logica (non dell'impresa monade, ma) di gruppo;

– delle *azioni di responsabilità* spettanti ai creditori sociali e forse anche ai soci<sup>32</sup>;

– della *denuncia di gravi irregolarità ex art. 2409 c.c.*, esperibile (in senso sia ascendente che discendente) «nei confronti di amministratori e sindaci delle società del gruppo non assoggettate alla procedura di liquidazione giudiziale» (v. l'art. 291 c.c.i.i.)<sup>33</sup>;

– della *postergazione dei finanziamenti upstream* che si giustifica proprio dando per scontata l'esistenza di vantaggi compensativi per l'impresa finanziatrice<sup>34</sup> (art. 292 c.c.i.i.).

<sup>31</sup> Come spiega V. CARIDI, *La revocatoria degli atti infragruppo nel CCI*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 661, nota 79; ID., *Il sistema revocatorio degli atti infragruppo*, in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 147, nota 79, il richiamo *tout court* all'art. 2497, comma 1, c.c. contenuto nell'art. 290, comma 1, ultimo periodo, c.c.i.i. è errato sia per eccesso (poiché riferito in via immediata e diretta all'azione di responsabilità per abusiva attività di etero-direzione) che per difetto (il rimando al meccanismo dei vantaggi compensativi è solo mediato ed indiretto). Anche qualora, forzando il dato testuale, il rinvio fosse inteso alla sola ultima parte del comma in questione, resta il fatto che detta proposizione contempla due diverse esimenti, delle quali solo la prima può ritenersi prevista in accoglimento della teoria dei vantaggi compensativi. Più precisa era la formulazione dell'art. 293 *ter* dell'originario progetto Rordorf che subordinava *expressis verbis* l'esperibilità dell'azione revocatoria alla mancata integrale compensazione della lesione inferita ai creditori dell'impresa che effettua l'atto di disposizione, realizzata con «l'attribuzione di un corrispondente vantaggio ai sensi dell'art. 2497 c.c.».

<sup>32</sup> La cautela è d'obbligo giacché il legislatore continua ad offrire indicazioni contrastanti. Da un lato, dall'uso del plurale (enfaticizzato dalla Relazione di accompagnamento) si potrebbe inferire il passaggio al curatore, oltre che dell'azione spettante ai creditori sociali (sicuramente di massa al pari di quella ex art. 2394 c.c.), anche dell'azione spettante ai soci di minoranza delle società eterodirette (anche l'art. 307 c.c.i.i. attribuisce al commissario liquidatore della l.c.a. l'azione di responsabilità ex art. 2497 c.c., senza specificare i commi richiamati). Dall'altro lato, l'art. 255, lett. *d*), c.c.i.i., nell'elenicare le azioni esperibili dal curatore, menziona solo l'azione spettante ai creditori. Il tema resta dunque aperto: v. D.U. SANTOSUOSSO, *Abuso dell'eterodirezione e poteri del curatore*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1255 e in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 161 ss., cui *adde* R. AGOSTINELLI, *Appunti sulla legittimazione attiva nell'azione ex art. 2497, comma 4, c.c.*, in *ilFallimentarista*, Focus del 19 gennaio 2021.

<sup>33</sup> Viceversa in base all'art. 2409 c.c. «soggetto passivo della procedura è, e resta, sempre e soltanto l'organo gestorio (o il collegio sindacale) della controllante»: cfr. App. Milano, 12 marzo 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2342, con nota di E. DALMOTTO. Tra i contributi più recenti v. G. DORIA, *Ancora sul controllo giudiziario di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 157 ss.

<sup>34</sup> Detta condizione implicita, non prevista dagli artt. 2497 *quinquies* c.c. e 292 c.c.i.i., è ricavata, in via interpretativa, da M. MIOLA, *Crisi dei gruppi e finanziamenti infragruppo nel Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 459 e in *Riv. soc.*, 2019, 332; ID., *La postergazione dei crediti infragruppo*, in AA.VV., *I gruppi nel Codice della crisi*, cit., 213. Sull'argomento v. anche M. MAUGERI, *Finanziamenti infragruppo e codice della crisi*, in *Fallimento*, 2021, 1298 ss., al quale si rinvia per l'approfondimento dei rapporti dell'art. 292 c.c.i.i. con l'art. 2497 *quinquies* c.c. e con gli altri rimedi endoconcorsuali previsti dagli artt. 290 e 291 c.c.i.i.

Stante il parallelismo tra i sopra citati artt. 290-291 c.c.i.i. e gli artt. 89-91 d.lgs. n. 270/1999 (c.d. legge Prodi *bis*), per ragioni di coerenza sistematica sarebbe opportuno che la giurisprudenza tenesse conto del meccanismo dei vantaggi compensativi anche in sede di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e di liquidazione controllata d'impresa (di gruppo) non commerciali<sup>35</sup>. E la medesima lente potrebbe essere utilizzata anche per il fallimento (*rectius*, la liquidazione giudiziale) in estensione (art. 257 c.c.i.i.) e le procedure familiari (art. 66 c.c.i.i.), anch'esse caratterizzate dal dogma della separazione delle masse, che tuttavia la giurisprudenza pare aver già infranto ammettendo una sorta di "comunicabilità tra le stesse" ai fini, oltre che della formazione del passivo, della concessione dell'esdebitazione<sup>36</sup>.

Il legislatore italiano, a differenza di quello francese, non ha invece attribuito rilievo all'esistenza di «*événements compensatoires*»<sup>37</sup>, ossia di circostanze suscettibili di neutralizzare o comunque attenuare quei profili di squilibrio che, isolatamente considerati, parrebbero compromettere la continuità aziendale, ma ad analogo risultato si potrebbe pervenire in via interpretativa<sup>38</sup>.

3. *Un cenno alla (logica sottesa alla) normativa emergenziale.* – La ricca e frenetica legislazione emergenziale promulgata dopo lo scoppio della pandemia Covid-19 non contiene riferimenti espressi alla teoria in esame, ma tutte le misure messe in campo dal Governo per aiutare le imprese sono accomunate dalla convinzione (*rectius*, speranza) dei nostri *Conditores* di riuscire a ricompensare i sacrifici imposti dal *lockdown* e a recuperare così i c.d. aiuti di Stato (siano essi finanziamenti assistiti da garanzia pubblica o contributi a fondo perduto). Il legislatore è consapevole che le restrizioni prescritte per contrastare la diffusione del *virus* hanno pesantemente danneggiato le aziende, ma ritiene che il "danno giusto" arrecato in nome dei limiti alla libertà d'iniziativa economica (art. 41 Cost.) possa essere compensato (*rectius*, ristorato) attraverso una serie di aiuti che dovrebbero agevolare la riattivazione del *business* e la ripartenza dell'economia<sup>39</sup>. In fondo, la stessa distinzione – coniata da Mario Draghi – tra "debito buono" (sostenibile grazie alla crescita del PIL) e "debito cattivo" (utilizzato per fini improduttivi) si fonda su una logica non dissimile da quella dei vantaggi compensativi.

Si potrebbe parlare di un ampliamento delle potenzialità applicative della teoria in esame, intesa, non nell'accezione tecnica tradizionale, ma come una *forma mentis* o *modus operandi*. Infatti, (come aveva già chiarito la norma d'interpretazione autentica dell'art. 2497 c.c. contenuta nell'art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009, conv. in l. n.

<sup>35</sup> Per uno spunto v. L. DELLA TOMMASINA, *Le azioni revocatorie nella liquidazione controllata dell'impresa agricola*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, n. 3, 1037 ss.

<sup>36</sup> Cfr. Cass., 30 luglio 2020, n. 16263, in *Fallimento*, 2021, 38, con nota di M. SPIOTTA.

<sup>37</sup> L'espressione è di D. VIDAL, G.C. GIORGINI, *Cours de droit des entreprises en difficulté*, Issy-les-Moulineaux, 2016, 62.

<sup>38</sup> Cfr., sia pure con riferimento all'originario sistema dell'allerta, P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, 487 ss.; R. RUSSO, *Collegio sindacale e impresa in crisi*, Milano, 2021, 201 ss.

<sup>39</sup> Forse, per creare un circolo virtuoso, si potrebbe pretendere di più: ad esempio, che le imprese *target* dell'azione statale s'impegnino per generare externalità positive e/o produrre/gestire beni pubblici in proporzione agli utili che realizzeranno nei prossimi anni.

102/2009) lo Stato [al quale il decreto correttivo n. 147/2020, andando a ritoccare la nozione di «gruppo di imprese» dettata dall'art. 2, lett. h), c.c.i.i., ha affiancato gli enti territoriali<sup>40</sup>], sebbene possa essere titolare di partecipazioni di controllo e, come tale, chiamato a rispondere dei danni eventualmente inferti alla società partecipata, non potrebbe avvalersi del modulo organizzativo (della direzione e coordinamento) per rivolgere direttive anche pregiudizievoli alle controllate (adducendo l'attribuzione di un corrispondente vantaggio).

Forse – nell'ottica di un progressivo avvicinamento tra disciplina generale e normative settoriali – il meccanismo compensativo andrebbe esteso, in via interpretativa, anche agli enti pubblici con riferimento al controllo analogo esercitato nei confronti delle proprie società *in-house providing*<sup>41</sup>, così come l'art. 12 t.u.s.p. (d.lgs. n. 175/2016 e s.m.) è stato valorizzato dalla dottrina come base per un riallineamento di discipline tra i tipi societari capitalistici.

Tralasciando questi temi di rilevante impatto sistematico e tornando ai provvedimenti emergenziali adottati da marzo del 2020, senza esprimere dei giudizi sulle scelte di politica economica, è sufficiente osservare che:

– se è ammessa una valutazione retrospettiva del *going concern*<sup>42</sup> e la sterilizzazione (oggi anche “fai da te”<sup>43</sup>) della regola “ricapitalizza o liquida”<sup>44</sup>;

– se tali opportunità, che andrebbero sfruttate solo dopo una scrupolosa programmazione strategica ed economico-finanziaria, hanno sollecitato in dottrina una riflessione sulla possibilità di creare un mercato dell'assicurazione del rischio di erosione del capitale sociale, costruito come una sorta di assicurazione della responsabilità patrimoniale *ex art. 2740 c.c.*<sup>45</sup>;

<sup>40</sup> Non pare che ciò costituisca un argomento sufficiente ad escludere gli enti territoriali, qualora svolgano un ruolo di *holding*, dalla soggezione alla disciplina di cui artt. 2497 ss. c.c. in quanto: a) la definizione ha carattere settoriale (serve a precisare l'ambito applicativo del c.c.i.i.) e b) una diversa interpretazione eccederebbe le previsioni della legge delega: così E. CODAZZI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento dell'ente pubblico holding*, in *Società*, 2021, 834. Di recente v. L. MARICONDA, *Gli enti pubblici e l'art. 2497, comma 1: un problema (ancora) irrisolto*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 56 ss.

<sup>41</sup> Come aveva già scritto P. MONTALENTI, *Il gruppo di società a partecipazione pubblica*, in AA.VV., *Le imprese a partecipazione pubblica*, a cura di G. PRESTI, M. RENNA, Milano, 2018, 45 ss., la società dovrà perseguire, contemperandole con i normali obiettivi di efficienza aziendale e di economicità, anche finalità sociali espressamente imposte dal legislatore in termini di accessibilità, continuità, qualità, sicurezza, etc. In quest'ultima prospettiva, anche la valutazione dei vantaggi compensativi dovrebbe fondarsi su un ponderato apprezzamento della duplicità, se non pluralità, di interessi coinvolti. Anche per Cass., 1° giugno 2021, n. 15276, in *Diritto & Giustizia*, 3 giugno 2021, con nota di G. SATTÀ; in *Società*, 2021, 1343, con commento di L. CACOPARDI e in *Giur. it.*, 2022, 887, con nota di F. PETRITAJ – a prescindere dalla questione inerente l'efficacia retroattiva della norma d'interpretazione autentica dell'art. 2497 c.c. – per valutare la sussistenza di una responsabilità *ex art. 2497 c.c.* occorre «tenere conto di tutti gli eventuali interventi – anche esterni – volti a prevedere e determinare “misure compensative” idonee a ridimensionare od annullare gli effetti pregiudizievoli della scelta operativa imposta dal socio pubblico di maggioranza». Di recente v. *amplius* F. FIMMANÒ, *Il caso Alitalia: l'abuso di eterodirezione del MEF*, in *www.ilcaso.it*, 21 ottobre 2021 e il *focus* di C. D'ARIES, A. VENTURA, *L'attività di direzione e coordinamento dell'ente pubblico socio sulla società in house providing*, in *ilSocietario*, 20 ottobre 2021.

<sup>42</sup> Arg. desunto dall'art. 7 del d.l. n. 23/2020 (c.d. decreto Liquidità), poi sostituito dall'art. 38 *quater* d.l. n. 34/2020 (c.d. decreto Rilancio).

<sup>43</sup> V. l'art. 8 l. n. 147/2021, poi trasfuso nell'art. 20 c.c.i.i.

<sup>44</sup> Misura originariamente prevista dall'art. 6 d.l. n. 23/2020 e poi prorogata dall'art. 1, comma 266, l. n. 178/2020 (c.d. legge di bilancio 2021).

<sup>45</sup> Cfr. D. LAELLA, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del Covid-19*, in AA.VV., *Oltre la pandemia*.



– allora, con specifico riferimento al tema qui affrontato e cercando di adattarsi ai cambiamenti, si potrebbe sostenere che la compensazione possa guardare anche al passato e alle *performances* pregresse<sup>46</sup> e (sulla scorta dell’art. 1905, comma 2, c.c.) valutare la possibilità di “assicurare”<sup>47</sup> il verificarsi di vantaggi “fondatamente prevedibili”.

Nell’attuale clima d’incertezza dello scenario macroeconomico pare inevitabile una valutazione più rosea (del *going concern* e) dei vantaggi compensativi, considerando tali anche quelli fondatamente (*rectius*, plausibilmente) prevedibili entro un termine più esteso e nulla dovrebbe precludere il c.d. “ravvedimento operoso” (o “ingegnoso”), in modo da compensare, anche *a posteriori*, eventuali pregiudizi in precedenza arrecati alla società eterogestita (artt. 2497 e 2409, comma 3, c.c.).

Allargando lo sguardo, tutta la gestione imprenditoriale – al pari della logica che sorregge la teoria dei vantaggi compensativi – dovrebbe essere protesa verso una prospettiva *forward looking*, dove il passato rappresenta il punto di partenza e il presente costituisce il mezzo ragionato per il raggiungimento di obiettivi futuri ben definiti e ponderati.

Gli stessi nuovi principi di attestazione dei piani di risanamento suggeriscono di ricorrere ad un ampliamento dell’orizzonte temporale oltre i canonici cinque anni<sup>48</sup>; il giudizio di fattibilità dei piani va ora inteso, alla luce dell’art. 7 c.c.i.i., come non manifesta inadeguatezza al raggiungimento degli obiettivi prefissati e la valutazione di pertinenza di un atto rispetto all’oggetto sociale andrebbe formulata in termini meno rigidi-statici e più prospettici-dinamici<sup>49</sup>.

Quelli sinteticamente esposti sono solo brevi spunti, non già per un ripensamento, bensì per una riscoperta della matrice dottrinarie della teoria dei vantaggi compensativi e per un suo ammodernamento in linea con i progressi della scienza aziendalistica, il cui apporto, come aveva intuito Paolo Montalenti, è fondamentale<sup>50</sup>.

---

*Società, salute, economia e regole nell’era del post Covid*, a cura di G. PALMIERI, Napoli, 2020, 357 ss.; ID., *Legislazione “Covid” e finanziamento delle società: quale ruolo per il capitale legale?*, in *Questioni di diritto civile all’epoca del coronavirus*, a cura di E. GABRIELLI, G. SICCHIERO, in *Giur. it.*, 2020, 2337 ss.

<sup>46</sup> Per uno spunto a favore della possibilità di tener conto della “storia del gruppo” v. S. POLI, *Ammissibilità e tecniche di proposizione del “concordato di gruppo” dopo l’intervento della S.C.*, in *Fallimento*, 2016, 157, nota 63; ID., *Il concordato di gruppo: ii) verifica critica degli approdi giurisprudenziali con tentativo di ricavare dal sistema le chiavi per un parziale superamento del dogma della separazione delle masse (attive) (Parte II)*, cit., 126. *Contra* G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 471 ss., a cui avviso gli esiti (colpevolmente) dannosi non dovrebbero compensarsi con quelli vantaggiosi scaturiti da una corretta gestione. «Diversamente, si arriverebbe a dire che il gestore che abbia operato bene in passato (senza limiti di tempo?) può esimersi da responsabilità per comportamenti dannosi, invocando i risultati utili della sua precedente attività». Un’obiezione degna della massima attenzione, anche se l’espressione «mancante» (utilizzata dall’art. 2497 c.c.) sembra priva di una coloritura temporale, nel senso che dovrebbe lasciare la possibilità di valutare il risultato complessivo sia nella logica del *forward looking* che in un’ottica retrospettiva.

<sup>47</sup> *Rectius*, fare in modo che la polizza assicurativa possa coprire gli ineliminabili rischi connessi alla prospettazione dell’evoluzione futura della situazione aziendale.

<sup>48</sup> M. PEZZETTA, *Piani di risanamento della crisi d’impresa oltre i cinque anni. La circ. n. 34/2020 delle Entrate esclude schemi generalizzati e propende per tempistiche basate sul caso concreto*, in *Eutekne.Info*, 22 febbraio 2021; M. RUBINO, A. TURCHI, *L’orizzonte temporale del piano alla luce dei nuovi principi di attestazione e della circolare 34/E dell’Agenzia delle Entrate*, in *www.ilcaso.it*, 15 gennaio 2021.

<sup>49</sup> V. la proposta avanzata da N. ABRIANI, *Serve un diritto dell’economia aperto all’innovazione*, in *Il Sole-24 Ore* del 24 giugno 2020 e le riflessioni di S.A. CERRATO, *Pericoli ed opportunità di un «nuovo diritto per l’economia». Riflessioni a margine di un intervento di Niccolò Abriani*, in *Giustizia civile.com*, Editoriale del 7 settembre 2020.

<sup>50</sup> Il *discrimen* fra fisiologia e patologia che P. MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società*

4. (Segue): *e alle misure urgenti originariamente contenute nella l. n. 147/2021*. – Prendendo in prestito le parole della Presidente e di un autorevole membro della Commissione Pagni, tutto il d.l. n. 118/2021 conv. nella l. n. 147/2021 e poi confluito nel Titolo II del d.lgs. n. 14/2019 è animato da «uno spirito solidaristico non velleitario», emblematicamente definito «*la solidarietà dei vantaggi compensativi*»<sup>51</sup>.

In effetti, sempre rifacendosi all'interpretazione autentica offerta dagli Autori sopra citati, la composizione negoziata della crisi (per brevità, c.n.c.) – percorso al quale può accedere anche il gruppo<sup>52</sup>, definito dall'art. 2, lett. h), c.c.i.i.<sup>53</sup> – è «un luogo adatto per smussare gli angoli, per far percepire ad una collettività di soggetti che la crisi dell'impresa singola spesso sconfinava nella crisi del mercato e che la crisi del mercato può essere più pericolosa e più dannosa di una qualche rinuncia».

Nella l. n. 147/2021, a differenza che nel d.lgs. n. 14/2019, non vi erano riferimenti espliciti alla teoria dei vantaggi compensativi, ma credo che alla domanda sollevata da Montalenti circa la sua applicabilità<sup>54</sup> si debba rispondere in senso affermativo, giacché essa traspare anche dal decreto dirigenziale del 28 settembre 2021 che dedica ai gruppi l'intero par. 6 della Sezione II contenente la *Check-list* particolareggiata per la redazione del piano di risanamento<sup>55</sup> e il par. 3 della Sezione III sul Protocollo di conduzione della composizione negoziata.

---

*e teoria dei vantaggi compensativi*, cit., 732, aveva individuato nella causazione del dissesto della società, oggi andrebbe anticipato e fatto coincidere con lo *squilibro economico-patrimoniale-finanziario* e la perdita della continuità aziendale, prospettiva da salvaguardare perché insuscettibile di essere “compensata” (v. *amplius* P. BASTIA, *op. cit.*).

<sup>51</sup> Così I. PAGNI, M. FABIANI, *La transizione dal codice della crisi alla composizione negoziata (e viceversa)*, in *dirittodellacrisi.it*, 2 novembre 2021, 31.

<sup>52</sup> Sull'art. 13 del d.l. n. 118/2021, poi trasfuso nell'art. 25 c.c.i.i., si rinvia a P. BOSTICCO, *La composizione negoziata: trattative e gruppo di imprese*, in *ilFallimentarista*, Focus del 13 settembre 2021; M. ARATO, *Il gruppo di imprese nella composizione negoziata della crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 23 novembre 2021; N. ABRIANI, L. BENEDETTI, *Il gruppo d'impresa ha una sua trattativa ad hoc*, in AA.VV., *La crisi d'impresa*, a cura di M. POLLIO, Milano, 2021, 133 ss.; N. ABRIANI, G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi dei gruppi e composizione negoziata*, in *Le nuove misure di regolazione della crisi d'impresa. Commento al D.L. n. 118 del 2021 conv. con L. n. 147 del 2021*, Numero speciale novembre 2021 della *Rivista dirittodellacrisi.it*, 120 ss.; M. CALLEGARI, *Il «gruppo» nel Codice della crisi*, in AA.VV., *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021*. Liber amicorum per Alberto Jorio, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, 2021, 776 ss.; E. RICCIARDIELLO, *Il nuovo concordato preventivo di gruppo tra autonomia delle masse ed interconnessione finanziaria*, *ivi*, 788 ss.; L. BOGGIO, *La composizione negoziata della crisi dei gruppi di imprese*, in AA.VV., *La riforma del Codice della crisi (d.l. 118/2021)*, a cura di M. IRRERA, S.A. CERRATO, Bologna, 2022, 232 ss. Più di recente v. G. SCOGNAMIGLIO, *La gestione dei gruppi di imprese nella prospettiva del risanamento. Spunti dalla recente disciplina della “composizione negoziata della crisi”*, in *ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it*, 6 maggio 2022; M. CALLEGARI, *Frammenti di disciplina dei gruppi nel Codice della crisi alla luce del decreto correttivo e dello schema di decreto Insolvency*, in *ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it*, 5 maggio 2022.

<sup>53</sup> Ossia, come l'insieme delle società/imprese/enti, esclusi lo Stato e gli enti territoriali, che, ai sensi degli artt. 2497 e 2545 *septies* c.c. esercitano o sono sottoposti alla direzione e coordinamento di una società/ente o di una *persona fisica* (riferimento che manca nell'art. 2497 c.c.). Sono richiamate le presunzioni *juris tantum* secondo cui l'attività di direzione e coordinamento delle (sole) *società* del gruppo si presume sia esercitata dalla *società/ente* (non viene più menzionata la persona fisica): a) tenuto al consolidamento dei loro bilanci; b) che le controlla, direttamente o indirettamente, anche nei casi di controllo congiunto.

<sup>54</sup> P. MONTALENTI, *Crisi d'impresa e risanamento aziendale: prime riflessioni*, in *NDS*, 2021, n. 10, 1595.

<sup>55</sup> Emblematica la domanda 6.5.: «Le operazioni infragruppo previste nel piano possono arrecare un pregiudizio per i creditori di un'altra impresa del gruppo? (a cura dell'esperto)».

Sia dalla lista di controllo che dal *test* pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento (art. 13 c.c.i.i.) dovrebbero emergere anche i vantaggi compensativi fondatamente prevedibili, dei quali il giudice dovrà tener conto nell'autorizzare finanziamenti (*intercompany*) preveducibili<sup>56</sup>, nel rideterminare equamente le condizioni dei contratti di durata divenuti eccessivamente onerosi per effetto della pandemia<sup>57</sup> o nel consentire il trasferimento dell'azienda o uno o più dei suoi rami in deroga all'art. 2560, comma 2, c.c.<sup>58</sup>.

L'esperto – figura chiave per il successo di questo nuovo istituto – a sua volta, dovrà attentamente soppesare detti vantaggi prima d'iscrivere nel r.i. il proprio eventuale dissenso rispetto alla stipulazione di finanziamenti “discendenti” od “orizzontali” (integralmente) non postergati (art. 25, comma 8, c.c.i.i.) e prima di «invitare» le imprese del gruppo *in bonis* (anche aventi sede legale all'estero<sup>59</sup>) a partecipare (in modo proattivo) alle trattative, che – giova sottolinearlo – potranno essere frazionate in “sottotavoli negoziali” anche in caso di unitarietà della domanda di accesso alla c.n.c. qualora lo svolgimento congiunto le renda «eccessivamente gravose» (o vi sia il rischio di conflitti di interessi) e, viceversa, essere condotte in modo unitario per tutte le imprese o per una parte di esse «appositamente individuate» (una sorta di “consolidamento delle trattative”) anche in caso di istanze separate<sup>60</sup>.

A riprova della flessibilità di questo percorso, l'art. 25, comma 9, c.c.i.i. prevede che «Al termine delle trattative, le imprese del gruppo possono stipulare, *in via unitaria*, uno dei contratti, convenzioni o accordi di cui all'art. 23, comma 1, ovvero accedere *separatamente* o in via unitaria alle soluzioni» previste dalla medesima norma.

Ciò significa che il procedimento avviato «in gruppo» potrà concludersi separatamente e, viceversa, quello intrapreso atomisticamente dalle singole imprese potrà sfociare nella stipulazione «in via unitaria», da parte di più (non necessariamente tutte le) imprese del gruppo, di un contratto idoneo ad assicurare la continuità aziendale per almeno un biennio (v. lett. *a*); di una convenzione di moratoria (v. lett. *b*) o di un accordo che produca gli

<sup>56</sup> Come scrive S. LEUZZI, *Allerta e composizione negoziata nel sistema concorsuale ridisegnato dal D.L. n. 118 del 2021*, in *dirittodellacrisi.it*, 28 settembre 2021, 14 e nota 22, l'art. 10, comma 1, lett. c) del d.l. n. 118/2021 (ora trasfuso nell'art. 22 c.c.i.i.) presuppone «una valutazione complessa in capo al giudice nel cui quadro sembrano potere rilevare anche i c.d. “vantaggi compensativi”. Rilevano, cioè, non solo le utilità stimate sulla base di una potenziale migliore soddisfazione nominale del credito monetario, ma anche quelle suscettibili di collegarsi, non tanto alla percentuale numerica del credito, ma alla posizione del suo titolare, nonché della singola sotto categoria nella quale costui si iscrive». Ad esempio, «Per i dipendenti dell'impresa può essere di maggior pregio il mantenimento del posto di lavoro in un'azienda rivitalizzabile con iniezioni finanziarie di terzi, che non la serratura dell'opificio, con la perdita del posto di lavoro e l'acquisizione di un obolo in più alla borsa del riparto concorsuale».

<sup>57</sup> V. l'art. 10, comma 2, del d.l. n. 118/2021.

<sup>58</sup> Possibilità che dovrebbe valere anche per i gruppi e in relazione alla quale il protocollo di conduzione della composizione negoziata invita l'esperto a dare conto se l'acquirente rivesta la qualifica di parte correlata all'imprenditore (v. Sezione III, par. 12.4).

<sup>59</sup> L'art. 25, al comma 6, c.c.i.i. non ripete l'inciso contenuto nel comma 2.

<sup>60</sup> L'art. 25, comma 7, c.c.i.i. precisa che la c.n.c., iniziata in maniera “atomistica”, prosegue con l'ausilio dell'esperto designato di comune accordo fra quelli in origine nominati o, in mancanza, con quello nominato a seguito dell'istanza presentata per prima, dettando così un criterio definito «un po' sbrigativo che può comportare che la procedura sia gestita anche dall'esperto designato per un'impresa che svolge un ruolo marginale nel gruppo» (così P. BOSTICCO, *op. cit.*, 7). Per contro, il comma 5 non precisa se si debba procedere alla nomina di più esperti nel caso in cui s'intenda realizzare il percorso opposto.

stessi effetti del piano di risanamento senza attestazione (v. lett. c)<sup>61</sup>.

Per tranquillizzare gli *stakeholders* potrebbe essere utile prevedere la figura del CRO (*Chief Restructuring Officer*), la cui nomina – come si legge nel par. 9.4 del decreto dirigenziale – «appare opportuna, in particolare, quando siano previsti, a fronte dei sacrifici ai creditori, ristori agli stessi condizionati dal raggiungimento di risultati reddituali o finanziari prefissati (*earn-out*) o quando siano assegnati ai creditori strumenti finanziari partecipativi (SFP) di cui all'art. 2346 c.c.» o (n.d.r.) qualora se ne preveda il soddisfacimento attraverso vantaggi compensativi<sup>62</sup>.

La percorribilità dell'ultima strategia andrebbe costantemente monitorata attraverso un controllo di gestione di gruppo in grado di produrre riscontri e verifiche sull'effettività dei vantaggi compensativi (ipotizzati nei piani e nei *budget*) e di segnalare agli amministratori eventuali carenze e criticità.

In futuro, si potrebbe anche pensare all'implementazione della piattaforma telematica nazionale con un programma informatico gratuito che, oltre ad accertare la sostenibilità del debito esistente e a elaborare piani di rateizzazione automatici (art. 25-*undecies* c.c.i.i.), sia in grado di calcolare i vantaggi compensativi fondatamente prevedibili.

5. *Verso una rimodulazione degli artt. 2043 e 2740 c.c.? – Non è questa la sede per rispondere a un quesito così impegnativo che coinvolge anche i civilisti, ma concordo con quanti<sup>63</sup> prospettano una rivisitazione della responsabilità patrimoniale alla luce dei confini del fisiologico esercizio dell'attività di direzione e coordinamento<sup>64</sup> e del precetto del *neminem laedere*, intendendo per danni ingiusti solo quelli non controbalanciati da vantaggi compensativi<sup>65</sup>.*

<sup>61</sup> Ad avviso di N. ABRIANI, G. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 126, non vi sarebbe tuttavia ragione per: a) precludere la predisposizione di un piano unitario di gruppo rafforzato dall'attestazione; b) escludere la legittimità di separate convenzioni di moratoria per singole società eterodirette o per la stessa capogruppo stante la difficoltà di ricondurre ad omogeneità categorie di creditori di distinte società del gruppo e di attestare che il pregiudizio derivante dall'estensione degli effetti della convenzione risulti «proporzionato e coerente con le ipotesi di soluzione della crisi o dell'insolvenza in concreto perseguite».

<sup>62</sup> Anche i par. 7.5 e 10.1 del decreto dirigenziale alludono esplicitamente all'eventualità che il margine operativo lordo negativo «sia compensato dai vantaggi per i creditori» derivanti dalla continuità.

<sup>63</sup> V. per la dottrina civilistica L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, 28 ss. e per la dottrina commercialistica M. FABIANI, *La rimodulazione del dogma della responsabilità patrimoniale e la de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, in *www.ilcaso.it*, 9 dicembre 2016.

<sup>64</sup> Ad esempio, per L. BOGGIO, *Concordato preventivo – separazione di masse, contribuzioni, consolidazione e concordato di gruppo: quo vadis?*, in *Giur. it.*, 2019, 1377, «se la continuità aziendale già oggi può giustificare soluzioni di rischio per la conservazione del patrimonio concorsuale ed il ricorrere della direzione e coordinamento su una società consente di imporle condotte pregiudizievoli a condizione che le stesse siano preordinate ad ottenere vantaggi compensativi, allora il passo è breve ad ammettere che una società del gruppo possa già oggi compiere anche singoli atti suscettibili di incidere negativamente sulla propria consistenza patrimoniale a patto di ottenere un beneficio futuro maggiore dello svantaggio attuale».

<sup>65</sup> Per la prospettazione della regola «puoi danneggiare a condizione che il danno sia *aliunde* compensato» v. G. SCOGNAMIGLIO, «*Clausole generali*», *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 579 ss. e in *Riv. dir. priv.*, 2011, 534. Ha aderito a tale suggestiva ricostruzione anche M. MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in

Da un lato, a prescindere dalla possibilità di considerare l'art. 285 c.c.i.i. uno dei casi previsti dalla legge in cui sono ammesse limitazioni della responsabilità patrimoniale, la regola dell'art. 2740 c.c., qualora il debitore sia un imprenditore (o un professionista), andrebbe declinata nell'ottica di un patrimonio dinamico, ponendo l'accento sui «beni futuri», ossia sui flussi di redditività<sup>66</sup>.

Dall'altro lato, ragionando sul combinato disposto degli artt. 2497 e 2043 c.c. e valorizzando il riferimento all'«*ingiusto pregiudizio*» ribadito più volte dalla Direttiva *Insolvency*, si potrebbe ricavare la categoria (quasi un ossimoro) dei «*danni/pregiudizi giusti*» perché cagionati in vista del raggiungimento di un obiettivo macroeconomico. Una prospettiva, questa, che andrebbe attentamente soppesata<sup>67</sup>, stante il pericolo di passare dalla risarcibilità di quella voce di danno denominata «*lucro cessante*» al riconoscimento dell'esimente non codificata del «*lucro sperato*».

In sintesi: le potenzialità sono tante, ma, mutuando l'espressione adoperata da un risalente decreto in materia concorsuale<sup>68</sup>, occorre rifuggire da un «uso irreflessivo» della teoria dei «vantaggi compensativi», che rischierebbe di snaturarla e di tradire gli obiettivi dello Studioso unanimemente riconosciuto come il suo precursore. Tentazione alla quale non ha resistito parte della giurisprudenza, che ha invocato il sintagma come *ratio decidendi* (quasi un *commodus discessus*) nei settori più disparati, trascurando altri istituti, forse più consoni alle fattispecie decise<sup>69</sup>.

6. *Due auspici*. – Il giurista è chiamato ad osservare la realtà attraverso le lenti del diritto e anche quando queste (a causa dell'irrompere di fenomeni inaspettati e dirompenti come la pandemia Covid-19 o il conflitto Russia-Ucraina) sembrano appannate e inadeguate a restituire un'immagine nitida del presente e a ricondurre il *novum* alle ca-

---

*Giur. comm.*, 2012, I, 66 ss., il quale definisce un vero «privilegio» quello degli amministratori della società diretta e coordinata di eseguire operazioni per essa svantaggiose ove la controllante assicuri una valoristicamente adeguata prestazione compensativa. Per approfondimenti si rinvia a v. G. SALATINO, *La responsabilità della holding nel nuovo art. 2497 c.c.: davvero una "nuova frontiera" della responsabilità civile?*, in *Resp. civ.*, 2010, 304 ss.

<sup>66</sup> La giurisprudenza non pare ancora pronta a compiere questo passo. Per Trib. Roma, 25 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*, «viola la regola di ordine pubblico posta dall'art. 2740 c.c., [...], la proposta di concordato che preveda una cessione soltanto parziale dei beni e ciò nonostante prospetti determinati vantaggi compensativi per i creditori». Più permissivo pare Trib. Ravenna, 29 ottobre 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 1259, con nota di S. LOVISATTI: «L'operazione di scissione parziale proporzionale, caratterizzata dalla continuazione dell'attività sociale in capo alla scissa e avente come beneficiaria una società di nuova creazione destinata esclusivamente al soddisfacimento dei creditori, rappresenta un'evidente deroga all'art. 2740 c.c. che richiede la sussistenza di concreti e monetizzabili vantaggi compensativi». Per la giurisprudenza di legittimità v. Cass., 17 ottobre 2018, n. 26005, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1036, con nota di M. SABBIONI.

<sup>67</sup> Un'apertura in questa direzione potrebbe leggersi tra le righe di Trib. Roma, 5 febbraio 2008 (in *Giur. it.*, 2009, 109, con nota di R. WEIGMANN e in *Società*, 2009, 491, con commento di V. SCOGNAMIGLIO), che, dopo aver ribadito che l'esistenza di collegamenti di gruppo, per quanto intensi, non elimina la distinta soggettività delle società controllate e non può quindi legittimare il sacrificio degli interessi dei quali tali società sono portatrici, aggiunge: «tanto più quando una parte non irrilevante (il 30% circa) del capitale della società danneggiata sia sottoscritta da soggetti estranei al gruppo di controllo che, appunto perché tali, non hanno la possibilità di partecipare ai vantaggi conseguiti da altre società del gruppo a danno di quella di cui essi sono soci».

<sup>68</sup> Cfr. Trib. Bologna, 8 ottobre 2009, decr. inedito, ma citato da S. POLI, *Il "concordato di gruppo": i profili problematici, agnosticismo del legislatore e supplenza giurisprudenziale*, in *Contr. e impr.*, 2014, 1369.

<sup>69</sup> Per una sintetica rassegna giurisprudenziale sia consentito rinviare a M. SPIOTTA, *op. cit.*, 864, nota 151.

tegorie giuridiche della tradizione, l'interprete non deve dimenticare che non può dotarsi di nuove lenti se non è il legislatore (o "Monta-lenti") a fornirglielie.

A parte la battuta sul cognome, sono seriamente convinta che abituarsi a ragionare in termini di vantaggi (*auspicabilmente e almeno*) compensativi<sup>70</sup> o di "non svantaggi" compensativi<sup>71</sup> possa davvero aiutare la ripartenza, mentre un'applicazione rigida degli istituti tradizionali creerebbe una tipica *lose-lose situation*. Mai come in questo momento abbiamo tutti bisogno di «un ottimismo serio, razionale, non illusorio»<sup>72</sup>.

Tuttavia l'apice del successo della teoria sarà raggiunto quando non ci saranno più occasioni per applicarla nelle aule giudiziarie perché il capoverso aggiunto all'art. 2086 c.c. (e riempito di contenuto dai commi aggiunti dal d.lgs. n. 83/2022 all'art. 3 c.c.i.i.) si sarà dimostrato in grado di svolgere quella funzione preventiva non assolta dall'art. 2497 *bis*, comma 5, c.c.: «sostanzialmente eliminare *in limine* lo stesso problema di determinare la nozione di vantaggio compensativo»<sup>73</sup>.

L'auspicio è che gli operatori del settore sappiano far tesoro di una felice intuizione della quale la comunità scientifica è debitrice a Paolo Montalenti e che il pregio della scelta dell'argomento per onorarlo possa compensare i difetti di questo scritto. In fondo, soprattutto in questo momento, anche l'*interpretazione* dei testi normativi dovrebbe essere "compensatrice" delle aporie inevitabilmente presenti in tutte le riforme ed essere tesa, anziché ad affossarle in partenza, a coglierne la vera anima e a far emergere il valore della solidarietà<sup>74</sup>.

---

<sup>70</sup> Ad avviso di R. SACCHI, *Conclusioni*, in AA.VV., *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 634, sarebbe più corretto parlare di «teoria dei vantaggi (*che non si sa se siano*) compensativi», mentre P. BASTIA, *op. cit.*, 14 s., sottolinea più volte che «l'equilibrio dinamico ed evolutivo (e per converso il disequilibrio) di un gruppo poggia, secondo la scienza aziendale, su attese non tanto meramente sinallagmatiche, ma di vantaggio "più che compensativo", essendo l'equilibrio di gruppo una tensione verso lo sviluppo e non verso la conservazione di uno stato raggiunto».

<sup>71</sup> Espressione coniata da C.B. VANETTI, *op. cit.*, 27.

<sup>72</sup> V. DI CATALDO, A proposito del libro di Paolo Montalenti, *Impresa, Società di capitali, Mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 451.

<sup>73</sup> Così, con riferimento alla relazione sulla gestione, R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 674 ss.

<sup>74</sup> Come scrive M. FABIANI, *Il valore della solidarietà nell'approccio e nella gestione delle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2022, 6 ss. il valore della solidarietà dovrebbe diventare uno dei principi regolatori della materia della crisi di impresa, «magari con l'ambizione di trasformarlo, anche, in un criterio di interpretazione».



PARTE VIII  
MERCATO E TUTELA DEGLI INVESTITORI





# CAPITALISMO SOSTENIBILE E STRUMENTI A DISPOSIZIONE

di *Alessandra Daccò*

SOMMARIO: 1. Il problema. – 2. Le proposte in campo. – 3. Lo scopo societario. – 4. Il ruolo dei soci-investitori istituzionali. – 5. Gli amministratori e i fattori *ESG*. – 6. Conclusioni.

1. *Il problema*. – È in atto a livello globale un profondo ripensamento sul ruolo che le grandi società devono svolgere e su come tutelare gli interessi “terzi”. È, infatti, sempre più sentita l’esigenza di dedicare una maggiore attenzione a fattori ambientali, sociali e di *governance* e alle esternalità negative che le società, nel loro operare, possono generare nei confronti dei terzi, dell’ambiente e della comunità in generale<sup>1</sup>. Il riferimento è in particolare (anche se non solo) alle società quotate: queste ultime si rivolgono ad un pubblico esteso di soggetti e spesso (anche se non sempre) risultano avere dimensioni rilevanti (come numero di dipendenti, clienti e unità produttive coinvolte)<sup>2</sup>.

Noto è inoltre come si sia tornati a discutere, e recenti scritti lo dimostrano<sup>3</sup>, se l’interesse lucrativo o scopo di lucro assuma nel nostro ordinamento un ruolo esclusivo o, comunque, egemone o se, invece, l’organo amministrativo debba o, comunque, possa contemperarlo con altri interessi posti sullo stesso piano e coinvolti, a vario titolo e causa, nell’impresa azionaria. In definitiva, ci si chiede se ed in che termini nelle società per azioni di rilevanti dimensioni il potere gestionale debba essere funzionalizzato al perseguimento pure degli interessi degli *stakeholders* soprattutto qualora siano gli stessi soci (ovvero alcuni di questi) a richiederlo<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Come segnala P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *ODC*, 2016, 4; ID., *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 313 s., il diritto europeo è nettamente orientato nel senso di una limitazione delle strategie *profit oriented* ad opera degli interessi degli *stakeholders*: una valorizzazione dell’interesse dell’impresa in chiave, appunto, di neo-istituzionalismo debole.

<sup>2</sup> Non si esclude che problemi simili a quelli trattati nel testo siano ravvisabili anche in società non quotate: ad esempio, l’attenzione a temi *ESG* si pone pure per le PMI e vedi, infatti, L. MARCHEGIANI, *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1481 s.

<sup>3</sup> Cfr., in part., G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 597 s.; R. COSTI, in R. COSTI-L. ENRIQUES-F. VELLA, *Diritto commerciale. Una conversazione*, Bologna, 2019, 48 s.; U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, *passim*.

<sup>4</sup> In merito all’interrogativo indicato nel testo si sono espressi anche gli amministratori di alcuni grandi società nordamericane (c.d. *Business Roundtable*), forse al fine di estendere la loro discrezionalità, rendendo il loro operato meno sindacabile, e di evitare un (imminente) intervento legislativo. Sul punto, v., tra gli altri, M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 441: il quale segnala che l’idea che gli amministratori possano tener conto degli interessi di diversi *stakeholders* nell’operare le proprie scelte amplia la loro discrezionalità e, in un certo senso, può essere vista co-

Gli interrogativi ora richiamati certamente non sono “nuovi”. La storia dell’istituto della società dimostra come questa sia stata spesso indirizzata a fini sociali<sup>5</sup>. La riflessione sulla funzione sociale dell’impresa organizzata in forma di società anonima si è certamente infittita durante il ventennio fascista<sup>6</sup>, per poi approdare negli anni alla condivisa conclusione che l’impresa non è più (a differenza di quanto avveniva nel sistema corporativo) chiamata a svolgere una specifica funzione<sup>7</sup>. Recentemente, però, l’esigenza di imporre la considerazione di interessi altri e, quindi, il rispetto di fini sociali ulteriori è riemersa con forza<sup>8</sup>.

Nelle situazioni di crisi e soprattutto di crisi del pubblico, ove si paventa il rischio di un arretramento dello Stato o, comunque, emergono in modo drammatico problemi di giustizia distributiva e di equità<sup>9</sup>, e in particolare in un momento attraversato da una pandemia e da altri rilevanti fenomeni (si pensi solo al *climate change*), ci si interroga sulla possibilità di (ri)attribuire alle società (il tema, come si è detto, riguarda principalmente le società quotate), e ai diversi soggetti che a vario titolo ne prendono parte, una funzione c.d. sociale. E l’interrogativo principale consiste nel chiedersi se questa “responsabilizzazione” debba avvenire attraverso meri fenomeni volontari (ove per fenomeni volontari si intende ogni decisione rimessa alla stessa società, ai soci o agli amministratori, che determina una previsione statutaria, l’adesione al codice di autodisciplina, l’adozione di codici etici, etc.) o essere addirittura imposta dal legislatore con norme imperative<sup>10</sup>.

Chi scrive non può non condividere le istanze di fondo sottese al dibattito in corso e, cioè, la necessità, non più procrastinabile, di una approfondita considerazione dei diversi interessi, nonché delle profonde eternalità che l’attività di grandi società può certamente generare. Dato, quindi, per assodato che una maggiore attenzione verso un capitalismo sostenibile sia auspicabile, si tratta di vedere se e fino a che punto sia oppor-

---

me un potenziamento della loro posizione. Sarà ovviamente più facile giustificare scelte e decisioni assai eterogenee, appunto in virtù dell’esigenza di conciliare – privilegiando ora questo, ora quello – interessi ed esigenze diverse.

<sup>5</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *L’impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale*, in AA.VV., *La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, Roma, 2017, 67 s.; sul punto v., pure, M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell’impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss. È interessante ricordare come negli Stati Uniti, in origine, il “privilegio” della responsabilità limitata fosse accordato solo alle società che realizzavano un interesse pubblico: sul punto, cfr., per tutti, L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell L. Review*, 2020, 106, 91 s.

<sup>6</sup> Sempre M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, 70.

<sup>7</sup> N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Roma, 1998, 48; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 1 ss.; G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della “nuda” impresa nell’economia post covid-19 (con uno sguardo all’art. 41 della Costituzione)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 29.

<sup>8</sup> M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, 73. In generale, sulla richiesta di un ruolo sociale per la grande impresa v., in part., U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, *cit.*, *passim*. La Costituzione, all’art. 45, riconosce e dà rilievo alla funzione sociale delle cooperative a mutualità prevalente e senza fini di speculazione privata. Sul punto v., in luogo di molti, F. PIZZOLATO-F. MATTASSOGLIO, *Commento all’art. 45*, in AA.VV., *La Costituzione italiana*, I, Bologna, 2 ed., 2021, 303 s.

<sup>9</sup> Il rinvio sul punto è necessariamente agli scritti di T. PIKETTY, di cui vedi, in part., *Il capitale nel XXI secolo*, Milano, 2018, *passim*; ID., *Una breve storia dell’uguaglianza*, Milano, 2021, *passim*.

<sup>10</sup> Auspicano un intervento legislativo in proposito, ad es., P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 344; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *ODC*, 2021, 3, 1147.

tuno un capovolgimento dell'attuale assetto normativo ovvero non sia possibile muoversi nei confini già predefiniti, senza intervenire con modifiche legislative dai confini incerti o, finanche, contraddittori. Il tutto poi in un contesto non del tutto chiaro: il quadro delle regole (non solo) europee è in corso di evoluzione. Ed è evidente come un intervento omogeneo a livello globale (o almeno europeo) sia necessario per evitare differenze normative rilevanti nei singoli Stati che potrebbero penalizzare alcuni e avvantaggiare altri.

2. *Le proposte in campo.* – Per comprendere appieno l'entità delle proposte in campo e gli effetti che le stesse potrebbero determinare nel nostro Paese sarebbe necessario effettuare una accurata ricostruzione del modello delle società per azioni in generale e, poi, dello statuto speciale applicabile alle società quotate e dell'assetto dei poteri che emerge dall'attuale quadro normativo italiano; compito certamente non possibile in questa sede<sup>11</sup>. Sia, quindi, permesso procedere in estrema sintesi ad individuare alcune caratteristiche essenziali che potrebbero essere significativamente modificate: *i*) lo scopo di lucro rappresenta, come è noto, la ragione causale delle società per azioni (art. 2247 c.c.); *ii*) ai soci sono attribuiti dei diritti, *in primis* di voto, con riferimento ai quali non sono predicabili profili di doverosità sia per quanto riguarda l'*an*, sia il *quomodo*: con il solo vincolo eretto dall'art. 2373 c.c.; *iii*) la gestione è attribuita agli amministratori, nominati dai soci, e funzionalizzata, ai sensi del sopra richiamato 2247 c.c., alla realizzazione degli interessi lucrativi di questi ultimi (c.d. *shareholder value maximization theory*).

Le molteplici proposte avanzate nei diversi sistemi giuridici toccano tutti gli aspetti ora sinteticamente richiamati, così da cambiare il paradigma di riferimento, con il passaggio da una c.d. *shareholders governance* ad una c.d. *stakeholders governance*, secondo la definizione data in un recente scritto da due autorevoli Autori: L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA<sup>12</sup>. Più precisamente, ci si muove principalmente sotto due profili, tra loro connessi<sup>13</sup>. Innanzitutto si propone di incidere sullo scopo della società<sup>14</sup>. L'esigenza di riconsiderare (ed ampliare) lo scopo sociale trova accoglimento in una parte della dottrina, in forza anche di alcuni interventi legislativi avvenuti in Paesi europei e, pure, nell'opinione espressa dai CEO delle 181 più grandi società per lo più nordamericane (c.d. *Business Roundtable*).

In secondo luogo, si prospettano delle rilevanti modifiche alla struttura organizzativa in modo da: *i*) cambiare il ruolo svolto dai soci (il riferimento è principalmente ai c.d. investitori istituzionali; categoria, in verità, assai ampia ed eterogenea), attribuendo loro un ruolo ben diverso da quello tradizionalmente assunto e venendo a rappresentarli

<sup>11</sup> In argomento, per tutti, C. ANGELICI, *Principi e problemi*, I, *La società per azioni*, nel *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da A. CICU-F. MESSINEO-L. MENGONI, e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, 2012, 345 s.

<sup>12</sup> L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, cit., 91 s.

<sup>13</sup> Come segnala C. ANGELICI, *Società benefit*, in AA.VV., *Dalla benefit corporation alla società benefit*, Bari, 2018, 19 s., ogni modifica sullo scopo sociale può avere delle conseguenze in merito alla discussione sull'interesse sociale e ai doveri degli amministratori.

<sup>14</sup> U. TOMBARI, da ultimo, in *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"*, in *Riv. soc.*, 2021, 11.

come dei garanti di interessi “terzi” (si introduce, non caso, il concetto di *stewardship*); *ii*) modificare i doveri degli amministratori, introducendo regole di gestione, sotto il decisivo profilo della funzionalizzazione del potere, volte a tutelare gli interessi degli *stakeholders*; *iii*) attribuire un ruolo non marginale agli *stakeholders* stessi<sup>15</sup>, attraverso l’introduzione di poteri di *enforcement*, e, pure, di diritti di nomina di propri rappresentanti negli organi di gestione.

Le soluzioni proposte sollevano, come vedremo, quesiti sistematici rilevanti: quale è lo scopo delle grandi imprese, è giusto addossare a queste ultime scelte politiche e *social goals* e, ancora prima, quale è lo scopo del diritto societario, e, più in particolare, deve il diritto societario preoccuparsi di tematiche redistributive e fino a che punto<sup>16</sup>.

Non è possibile in alcun modo in queste pagine voler addivenire ad una soluzione univoca, né tantomeno approfondire e illustrare tutte le diverse proposte in materia. Ci si limiterà, quindi, ad alcuni cenni (con innegabili approssimazioni) dedicati alle principali proposte (alcune delle quali, come vedremo, già concretizzate in norme di legge o in previsioni contenute in Codici di autodisciplina) e agli effetti che le stesse possono determinare nel nostro ordinamento.

3. *Lo scopo societario.* – Da più parti viene invocata l’opportunità di rivedere lo scopo societario e di estendere il c.d. *corporate purpose* oltre al “semplice” scopo di lucro, con delle evidenti ricadute anche sulla c.d. *shareholder value maximization theory*: qualora, infatti, lo scopo venisse esteso, gli amministratori sarebbero tenuti a perseguire scopi più ampi e, quindi, a dare la dovuta attenzione anche agli interessi dei terzi<sup>17</sup>.

Innanzitutto occorre fare chiarezza su quali siano effettivamente le proposte in campo e quali conseguenze si potrebbero generare<sup>18</sup>. Vi sono, infatti, differenze sostanziali nell’auspicare un intervento legislativo volto ad imporre alle società uno scopo sociale<sup>19</sup> ovvero (semplicemente) a permettere alle società di specificare le finalità (anche) sociali che si intendono realizzare. Specificazione che, quindi, potrebbe avvenire nello statuto a fronte di una decisione in proposito assunta dai soci.

Imporre per legge uno scopo più ampio è certamente un ritorno al passato ove, come precedentemente si è ricordato, alle società era attribuita una funzione sociale. La

<sup>15</sup> Si veda, tra gli altri, G. STRAMPELLI, *La strategia dell’Unione europea per il capitalismo sostenibile: l’oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 371 s.

<sup>16</sup> Per U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, cit., 12, occorre riavvicinare le due dimensioni (pubblica e privata) a partire dalla regolamentazione della *corporation* che deve perseguire scopi (anche) di interesse pubblico e non solo privato.

<sup>17</sup> Secondo F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in AA.VV., *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. SACCHI, Milano, 2020, 475 s., ogni modifica in ordine allo scopo dovrebbe necessariamente essere seguita anche da una modifica sulla struttura organizzativa della società, in modo da dare effettività alla previsione in ordine allo scopo.

<sup>18</sup> Per un quadro delle diverse proposte, v., tra gli altri, H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law*, in *Max Planck Private Law Research Paper Series*, 2021, 162 s.

<sup>19</sup> Nel nostro ordinamento v., già, D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 492 s., il quale proponeva di incorporare la soddisfazione di esigenze collettive nella stessa funzione sociale.

proposta in proposito più interessante (anche se espressa in termini non del tutto precisi) risulta sicuramente quella di C. MAYER<sup>20</sup>, il quale propone di obbligare le società a specificare nell'atto costitutivo il proprio scopo in modo che sia costantemente verificabile la sua realizzazione<sup>21</sup>. Lo scopo delle società dovrebbe essere quello di creare soluzioni ai problemi della gente e del pianeta<sup>22</sup>: in definitiva, lo scopo dovrebbe necessariamente avere ricadute positive per i terzi e la comunità in generale e, se necessario, si potrebbe imporlo per legge<sup>23</sup>.

La tesi ora richiamata, qualora introdotta nel nostro ordinamento, si porrebbe immediatamente in contrasto con l'art. 2247 c.c. e determinerebbe la necessità di un intervento normativo a ciò dedicato. Non a caso, in Italia, è stato proposto di togliere il riferimento al lucro e rivedere le norme di legge che orientano al profitto (si pensi, ad esempio, all'art. 2497 c.c.)<sup>24</sup>. Si è così ipotizzato di rendere le società (e dunque anche la società per azioni) un modello organizzativo “funzionalmente orientabile” in base alla libera determinazione dei soci. Modificare l'art. 2247 c.c. avrebbe, però, ricadute sistematiche importanti e porterebbe ad un appiattimento della società lucrativa verso la società cooperativa o verso gli enti del terzo settore. Non solo. Il legislatore italiano, proprio al fine di creare un segmento di mercato nel quale collocare le società destinate ad avere un impatto positivo su una ampia categoria di soggetti, ha recentemente introdotto nel nostro ordinamento le società *benefit*; società che, come avremo modo di ricordare anche in seguito, nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse.

Un diverso approccio rispetto a quello sopra descritto, e certamente meno rilevante a livello sistematico, è adottato da altra parte della letteratura, la quale propone di incentivare le società ad esplicitare<sup>25</sup> ed estendere il proprio scopo, così da ricomprendere anche un “*social purpose*”, come ora può avvenire in Francia, ove l'art. 1835 del *Code Civil* permette allo statuto di precisare la “*raison d'être*”<sup>26</sup> e l'art. L210-10 del

<sup>20</sup> C. MAYER, *Prosperity. Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, 2018.

<sup>21</sup> C. MAYER, *op. cit.*, 23 e 232.

<sup>22</sup> C. MAYER, *op. cit.*, 12 e 109. Per una critica alle tesi esposte da C. MAYER, si vedano, tra gli altri, nel nostro ordinamento G. FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity*, in *Riv. soc.*, 2020, 27 s.; e M. VENTORUZZO, *Brief Remarks on “Prosperity” by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, *ivi*, 43 s.; e, negli Stati Uniti, J.E. FISCH-S.D. SOLOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, in *Texas L. Review*, 2021, 99, 1309 s., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>23</sup> Si veda, anche, A. EDMANS, *Grow The Pie, How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020, 49 e 58, il quale afferma che: “*company's primary objective is social value rather than profits*”. Questo non vuol dire che il profitto non debba essere ricercato. L'Autore confida che, nel perseguire la sostenibilità ambientale, si possano anche generare effetti positivi in relazione allo scopo di lucro, creando così una “*win-win situation*”. Critico in proposito R. GEYER, *The Business of Less. The Role of Companies and Households on a Planet in Peril*, New York, 2022.

<sup>24</sup> Cfr., in part., U. TOMBARI, “*Potere*” e “*interessi*”, *cit.*, 100 s.

<sup>25</sup> Sull'importanza per le società di esternare ed esplicitare il loro “*purpose*” si sofferma L. FINK, *CEO* di BlackRock, nella lettera inviata nel 2022 ai *CEO* delle società partecipate.

<sup>26</sup> Il nuovo art. 1835 del *Code Civil*, introdotto dalla *Loi* n. 2019-486 del 22 maggio 2019, recita: “*Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect*

*Code Commerce* introduce la “*société à mission*”<sup>27</sup>. Se, quindi, l'intento è quello di inglobare le società ad includere nello scopo (anche) finalità diverse da quella prettamente lucrativa, sembra che questo intento sia già perseguibile alla stregua della normativa attuale, senza dover porre mano a modifiche rilevanti.

Vi sono diverse strade che possono in proposito essere percorse (oltre alla possibilità di dare vita ad un ente del terzo settore o una società cooperativa). Innanzitutto, i soci possono decidere di specificare in statuto tali finalità<sup>28</sup>. È già stato segnalato<sup>29</sup> come nello statuto possano essere previste finalità sociali, purché le stesse non si pongano in contrasto con l'art. 2247 c.c. In altre parole, lo scopo di lucro deve, comunque, essere lo scopo prevalente (a differenza, come vedremo, da quanto può ora accadere nelle società *benefit*). Tale prima opzione determina comunque degli effetti rilevanti: in particolare, per quanto attiene agli amministratori, i quali, appunto, vengono così statutariamente legittimati a realizzare anche finalità sociali. Come vedremo, spetta agli amministratori nella loro discrezionalità decidere come dare attuazione a tali previsioni, ma il fatto che esse siano contenute nello statuto pone in capo agli stessi un vincolo rilevante, dotato di coerenza e stabilità<sup>30</sup>. La possibilità di prevedere fini sociali in statuto sembra, tra l'altro, essere stata espressamente riconosciuta anche dalla normativa in tema di società *benefit*, nell'ambito dell'art. 1, co. 379, legge n. 208/2015, ove si riconosce che le società diverse dalle *benefit*, qualora intendano perseguire anche finalità di beneficio comune, sono tenute a modificare l'atto costitutivo o lo statuto; anche se sul punto non vi è unanimità di vedute, dato che per una certa corrente di pensiero la specificazione in statuto di finalità sociali renderebbe la società automaticamente (società) *benefit*<sup>31</sup>.

Indipendentemente dalla previsione statutaria, si ritiene poi che le società (*rectius*, gli amministratori) possano discrezionalmente decidere di porre in essere atti realizzativi di finalità sociali, purché compatibili con lo scopo lucrativo<sup>32</sup>. E vedremo successivamente come, in determinati casi, la considerazione di profili diversi da aspetti meramente lucrativi, possa apparire certamente opportuna, se non addirittura necessaria, pur trattandosi di una scelta di gestione che, comunque, ricade nella *business judgment rule*.

---

*desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de sono activité*”. V., per tutti, I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, in *Revue des Sociétés*, 2019, 575 s.

<sup>27</sup> Cfr. gli interessanti dati relativi alla diffusione delle *société à mission* contenuti nel *Deuxième Rapport* predisposto dal *Comité de suivi et d'évaluation de la loi Pacte*, settembre 2021, 119 s., rintracciabile al seguente indirizzo: <https://www.strategie.gouv.fr/publications/comite-de-suivi-devaluation-de-loi-pacte-deuxieme-rapport>.

<sup>28</sup> In generale, sugli spazi d'intervento dell'autonomia statutaria nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità, v. M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 475 ss.

<sup>29</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 273 s. In proposito v., anche, M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, cit., 1139 s.; P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *ODS*, 2021, 3, 1123.

<sup>30</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416 s.

<sup>31</sup> V., in part., F. DENOZZA-A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in *ODC*, 2017, 2, 1 s.; di diverso avviso, ad es., M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, cit., 273 s.

<sup>32</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, cit., 273 s.; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, cit., 1143 s.

Infine, e questo aspetto risulta sicuramente rilevante nel deporre a favore dello *status quo*, nel nostro ordinamento, come precedentemente è stato già ricordato, è stata recentemente introdotta la società *benefit*. Questo modello è sicuramente “pensato” per quelle società che intendono perseguire (ed esprimere) finalità sociali<sup>33</sup>. Il ricorso alla società *benefit* produce inoltre importanti conseguenze ed elimina alcuni interrogativi che potrebbero viceversa generarsi nelle società non *benefit*. Innanzitutto è espressamente previsto che la realizzazione di finalità di beneficio comune affianchi legittimamente lo scopo di lucro. Gli amministratori sono così tenuti a compiere un vero e proprio bilanciamento tra interessi lucrativi e “altri” interessi e non può essere escluso che, nell’effettuare il bilanciamento tra interessi diversi e, a volte, confliggenti, lo scopo di lucro possa essere anche subordinato al perseguimento di finalità sociali: questo, come si è detto, non può certo avvenire nelle società non *benefit*<sup>34</sup>. In secondo luogo, le società *benefit* sono sottoposte a precisi obblighi informativi e, pure, ad un *enforcement* pubblico<sup>35</sup>.

In conclusione, quindi, non appare necessario porre mano ad alcuna rilevante modifica legislativa al fine di permettere il perseguimento di finalità sociali. Resta, comunque, da garantire che qualora ciò avvenga, ovvero qualora le società intendano farlo e comunichino tale intenzione, non si tratti di una mera strategia pubblicitaria volta magari a coprire pratiche scorrette. Il tema del *greenwashing* è, infatti, ben presente e impone una attenta considerazione dei possibili rimedi a disposizione.

4. *Il ruolo dei soci-investitori istituzionali.* – Passando ora ad esaminare il ruolo dei soci, è doveroso ricordare come sia in atto un gran dibattito su quale debba essere il ruolo di questi (ovvero di alcuni di essi) ed in che termini sia possibile attribuire agli stessi una funzione c.d. sociale in modo da rafforzare la tutela dei terzi. Certamente verso una rilevante espansione del ruolo dei soci propende il legislatore europeo, il quale, come è noto, attraverso la seconda Direttiva sui diritti degli azionisti (SHRD) 2017/828/UE, ha introdotto delle previsioni (ora recepite nel T.U.I.F.) che non hanno mancato di sollevare alcuni interrogativi. Molto sinteticamente si può ricordare che, in forza della citata Direttiva e ai sensi del nuovo art. 124-*quinquies* T.U.I.F., in capo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi (d’ora in poi, per comodità, ci si riferirà unicamente agli investitori istituzionali, ricomprendendo in tale categoria pure i gestori di attivi) è possibile configurare un dovere di impegnarsi che si esplica principalmente: i) nel monitoraggio delle società partecipate su questioni rilevanti, compresa la strate-

<sup>33</sup> V., in riferimento alle *benefit corporations*, E.B. ROCK, *Business purpose and the objective of the corporation*, in AA.VV., *Research Handbook on Corporate Purpose and Personhood*, by E. POLLMAN-R.B. THOMPSON, 2021, UK, 27 s.

<sup>34</sup> Come è stato segnalato da R. THORELLI, *Providing Clarity for Standard of Conduct for Directors with-in Benefit Corporations: Requiring Priority of a Specific Public Benefit*, in *Minn. Law Rev.*, 2017, 101, 1771, in relazione alle *benefit corporations* statunitensi, vi è una differenza importante tra il dovere di bilanciare e quello di tenere in considerazione: “il dovere di bilanciare implica che occorre attribuire qualche peso ad ogni interesse ed è più incisivo del dovere di considerare perché nel primo ogni interesse deve ricevere una certa attenzione, mentre nel secondo basta considerare ogni interesse, ma poi si può anche scartarlo”.

<sup>35</sup> In argomento, cfr. A. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interesse dei terzi: il ruolo degli amministratori e i profili di responsabilità in Italia e negli Stati Uniti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 40 s.



gia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario; *ii*) nel dialogo con le società partecipate, con gli altri soci e con i pertinenti portatori di interesse; *iii*) nell'esercizio del diritto di voto e degli altri diritti connessi alle azioni. Gli investitori istituzionali possono decidere di non adempiere a tali doveri ma, in tal caso, devono fornire una comunicazione al pubblico spiegando in modo chiaro e motivato le ragioni di tale scelta.

In definitiva, a seguito delle modifiche intervenute, ai soggetti sopra ricordati sembra essere affidato un ruolo molto ampio e ben diverso da quello originariamente pensato per i soci di una società per azioni quotata: monitorare e interagire con gli amministratori e gli altri portatori di interessi su questioni rilevanti, compresi la strategia e l'impatto sociale ed ambientale ed esercitare attivamente i diritti connessi alle azioni (*in primis*, il diritto di voto)<sup>36</sup>.

Individuare un ruolo sociale in capo ai soci – investitori istituzionali suscita, però, alcune perplessità. Innanzitutto ci si pone in contrasto – non solo con quanto genericamente riconosciuto in merito alla posizione di socio: il socio agisce nel proprio interesse ed è pienamente legittima, oltre che economicamente razionale, una sua apatia<sup>37</sup>, – ma anche con quanto pacificamente affermato in relazione agli stessi investitori istituzionali, con riferimento ai quali si è sempre sostenuto che essi debbano agire nel solo interesse dei loro clienti<sup>38</sup>. Le attività dirette a promuovere condotte sostenibili da parte delle società oggetto di investimento comportano la sopportazione di costi non trascurabili che incidono sull'entità dei proventi generati dall'attività di gestione e possono avere degli effetti anche sugli investitori finali (in termini di inferiori rendimenti)<sup>39</sup>.

In secondo luogo, è lecito domandarsi se gli investitori istituzionali (e, in particolare, quelli di dimensioni maggiori) abbiano un effettivo interesse ad intraprendere iniziative (spesso costose) volte a stimolare l'adozione di politiche orientate alla sostenibilità e incentrate sui fattori ambientali, sociali e di *governance* (d'ora in poi richiamati come *ESG*), i benefici delle quali sono destinati a ricadere non soltanto sugli investitori finali, ma sulla collettività in generale, con possibili condotte opportunistiche (riconducibili ad un classico problema di azione collettiva)<sup>40</sup>.

<sup>36</sup> Non a caso si è sottolineato come si sia passati da soci investitori a soci co-gestori (obbligati anche ad occuparsi di tematiche *ESG*): C. TEDESCHI, *La direttiva shareholder right II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 573 e 585, ove il rilievo che la nuova normativa, nel suo complesso, pone le basi per introdurre e riconoscere anche in capo agli investitori istituzionali un principio riferibile alla necessaria attenzione da dedicare agli interessi altri nell'ottica di perpetuazione dell'impresa. V., pure, G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 717 s.

<sup>37</sup> C. ANGELICI, *Principi e problemi*, cit., 106, nota 58.

<sup>38</sup> Sul punto cfr. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance della società*, in AA.VV., *Il Tesoro Unico Finanziario*, diretto da M. CERA-G. PRESTI, Bologna, 2020, II, 1782 s. Interessante in proposito risulta quanto indicato nella lettera inviata nel 2022 ai *CEO* delle società partecipate da L. FINK, *CEO* di BlackRock, in cui si chiarisce come BlackRock, nell'agire nell'interesse dei suoi clienti, ritenga che una particolare attenzione a temi *ESG* possa produrre dei benefici nel lungo periodo per le società e per i soci.

<sup>39</sup> G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 68.

<sup>40</sup> Sempre G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, cit., 68. Il tema è stato sviluppato pure da F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholder*, cit., 457 s.; ID., *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder*

Il fatto poi di ravvisare un dovere di impegnarsi e, più precisamente, un dovere di monitorare e di dialogare con gli amministratori anche con riferimento ad alcuni aspetti cruciali della vita societaria, apre un ulteriore quesito e, cioè, ci si può interrogare come tutto questo incida in relazione al noto riparto di competenze tra soci e amministratori nelle società per azioni<sup>41</sup> e se ed in che termini gli amministratori debbano tenere conto delle indicazioni in proposito derivanti da tali soci<sup>42</sup>. Non a caso è stato recentemente sottolineato<sup>43</sup> come, in tal modo, si imponga ai soci di fare qualcosa di diverso da quanto di norma è richiesto ai soci di fare e come, in generale, questo possa indebolire il ruolo centrale attribuito all'organo amministrativo, cui, come è noto, spetta prendere le decisioni gestorie e, conseguentemente, assumersene la responsabilità (nei limiti della *business judgment rule*)<sup>44</sup>.

Non è questa la sede, come anticipato, per approfondire i temi appena accennati. Ci si limita a segnalare l'opportunità di (non proseguire ulteriormente nella strada tracciata dalla normativa europea e) rispettare, invece, il ruolo "tradizionale" assegnato ai soci e il (delicato) equilibrio tra i poteri e, soprattutto, tra soci e amministratori. In altre parole, non appare auspicabile attribuire *ex lege* ai soci – investitori qualificati un ruolo sociale; innegabili problemi ed inconvenienti sconsigliano, infatti, di dare corso ad ulteriori interventi normativi in tal senso.

---

*empowerment*, in ODC, 2021, 1, 29 s.; e R. SACCHI, *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, in AA.VV., *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, cit., 485 s.; ID., *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in ODC, 2021, 2, 581 s. V., da ultimo, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in Riv. soc., 2021, 1350 s., il quale, al fine di promuovere l'*engagement* degli investitori istituzionali, propone di garantire a questi ultimi un accesso privilegiato ad informazioni "private" delle società partecipate.

<sup>41</sup> C. TEDESCHI, *op. cit.*, 575, la quale segnala come questa pratica, se non ben gestita, favorisca, quando unita ad altri fattori, l'emersione di un potere di orientamento degli investitori istituzionali che potrebbe condizionare i soggetti che gestiscono; v., pure, G. MOLLO, *Il ruolo del socio nella gestione della s.p.a. quotata*, Napoli, 2018, 161, ove il rilievo di come si sia determinato un nuovo assetto dello "shareholder power" cui farebbe seguito un arretramento del potere degli amministratori. Sul rischio che un coinvolgimento dei soci (in particolare attraverso un voto consultivo in assemblea sulla politica ambientale) possa determinare un effetto anche strutturale sulla ripartizione di competenze tra consiglio e assemblea si esprime anche il COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione annuale 2021 sull'evoluzione della Corporate Governance delle società quotate*, 2021, 25 s.; ripreso poi da P. MARCHETTI, *Sull'attuazione del Codice di Corporate Governance*, in Riv. soc., 2021, 1417.

<sup>42</sup> Secondo M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in AA.VV., *Il Testo Unico Finanziario*, cit., 1236 s., l'organo assembleare in una società quotata dovrebbe fungere essenzialmente da sede nella quale gli investitori istituzionali possono canalizzare le proprie opinioni sulle strategie imprenditoriali perseguite dagli amministratori e concorrere in definitiva a orientarne le scelte di gestione. Questa funzione di indirizzo dovrebbe – sempre secondo M. MAUGERI, *Lo statuto delle società*, cit., 1237 – riguardare anche la considerazione di interessi altri e, finanche, di aspettative di carattere sociale o ambientale. In tal modo si introdurrebbe un dovere per gli amministratori di bilanciare simili interessi con l'obiettivo dell'incremento di valore della partecipazione, quando questa preferenza sia stata segnalata dagli stessi investitori in sede assembleare.

<sup>43</sup> Da E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, edited by J.N. GORDON-W. RINGE, Oxford, 2018, 386.

<sup>44</sup> Sul punto, cfr. l'interessante caso giurisprudenziale, deciso nel 2018 dalla *Court of Chancery* del Delaware, *In re PLX Technology Inc. S'holders Litig.*, C.A. No. 9880-VCL (Del. Ch. 16/10/2018) (pubblicato anche in RDS, 2020, 207 s., con commento di P. FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*), ove si è ipotizzata la responsabilità del socio "attivista" per aver indotto gli amministratori ad assumere una decisione "errata".

D'altro canto, occorre evitare di pervenire necessariamente ad un giudizio negativo in merito al contributo che gli investitori istituzionali (e non solo: negli ultimi tempi anche l'attenzione degli investitori *retail* per tematiche *ESG* è cresciuta in termini rilevanti)<sup>45</sup> potrebbero volontariamente dare nella tutela degli interessi dei terzi e, soprattutto, nell'indirizzare la società (e gli amministratori) verso fattori *ESG*<sup>46</sup>. Non sembra, quindi, condivisibile la proposta di restringere le competenze decisorie dei soci<sup>47</sup>. Si tratta, invece, di verificare fino a che punto i soci possano, nell'attuale contesto normativo, dare indicazioni agli amministratori con riferimento ad aspetti *ESG* e fino a che punto gli amministratori ne debbano tenere conto<sup>48</sup>.

Molteplici appaiono allo stato gli strumenti utilizzabili dai soci per indirizzare gli amministratori al riguardo: ad esempio, con l'introduzione di specifiche previsioni statutarie, come sopra si visto, e anche attraverso l'approvazione, *ex art.* 123-*ter* T.U.I.F., di una politica di remunerazione legata al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. Inoltre è ormai sempre più diffusa la constatazione di come, nelle società quotate, alcuni soci (il riferimento è ancora una volta agli investitori istituzionali) intrattengano un confronto sistematico e puntuale con gli amministratori su molteplici aspetti della gestione e degli indirizzi strategici da adottare<sup>49</sup>. Il tutto avviene il più delle volte attraverso dialoghi extrasassembleari, dando luogo a degli interrogativi in merito alla traspa-

---

<sup>45</sup> V. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, cit., 63, il quale ricorda come una larga parte degli investitori *retail* alloca il proprio capitale in strategie di investimento sostenibili. Sul punto si veda, pure, quanto affermato da L. FINK, *CEO* di BlackRock, nella lettera inviata nel 2022 ai *CEO* delle società partecipate, in cui ci si impegna a dare anche agli *individual investors* la possibilità di esprimere la loro opinione con riferimento a tematiche *ESG*.

<sup>46</sup> Cfr., da ultimo, G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 s. In generale, sul ruolo esercitato dagli investitori istituzionali (gruppo, in verità, eterogeneo con differenti interessi e propensioni) e sugli effetti (non sempre negativi) che una partecipazione "attiva" potrebbe determinare nell'ambito delle società quotate, la letteratura è davvero vasta. Per i necessari riferimenti bibliografici, v. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance della società*, cit., 1777, note 22 e 23.

<sup>47</sup> R. SACCHI, *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, cit., 485 s.; ID., *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, cit., 581 s.; sul punto, v. le considerazioni svolte da L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, cit., 57 s.

<sup>48</sup> Il fatto che gli investitori istituzionali siano consigliati frequentemente nell'esercizio del diritto di voto dai c.d. *proxy advisors* solleva, poi, alcuni interrogativi. In particolare, sarebbe interessante verificare se ed in che termini i *proxy advisors* intendano dare indicazioni di voto (troppo spesso "routinarie e standardizzate": G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, 119) in riferimento a tematiche *ESG*, nella consapevolezza – come da più parti segnalato (M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *ODC*, 2016, 1, 1 s.; C. TEDESCHI, *op. cit.*, 579) – che il fine ultimo del voto dovrebbe essere rappresentato (e, quindi, l'interesse che i *proxy advisors* dovrebbe considerare nel fornire le indicazioni di voto) dall'interesse dei partecipanti al fondo.

<sup>49</sup> P. MONTALENTI, *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 13 s.; ID., *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 231 s.; sui colloqui tra investitori e società, vedi, pure, G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 382 s.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 s. Per una "rivalutazione" del dialogo tra investitori istituzionali e amministratori v., però, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement*, cit., 1350 s.; G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 695 s.; M. BIANCHI-MILIC, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1324 s.

renza<sup>50</sup> e al rispetto della parità di trattamento<sup>51</sup> e con inevitabili riflessi sul ruolo e sul “peso” dell’assemblea. Come è stato osservato<sup>52</sup> il diffondersi di tale prassi fa sì che il confronto con i soci principali (ossia soci di controllo e le minoranze rilevanti, quali normalmente gli investitori istituzionali) si svolga regolarmente in occasione di incontri riservati, determinando un progressivo svuotamento del ruolo dell’assemblea, la quale sembra destinata a costituire la sede di confronto soltanto qualora le istanze presentate in sede extrassembleare non trovino accoglimento. La consultazione di tutti i soci in assemblea fa sì, invece, che l’informazione non resti riservata ad alcuni interlocutori privilegiati, ma sia estesa a tutti gli azionisti.

Resta allora da vedere se le disposizioni attualmente in vigore permettano ai soci di coinvolgere l’assemblea su temi *ESG*: le norme rilevanti appaiono essere l’art. 2367 c.c., in tema di convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci, e l’art. 126-*bis* T.U.I.F., relativo all’integrazione dell’ordine del giorno. Secondo una diffusa corrente di pensiero, ai sensi delle norme ora richiamate: a) l’assemblea non potrebbe essere coinvolta su tematiche che rientrano nella competenza esclusiva degli amministratori<sup>53</sup> e b) non vi sarebbe neppure spazio per una competenza meramente cognitiva<sup>54</sup>. In forza di tale insegnamento, si è così pervenuti a negare che, ai sensi dell’art. 126-*bis* T.U.I.F., “il potere propositivo dei soci possa essere utilizzato per portare in assemblea questioni legate a profili di responsabilità sociale dell’impresa. Più che la presunta estraneità di simili tematiche all’interesse sociale, oggi sempre meno scontata, rileva proprio la loro normale attinenza alla materia gestionale”<sup>55</sup>.

Alle conclusioni sopra richiamate è stato, però, replicato rilevando come non sia rintracciabile alcun principio per cui la valutazione delle scelte gestionali debba essere lasciata ai rapporti confidenziali tra gli amministratori e soci, e non anche al dibattito

<sup>50</sup> In argomento cfr., ad es., M. STELLA RICHTER JR-L. MARCHEGIANI, *Motivazioni delle decisioni e opinioni degli amministratori tra pubblicità e riservatezza*, in AA.VV., *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, 144, i quali auspicano che la espressione di posizioni e valutazioni, anche individuali, in occasione dei dialoghi tra amministratori e investitori sia inserita nell’ambito di idonee misure di trasparenza da realizzarsi – tipicamente – attraverso la relazione annuale sulla *corporate governance*.

<sup>51</sup> Il Codice di *corporate governance* del 2020, nell’art. 1, Principio IV, segnala come “l’organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti”. Al riguardo, interessanti appaiono le soluzioni proposte da ASSONIME, *Principles for Listed Companies’ Dialogue with Investors*, Circolare n. 23, 19/7/2021, in *Riv. soc.*, 2021, 1393 s., volte a regolamentare il dialogo con gli investitori.

<sup>52</sup> G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 382 s.

<sup>53</sup> V., con riferimento all’art. 2367 c.c., L. MARCHEGIANI, *La convocazione dell’assemblea*, in AA.VV., *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di N. CIOCCA-G. MARASÀ, Torino, 2015, 57; e all’art. 126-*bis* T.U.I.F., F. MARTINO, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, in AA.VV., *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, cit., 106.

<sup>54</sup> Così P. MARCHETTI, *Commento all’art. 2367 c.c.*, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, *Assemblea*, a cura di A. PICCIAU, Milano, 2008, 75.

<sup>55</sup> In questi termini S. ROSSI, *Integrazione dell’ordine del giorno dell’assemblea nelle società quotate*, in AA.VV., *La tutela del risparmio nella riforma dell’ordinamento finanziario*, a cura di L. DE ANGELIS-N. RONDINONE, Torino, 2008, 41, nota 25. In argomento cfr., pure, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement*, cit., 1350 s., in part. nt. 56, il quale, da un lato, si domanda se i soci siano legittimati ai sensi dell’art. 2367 c.c. a richiedere la convocazione di una apposita assemblea per discutere temi ambientali o sociali, dall’altro lato, segnala che, qualora ciò fosse ritenuto possibile, si creerebbe un ampliamento potenziale della conflittualità endosocietaria.

assembleare sollecitato dalla minoranza<sup>56</sup>. In definitiva, non si dovrebbe impedire all'assemblea di formulare raccomandazioni o pareri sui futuri programmi di gestione o sull'opportunità di compiere determinati atti di impresa<sup>57</sup>. Tali deliberazioni, seppure prive di efficacia vincolante, potrebbero esprimere gli orientamenti della compagine sociale su determinate scelte imprenditoriali o sui futuri indirizzi di gestione. Tanto detto, e senza poterci soffermare oltre, può solo essere interessante ricordare la sempre più diffusa utilizzazione dei c.d. *shareholders proposals* con riferimento ai temi *ESG* negli Stati Uniti<sup>58</sup>, ove la disciplina in vigore (si veda la *Rule* 14a-8 introdotta dalla SEC e modificata nel 2020) consente agli azionisti di formulare proposte anche su materie riservate agli amministratori, escludendo soltanto quelle relative all'*ordinary course of business*, risultando tali proposte non vincolanti per gli amministratori e ponendosi, invece, come semplici raccomandazioni o suggerimenti.

5. *Gli amministratori e i fattori ESG*. – Anche con riferimento agli amministratori le proposte volte a modificare l'attuale impianto normativo appaiono davvero molteplici e non prive di risvolti sistematici rilevanti. È opportuno, ad esempio, richiamare le iniziative che la Commissione europea intende porre in essere. Innanzitutto, occorre segnalare lo Studio EU Commission-EY (*Study on directors duties and sustainable corporate governance. Final report*, luglio 2020) cui sono state indirizzate accese critiche<sup>59</sup>. In particolare, in questo Studio si propone di procedere ad una maggiore articolazione dei doveri fiduciari degli amministratori, attraverso la previsione di un vero e proprio dovere di orientare le scelte verso finalità di carattere sociale (con l'inserimento così degli interessi degli *stakeholders* tra gli obiettivi dell'azione); soluzione condivisa in Italia da Assonime, nell'ambito di un lungo Rapporto apparso nel marzo del 2021 dal titolo "*Doveri degli amministratori e sostenibilità*"<sup>60</sup>. Si consideri, poi, la Risoluzione adottata dal Parlamento europeo, in data 10 marzo 2021, contenente Raccomandazioni alla Commissione Eu-

<sup>56</sup> P. FIORIO, *Commento all'art. 2367 c.c.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, I, Bologna, 2004, 519. Per un recente tentativo di ridare centralità alla riunione assembleare v. A.M. LUCIANO, *Riunione assembleare e diritto d'intervento. Collegialità e tecnologia nel diritto azionario*, Milano, 2022, in part. 269 s.; G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 189 s.

<sup>57</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 115.

<sup>58</sup> V., tra gli altri, J.E. FISCH-S.D. SOLOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, cit., 1309 s.; P. REALI-J. GRZECH-A. GARCIA, *ESG: Investors Increasingly Seek Accountability and Outcomes*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, consultabile in <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/25/esg-investors-increasingly-seek-accountability-and-outcomes/> e, nel nostro ordinamento, S. ROSSI, *op. cit.*, 35 s.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, cit., 52, il quale ricorda che, negli Stati Uniti, numerosi investitori hanno presentato *shareholder proposals* per sollecitare l'effettivo rispetto dello *statement* della *Business Roundtable* da parte delle società aderenti.

<sup>59</sup> Per i necessari riferimenti cfr., ad es., M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 27, nota 35. V., pure, da ultimo E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 30 s.

<sup>60</sup> ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Note e studi, 6/2021, 24 marzo 2021, in *Riv. soc.*, 2021, 387 s., ove si propone una ridefinizione dei doveri di comportamento degli amministratori, pur non auspicandosi l'estensione dell'*enforcement* da parte dei terzi.

ropea concernenti la “*due diligence*” lungo l’intera catena di approvvigionamento e la responsabilità delle imprese<sup>61</sup>, nonché la recente Proposta per una Direttiva Europea in tema di “*Corporate Sustainability Due Diligence*” del 23 febbraio 2022.

Non è questa la sede per occuparsi estensivamente di tale Proposta, ma è sufficiente segnalare come la stessa, qualora adottata, possa incidere nelle società di rilevanti dimensioni sui doveri degli amministratori, cui dovrebbe, per l’appunto, spettare il compito di implementare (una volta consultati gli *stakeholders*) e supervisionare una “*due diligence*” in merito al rispetto dei diritti umani e dell’ambiente (art. 26)<sup>62</sup>. Sempre nella stessa Proposta si riconosce come competenti agli amministratori, nell’agire nel migliore interesse della società, tenere in considerazione le conseguenze delle loro decisioni su aspetti della sostenibilità, come i diritti umani, il cambiamento climatico e le ripercussioni ambientali, in un orizzonte temporale sia di breve, che di medio e lungo termine (art. 25).

Pure nel nostro Codice di *Corporate Governance*, così come modificato nel 2020, si è sentita la necessità – sulla scia di quanto avvenuto, a livello di normativa primaria, in altri Paesi: si pensi alla *Section 172 del Companies Act 2006* inglese<sup>63</sup> e all’art. 1833 del *Code civil* francese, recentemente modificato<sup>64</sup> – di precisare, nell’art. 1, Principio I, che: “L’organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo *sostenibile*” (corsivo aggiunto), inteso come “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società” e, nel Principio II, che le strategie della società devono essere definite in coerenza, appunto, con il suddetto Principio I<sup>65</sup>. La scelta se dar corso a tali Principi spetta agli amministratori. I soci possono però decidere di recepire direttamente in statuto le prescrizioni del Codice; e questo può riguardare anche l’impegno a realizzare un modello di impresa orientato al perseguimento del successo sostenibile, così da “condizionare” maggiormente l’operato degli amministratori. Ed è quanto già avvenuto in relazione a diverse società quotate<sup>66</sup>.

Il Codice di *Corporate Governance* orienta così la strategia dell’organo gestorio alla sostenibilità<sup>67</sup>. Il riferimento alla sostenibilità desta, però, alcuni interrogativi: in primo luogo dovuti alla vaghezza e indeterminabilità dello stesso concetto di sostenibi-

<sup>61</sup> La Risoluzione è consultabile in *Riv. soc.*, 2021, 426. Si vedano anche i contributi contenuti nel medesimo fascicolo e dedicati alla suddetta Risoluzione.

<sup>62</sup> Per non parlare poi dell’impatto che tale Proposta, se attuata, potrebbe avere per le stesse società, le quali potrebbero essere tenute a modificare le proprie attività (ad esempio, se produttive di esternalità negative per l’ambiente) ovvero a cambiare fornitore (ad esempio, se non rispettoso di dati *standard* di tutela ambientale). Per un tentativo di “ridimensionamento” dell’impatto che la normativa europea in tema di *due diligence* potrebbe avere sulla *governance* delle società v., però, E. BARCELLONA, *op. cit.*, 12 s.; ID., *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al “profitto”*, Milano, 2022, 171 s.

<sup>63</sup> È in corso un ampio dibattito sulla opportunità di modificare la *Section 172 del Companies Act*: v., in part., le proposte avanzate da *BBA Coalition* (e consultabili al seguente indirizzo: <https://betterbusinessact.org/>).

<sup>64</sup> L’art. 1833 del *Code civil* stabilisce che “*la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*”.

<sup>65</sup> Altri riferimenti sono, ad esempio, contenuti nelle Raccomandazioni di cui al medesimo art. 1 del Codice di *Corporate Governance*, ove tra l’altro è auspicata, Racc. 1 n. (a), la creazione di un comitato che dovrebbe occuparsi di “i temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine”.

<sup>66</sup> V. gli statuti di Sesa s.p.a. e di Snam s.p.a.

<sup>67</sup> Così R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020, 126. In generale, cfr. P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell’impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 79 s.

lità<sup>68</sup>, che renderà difficile, nella pratica, declinare tale obiettivo e, soprattutto, motivare anno per anno e in concreto l'azione gestoria in siffatta ottica<sup>69</sup>. È stato poi segnalato come la sostenibilità presupponga, comunque, una condotta con esiti positivi (non a caso si parla di "successo" sostenibile) sul piano economico, e come essa non implichi un mutamento di prospettiva per le società quotate, che devono pur rispondere ad investitori interessati principalmente ai risultati economico-patrimoniali. La sostenibilità, dunque, pare doversi ritenere una sorta di ombrello che deve accompagnare gli amministratori nella ricerca del profitto, più che un vero limite alla loro azione<sup>70</sup>.

Quest'ultimo rilievo ci induce, così, ad una considerazione più generale. In attesa di vedere se le proposte a livello europeo, sopra richiamate, verranno attuate, è interessante chiedersi se non sia già possibile (e finanche doveroso) per gli amministratori di una società quotata considerare profili *ESG* e tenere conto degli interessi dei terzi<sup>71</sup>. A questo proposito, e fermo restando che il tema richiederebbe ovviamente spazi ben maggiori di quelli permessi da questo scritto, è sufficiente segnalare che, nella nostra letteratura, è stato ricordato<sup>72</sup> come l'esigenza di una attenta considerazione di tutti gli interessi, ivi compresi quelli diversi dai soci, sembri già risultare implicita e inevitabile nella gestione dell'impresa ed inclusa nei compiti affidati agli amministratori di tutte le società di capitali e, in particolare, delle società per azioni quotate. Gli amministratori devono tener conto degli interessi degli investitori nel capitale di rischio; soppesando tuttavia tali interessi con quelli di clienti, lavoratori, fornitori, altri finanziatori a diverso titolo, e della comunità in generale. Se e come tali interessi – a volte concorrenti, a volte conflittuali – siano considerati è l'essenza stessa della gestione, è il nucleo del potere, della discrezionalità e della responsabilità di chi siede in un consiglio di amministrazione<sup>73</sup>. Non è, quindi, affatto da escludere che una gestione socialmente responsabile possa risultare suggerita proprio dalla *business judgment rule*<sup>74</sup>. Fermo, comunque, restando che ogni decisione in proposito deve necessariamente rientrare, come ogni scelta di vertice della conduzione della società, nella discrezionalità che contradd-

<sup>68</sup> In argomento v., per tutti, M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., 31 s. il quale segnala come vi sia una profonda differenza tra sostenibilità intesa come stabilità aziendale e sostenibilità socio-ambientale.

<sup>69</sup> M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2 ed., 2020, 127. Sul punto, cfr., pure, P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 s., secondo il quale il problema che il nuovo parametro solleva consiste nella possibilità di oggettivare in modo misurabile i traguardi di sostenibilità sui quali determinare il successo o l'insuccesso.

<sup>70</sup> M. CERA, *op. cit.*, 127.

<sup>71</sup> Rileva P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, cit., 240 s., come numerose disposizioni del nostro ordinamento facciano risaltare l'emersione degli interessi degli *stakeholders* quali elementi rilevanti della gestione sociale.

<sup>72</sup> Cfr., per tutti, C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 219.

<sup>73</sup> In questi termini, M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, cit., 441; si veda, pure R. ROLLI, *op. cit.*, 126, per il quale gli amministratori, nell'esercizio dei poteri gestori, devono considerare non solo i vari interessi dei soci, ma, anche, gli interessi degli *stakeholders* ritenuti rilevanti per l'impresa. Alla stessa conclusione si perviene anche negli Stati Uniti, cfr., ad es., J.E. FISCH-S.D. SOLOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, cit., 1309 s.; E.B. ROCK, *For Whom Is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*, in *The Business Lawyer*, 2021, 76, 375, ove ulteriori riferimenti.

<sup>74</sup> G. PALMIERI, *op. cit.*, 37. Pure M. LIBERTINI, *op. cit.*, 1 s. segnala che la cura di interessi degli *stakeholders* è legittima alla stregua della *business judgment rule*.

distingue – e deve contraddistinguere – l’operato dell’organo amministrativo, cui spetta prendere le decisioni e assumerne le responsabilità.

Si tratta solo di garantire che gli amministratori dispongano di tutte le informazioni necessarie al fine di adottare decisioni ponderate in argomento<sup>75</sup>. Aspetto, questo, non trascurabile e considerato talmente rilevante da un illustre Autore<sup>76</sup> da indurlo ad auspicare l’introduzione di previsioni volte a garantire agli *stakeholders* il diritto di nominare propri rappresentanti nell’organo di gestione, in modo che i diversi interessi rilevanti possano essere adeguatamente presentati. La proposta in questione – che attribuisce un ruolo nella società a soggetti “terzi” (come avviene quando sono imposte forme di *Mitbestimmung* e come pure si verifica in ipotesi come quella prevista nell’art. 2349, co. 2, c.c.)<sup>77</sup> e trova, in verità, spunto anche in una precisa norma della nostra Costituzione, l’art. 46, che riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge, alla gestione delle aziende – non appare auspicabile, almeno nell’immediato<sup>78</sup>. Appaiono, infatti, troppi gli aspetti applicativi ancora da decifrare (a quali terzi attribuire il diritto di voto e a chi spetta scegliere, quali i doveri facenti capo a tali amministratori)<sup>79</sup> e non ben rappresentati le conseguenze e i rischi derivanti dall’accoglimento della stessa<sup>80</sup>.

<sup>75</sup> Si ricordi che lo stesso Codice di *Corporate Governance* prevede, nell’art. 1, Principio IV, che l’organo di amministrazione promuova, nelle forme più opportune, il dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società. Un ausilio in proposito potrebbe derivare anche dalla creazione di un comitato deputato a valutare temi *ESG* e lo stesso Codice di *Corporate Governance* auspica, come indicato precedentemente nella nota 65, nell’art. 1, Racc. I n. (a), la creazione di un comitato che dovrebbe occuparsi de “i temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine”. Seppure sia stato recentemente affermato (da M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate*, cit., 416 s.) che il comitato *ESG* o sostenibilità dovrebbe avere un ruolo marginale, dato che le materie *ESG* o il tema della sostenibilità finiscono per risolversi necessariamente in scelte strategiche di vertice della conduzione della società (esse non sono che la politica della società, la quale non può che essere nella sua interezza oggetto di approfondimento e discussione da parte dell’organo amministrativo nel suo complesso), è anche vero che il ruolo dei comitati è proprio quello di doversi occupare di materie complesse (quali quelle in oggetto) che necessitano di istruzione e ponderazione preventiva (così M. CERA, *op. cit.*, 131 s., il quale segnala pure come la partecipazione ai comitati favorisca quell’agire informato che, ai sensi dell’art. 2381, co. 6, c.c., costituisce il primo precetto per ogni amministratore).

<sup>76</sup> F. DENOZZA, il quale, pure avendo segnalato (in *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *ODC*, 2019, 3, 589 s.) che “la partecipazione dei lavoratori ai consigli di amministrazione ha finora dato risultati non particolarmente incoraggianti”, propone negli scritti più recenti (v., ad es., *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholder*, cit., 457 s.; *ID.*, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, cit., 29 s.) l’attribuzione di poteri di *voice* agli *stakeholders* all’interno dell’organizzazione societaria e, finanche, prospetta di concedere agli stessi *stakeholders* la possibilità di nominare propri rappresentanti negli organi amministrativi; per una critica al riguardo v., per tutti, R. SACCHI, *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, cit., 485 s.; *ID.*, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, cit., 581 s.

<sup>77</sup> In argomento v. C. ANGELICI, *Principi e problemi*, cit., 347 e 388, nota 96, il quale sottolinea come, nei casi citati nel testo, si ponga un problema di equilibrio fra la tendenza a rappresentare gli interessi di cui si è espressione e l’esigenza che non si pregiudichi in tal modo la funzionalità complessiva della società.

<sup>78</sup> Si veda pure T. PIKETTY, negli scritti sopra citati in nota 9, il quale propone un “socialismo partecipativo” con una divisione paritaria tra dipendenti e azionisti dei diritti di voto per la gestione delle imprese private.

<sup>79</sup> Sul punto cfr., ancora, R. SACCHI, *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, cit., 485 s.; *ID.*, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, cit., 581 s.

<sup>80</sup> In argomento, cfr., pure, le perplessità avanzate, negli Stati Uniti, da L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *op. cit.*, 56. Per una ricostruzione favorevole ad applicare modelli di codeterminazione, v., però, G.M. HAYDEN-M.T. BODIE, *Codetermination in Theory and Practice*, in *Florida L. Review*, 2021, 73, 322 s.



6. *Conclusioni.* – L'analisi, sia pure molto semplificata sopra svolta, ci porta necessariamente ad una conclusione e, prima di tutto, ad una avvertenza. Ogni possibile proposta di modifica normativa in grado di incidere sui caratteri essenziali delle società per azioni dovrebbe essere attentamente valutata<sup>81</sup>. Attribuire ai soci un ruolo diverso da quello generalmente loro riconosciuto, modificare il delicato assetto dei poteri e il riparto di competenze, ampliare estensivamente i doveri fiduciari degli amministratori, potrebbero determinare delle conseguenze rilevanti e ancora non del tutto decifrabili<sup>82</sup>.

Si consideri poi che imporre alle società una funzione sociale potrebbe porsi in contrasto con i principi della nostra Costituzione. È stato, infatti, chiarito che l'art. 41, co. 2, Cost. – nel prevedere che l'iniziativa economica non possa svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana – vieta modalità che siano o contrastanti con l'utilità sociale o fonte di danni per taluni beni, ma esso non introduce un controllo sugli scopi perseguiti, né un sindacato di merito: l'impresa non è più (a differenza di quanto avveniva nel sistema corporativo) chiamata a svolgere una funzione<sup>83</sup>. In definitiva, non si possono trarre elementi dall'art. 41 Cost. a sostegno dell'esistenza di vincoli funzionali di matrice pubblicistica incidenti sull'attività svolta da società di diritto comune<sup>84</sup>.

Sembra, quindi, preferibile ritenere che le istanze di giustizia sociale che il libero mercato necessariamente solleva e ancor di più esasperate da momenti di crisi globali debbano essere tutelate principalmente attraverso interventi appositi (statali o sovranazionali) in grado di intervenire esternamente (normativa ambientale, diritto tributario, diritto del lavoro)<sup>85</sup>.

---

<sup>81</sup> G. PALMIERI, *op. cit.*, 37 s., osserva come porre funzioni sociali in capo alle imprese in questo momento di pandemia possa avere delle conseguenze nefaste sull'economia.

<sup>82</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., 23, 45 e 50, il quale osserva come sia molto delicato adottare soluzioni che pretendano di affidare il perseguimento e la tutela di interessi sociali e ambientali essenzialmente a meccanismi di diritto societario e come non sia male tenere sempre a mente i limiti intrinseci di affidarsi per tutelare ciò che a tutti preme sia difeso sul lungo periodo alle stesse società e a quelle che vi investono per gestire il risparmio altrui.

<sup>83</sup> Così N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, cit., 68 e 78. In argomento v., pure, M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., 23. Di diverso avviso, sembrerebbe, invece, P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., 343.

<sup>84</sup> In questi termini, G. PALMIERI, *op. cit.*, 29. Cfr., anche, E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance*, cit., 33 s.; ID., *Shareholderism versus Stakeholderism*, cit., 208 s.; G. MARASÀ, *Le società: profili sistematici e funzione*, in AA.VV., *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Milano, I, 2022, 141.

<sup>85</sup> V., ancora, G. PALMIERI, *op. cit.*, 23 s., il quale rileva come si sia tentato di scaricare su strutture privatistiche, come le società, le funzioni, le responsabilità e, soprattutto, i costi relativi ad attività, di carattere assistenziale e/o benefico, per loro natura estranee a modelli associativi connotati da uno scopo egoistico. Negli Stati Uniti è stato da più parti segnalato come una riforma del diritto societario potrebbe disincentivare altri ben più importanti interventi legislativi: v. J.N. GORDON, *Addressing Economic Insecurity: Why Social Insurance Is Better Than Corporate Governance Reform*, in *The CLS Blue Sky Blog*, 21 agosto 2019; M. GATTI-C. ONDERSMA, *Can A Broader Corporate Purpose Redress Inequality? The Stakeholder Approach Chimera*, in *The Journal of Corporation Law*, 2020, 46, 9 e 67; E.B. ROCK, *For Whom Is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*, cit., 394 s.; L.A. BEBCHUK-R. TALLARITA, *op. cit.*, 5 e 60 s. Da ultimo, si veda pure quanto affermato da L. FINK, CEO di BlackRock, nella lettera inviata nel 2022 ai CEO delle società partecipate in cui si riconosce l'importanza di un intervento dello Stato in argomento.

L'esclusione di una "funzionalizzazione" dell'impresa privata non pregiudica, però, come recentemente è stato sottolineato, la possibilità che siano le società stesse – anche al fine di risultare più "appetibili" verso particolari soci (sia istituzionali, sia *retail*) interessati ad aspetti *ESG* e, pure, sollecitate proprio da questi – ad adeguare, su base volontaria, le linee di indirizzo dell'attività produttiva e della struttura organizzativa alle esigenze sociali<sup>86</sup>. E, come si è visto, ampi sono già i margini per poterlo fare.

---

<sup>86</sup> In questi termini, G. PALMIERI, *op. cit.*, 32 s.

# DOTTRINA SOCIALE DELLA CHIESA, SVILUPPO E FINANZA SOSTENIBILI: CONTRIBUTI RECENTI

di *Marco Cian*

SOMMARIO: 1. “Un patto per cambiare l’economia”. – 2. Premesse di metodo: neoliberalismo e “ordine oggettivo della sapienza morale”. – 3. Diritto dell’impresa e diritto dei mercati: opzioni di riforma. – 4. Statuto societario e etica dell’impresa: oggetto, scopo, modalità di gestione. – 5. Statuto societario e struttura di *governance*. – 6. Doveri degli amministratori e interesse sociale. – 7. Trasparenza dei mercati e induzione alla sostenibilità. – 8. Concorrenza, posizioni dominanti, “biodiversità” produttiva e finanziaria. – 9. Conclusioni (prospettiche).

1. “*Un patto per cambiare l’economia*”. – Il movimento per la sostenibilità dello sviluppo economico e finanziario del pianeta raccoglie ormai un numero incalcolabile di adepti tra studiosi, esponenti del mondo imprenditoriale, culturale e politico, enti rappresentativi, centri di ricerca, organismi nazionali e sovranazionali, e ha prodotto a profusione documenti di ogni tipo, che abbracciano studi scientifici, *report* istituzionali, proposte legislative, manifesti programmatici, relazioni societarie.

In questa babele di voci e posizioni, tra le quali se ne annidano alcune senz’altro poco feconde e altre della cui onestà di intenti o quantomeno della cui rappresentatività si può dubitare<sup>1</sup>, merita sicuramente attenzione l’impegno assunto dalle istituzioni della Chiesa cattolica: l’obiettivo, promuovere un’economia più giusta, a tutela dell’ambiente e degli emarginati, della biodiversità e delle culture locali, della dignità e libertà della persona umana.

L’interesse e gli interventi vaticani in questo ambito non sono certo recenti, ma le iniziative dell’ultimo decennio e specialmente degli ultimi anni, sotto il pontificato di Francesco, paiono essersi intensificate e hanno raggiunto un ragguardevole livello di approfondimento e di pervasività, concretizzandosi fra l’altro in analisi e documenti che rappresentano senza dubbio un valido terreno di confronto per chiunque voglia in-

---

<sup>1</sup> Come si è dubitato, ad esempio, della recente Dichiarazione di principio resa dalla *Business Roundtable*, che si può leggere in *Riv. soc.*, 2019, 1311 s., e su cui v., anche per ulteriori riferimenti, P.G. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, *ivi*, 1303 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d’impresa della Business Roundtable*, in *ODC*, 3, 2019, 627 ss.; AA.VV., *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci* (a cura di A. PERRONE), in *ODC*, 3, 2019, 589 ss.; M. MAUGERI, “*Pluralismo*” e “*monismo*” nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in *ODC*, 3, 2019, 637 ss.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell’ultima lettera annuale di Blackrock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 s. Da più parti, in generale, si sottolinea che l’istanza verso una maggiore sostenibilità delle imprese, quando viene sostenuta dalle stesse élites imprenditoriali, è forse funzionale ad acquisire maggiori spazi di potere o a prevenire sgradite riforme normative: C. ANGELICI, “*Potere*” e “*interessi*” nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 4 s.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall’organizzazione al mercato*, in *ODC*, 3, 2019, 621 s.

dagare senza preconcetti i temi della responsabilità sociale dell'impresa, della finanza sostenibile e dei modelli neoliberali di mercato.

La più recente iniziativa in ordine di tempo è culminata nel convegno internazionale *Economy of Francesco*, promosso dall'attuale Pontefice nel maggio 2019<sup>2</sup> e svoltosi online (dopo il posticipo imposto dall'esplosione della pandemia) nel novembre del 2020<sup>3</sup>. Di poco precedente è l'articolato e interessante *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones – Considerazioni per un discernimento etico circa alcuni aspetti dell'attuale sistema economico-finanziario*, preparato dalla Congregazione per la dottrina della fede con il Dicastero per il servizio dello sviluppo umano integrale e rilasciato il 6 gennaio 2018. Entrambe le iniziative si riallacciano con evidenza alle riflessioni promosse da Francesco e, poco prima, da Benedetto XVI rispettivamente nelle Lettere Encicliche *Laudato si'* (2015) e *Caritas in veritate* (2009), quest'ultima in special modo lucidamente attenta ai multiformi scenari dischiusi dagli attuali modelli economici e alle relative implicazioni, mentre la prima si focalizza maggiormente sui temi della tutela ambientale, pur essendo tutt'altro che priva di considerazioni di portata più generale.

La finalità di queste iniziative (e specie delle più recenti) è dichiaratamente quella di incoraggiare tra gli esponenti del mondo scientifico, politico ed imprenditoriale-finanziario un "patto per cambiare l'attuale economia e dare un'anima all'economia di domani"<sup>4</sup>, stimolando una "diversa narrazione economica" che prenda atto responsabilmente dell'insostenibilità del modello attualmente dominante<sup>5</sup>. I documenti sono ben lunghi dall'indulgere alla vaghezza e dall'assumere toni genericamente parentetici: al contrario, essi offrono spunti analitici di sicuro rilievo, toccando trasversalmente tematiche ben note agli studiosi dei problemi dello sviluppo sostenibile e giungendo a formulare talune concrete proposte non lontane dalle riflessioni oggi condotte sul piano istituzionale e scientifico.

Lo spettro dei profili trattati è decisamente ampio e trascende le competenze scientifiche di uno specifico settore, come non può d'altra parte che essere al cospetto di eventi e dinamiche di portata globale<sup>6</sup>. Il pensiero cattolico sviluppa un denso florilegio di riflessioni sia sul piano degli strumenti, che dei fronti di azione.

Sul primo, viene sollecitato anzitutto un intervento di carattere educativo su scala globale (anche a livello formativo universitario<sup>7</sup>), per promuovere la cultura di un'economia più sana e attenta all'integralità della dimensione planetaria ed umana; intervento senza dubbio indispensabile, giacché è difficile immaginare, almeno in contesti so-

<sup>2</sup> Si v. la *Lettera del Santo Padre Francesco per l'evento "Economy of Francesco"*, dell'1 maggio 2019 (disponibile sul sito [vatican.va](http://vatican.va), come tutti i documenti ufficiali della Santa Sede, che si menzioneranno nel corso del testo).

<sup>3</sup> V. il testo del *Videomessaggio del Santo Padre Francesco ai partecipanti all'incontro*, del 21 novembre 2020.

<sup>4</sup> Francesco, *Lettera*, cit.

<sup>5</sup> Francesco, *Videomessaggio*, cit.

<sup>6</sup> E v. una analoga polivocità, per giunta circoscritta alla sola dimensione giuridica dei problemi, nel recente compendio di B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER (eds.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge, 2020.

<sup>7</sup> CONGREGAZIONE PER LA DOTTRINA DELLA FEDE con il DICASTERO PER IL SERVIZIO DELLO SVILUPPO UMANO INTEGRALE, *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones – Considerazioni per un discernimento etico circa alcuni aspetti dell'attuale sistema economico-finanziario*, 6 gennaio 2018 (d'ora in poi: *Oecon. quaest.*), par. 10; un cenno anche in Francesco, *Lettera*, cit.

ciali democratici e fondati su un'economia di mercato, di forzare comportamenti finanziari ed imprenditoriali efficacemente virtuosi, sulla sola base dell'intelaiatura normativa, per quanto elevato possa essere il relativo grado di pervasività e di dettaglio<sup>8</sup> (come forse provano i risultati prodotti allo stato dalla disciplina della *disclosure* non finanziaria, da molti liquidati, assieme a buona parte dei proclami sulla responsabilità sociale dell'impresa provenienti dallo stesso mondo delle imprese, come un mero e poco commendevole fenomeno di *greenwashing*<sup>9</sup>).

In una diversa dimensione, i documenti vaticani suggeriscono incentivi alle realtà economiche più sostenibili<sup>10</sup>, secondo una visione parimenti diffusa nella letteratura scientifica<sup>11</sup>.

Due ulteriori risultano peraltro, allo sguardo del giurista, gli strumenti più significativi proposti nei documenti in esame. In primo luogo quello dell'azione normativa in funzione coercitiva, evocato già nel richiamo alla necessità di restituire autonomia e importanza alla dimensione politica e indipendenza dai condizionamenti delle *élites* imprenditoriali e finanziarie<sup>12</sup>, e finalizzato a costituire un *milieu* giuridico fertile e vivibile al contempo<sup>13</sup>. E, da ultimo, lo strumento della pressione di mercato, da attuarsi

<sup>8</sup> Cfr. *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 211.

<sup>9</sup> Si veda ancora B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, *passim*; e a proposito della contraddizione tra le declamazioni di molte *corporations* e i modelli imprenditoriali applicati dalle medesime G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *Working Paper*, EUSFiL Research Working Paper Series, 2020/1 (dicembre 2020), 12. Sulla disciplina comunitaria delle informazioni non finanziarie in particolare, e sulla sua attuazione in Italia, v. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.; S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 1, 2019, 415 ss., nonché i contributi di F. DENOZZA-A. STABILINI-G. MARASA-N. RONDINO, in P.G. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati – In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, 225 ss.; sull'attuazione in Germania, per tutti, P. KAJÜTER/*Münchener Komm. z. HGB*, IV ed., München, 2020, § 289b ss.; S. MOCK, *Berichterstattung über Corporate Social Responsibility nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz*, in *ZIP*, 2017, 1195 ss.; più in generale, sulle discipline di trasparenza funzionali a promuovere comportamenti sostenibili, I. H.Y. CHIU, *Disclosure Regulation and Sustainability*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 521 ss.; sul tema della rilevanza delle informazioni non finanziarie, v., in epoca meno recente, F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 1, 2005, 585 ss. E infine, sulla capacità delle grandi imprese di sottrarsi al giudizio sociale e morale per le proprie condotte (nonché di neutralizzarne gli effetti per esse nocivi e di condizionare la stessa azione politica e istituzionale), v. R. SHAPIRA, *Amenable Control. How Companies Influence Laws, Reputation and Morals*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 641 ss. Lucida e tragica, sul piano letterario, la visione distopica con cui si conclude uno dei più riusciti romanzi dello scrittore portoghese José Saramago (*La caverna*, Torino, 2000 per la trad. it.), premio Nobel per la letteratura nel 1998, in cui il "Centro", entità produttiva ormai universale e assorbente ogni dimensione umana, modella a piacimento la percezione della morale sociale, volgendo a proprio beneficio anche le vicende più drammatiche e le proprie più abiette condotte.

<sup>10</sup> Quali il sostegno al microcredito o al credito cooperativo: *Oecon. quaest.*, par. 16; e v. già *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 65.

<sup>11</sup> A puro titolo di esempio cfr. M. LIBERTINI, *Un commento*, cit., 632; ID., in AA. VV., *Lo statement*, cit., 613.

<sup>12</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 109, 175, 189, 196; *Oecon. quaest.*, par. 12 e 21.

<sup>13</sup> In termini generali, cfr. *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 177; il tema era già presente nella *Lettera enciclica Caritas in veritate*, par. 37. Si manifesta anche l'esigenza di un più efficace coordinamento tra gli organi nazionali o attraverso Istituzioni e autorità sovranazionali: ancora *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 175; in ambito finanziario *Oecon. quaest.*, par. 21. Il tema della necessità di un intervento normativo coercitivo (di *hard law*), come percorso imprescindibile per realizzare gli obiettivi di sostenibilità, è ricorrente, come è noto, negli studi in materia: v. ad es. R. SACCHI, in AA. VV., *Lo statement*, cit., 592; G. FERRARINI, *Corporate Purpose*, cit., 41 e 56; ID., *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperi-*

preliminarmente mediante l'educazione finanziaria e consumeristica e successivamente attraverso la selezione delle imprese più meritevoli da parte degli investitori e dei consumatori<sup>14</sup>, nell'ottica di una "responsabilità sociale" individuale degli uni e degli altri, e non solo delle imprese<sup>15</sup>; un approccio, questo, che ha trovato e trova larga eco tra gli studiosi, che sembra alla base dei recenti interventi normativi in tema di *disclosure* e che guida, specie nel settore finanziario<sup>16</sup>, gli sforzi di riforma finalizzati alla valorizzazione di prodotti finanziari *green* o comunque sostenibili, anche se della sufficienza di strumenti pressori di questo genere è lecito dubitare (si tratterebbe sempre di riporre fiducia nella mano invisibile del mercato, pur agevolata per via normativa da un maggior tasso di informazione)<sup>17</sup>.

Sul piano dei fronti di azione, il pensiero delle istituzioni vaticane si declina, come è facilmente immaginabile, sostanzialmente a trecentosessanta gradi. Non è agevole censire, tantomeno ordinare in un percorso strutturato, le linee di intervento proposte, dal momento che nessuno dei documenti in esame ha una vocazione strettamente scientifica e neppure una funzione programmatica. Molto sommariamente, può dirsi che si spazia dal ripensamento delle relazioni internazionali alla rimodulazione delle dinamiche fiscali e più ampiamente di redistribuzione della ricchezza, dalla promozione della

---

*ty*, in *Riv. soc.*, 2020, 37 s.; P.H. CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat u révolution?*, in *ODC*, 3, 2019, 513 ss. Non meno significative sono peraltro le posizioni scettiche sull'efficacia di tale strumento, quantomeno sul piano della *governance* societaria (introduzione di doveri gestori di tutela degli *stakeholders*; apertura alla partecipazione di questi ultimi ai processi decisionali): V. CALANDRA BUONAURA, in AA. VV., *Lo statement*, cit., 597 s.; M. LIBERTINI, *ivi*, 602 s. (aperto invece, come si è detto, a strumenti normativi indiretti, quali incentivi e disincentivi, ad esempio di carattere fiscale); G. MARASA, *ivi*, 595. In ogni caso viene registrata la capacità delle grandi imprese di sottrarsi all'applicazione delle leggi o alle loro conseguenze: v. il già citato R. SHAPIRA, *op. cit.*, 641 ss. Ciò è determinato da molteplici fattori, non ultimo quello dell'arbitraggio normativo accessibile alle realtà economico-finanziarie sovranazionali e della limitatezza di un *enforcement* territorialmente circoscritto, problema che dovrebbe trovare soluzioni, secondo taluni studi ed esattamente in linea con le sollecitazioni provenienti dai documenti vaticani, testé menzionate, in uno sforzo di regolazione a sua volta sovranazionale: su questo specifico tema (sul quale brevemente si tornerà) v. J. ZHAO, *Extraterritorial Attempts at Addressing Challenges to Corporate Sustainability*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 29 ss.; K. MORROW-H. CULLEN, *Defragmenting Transnational Business Responsibility*, *ivi*, 43 ss., part. 45; M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *ODC*, 3, 2013, 24; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in V. DI CATALDO-P.M. SANFILIPPO (a cura di), *La responsabilità sociale dell'impresa*, Torino, 2013, 78 s.; M. STELLA RICHTER JR, *A proposito di interesse sociale e governo dell'impresa in Europa*, in V. DE LUCA-J.P. FITOUSSI-R. MCCORMICK (a cura di), *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, Milano, 2010, 458 ss.; sotto il profilo specifico del diritto tributario – tema toccato da *Oecon. quaest.*, par. 30 s. – v. J. JAakkola-R. KNUUTINEN, *The International Order of Corporate Taxation*, in B. SJÄFJELL-C. M. BRUNER, *op. cit.*, 114 ss.

<sup>14</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 206; *Oecon. quaest.*, par. 33.

<sup>15</sup> In termini di "responsabilità sociale dei consumatori" si esprime la *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 206; e v. pure, già prima, la *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 66, sul carattere morale e non solo economico di ogni scelta di acquisto; l'attuale pontefice ha evocato la "responsabilità di tutti" anche in altre occasioni recenti: v. il *Discorso* pronunciato al Seminario "Nuove forme di fraternità solidale, di inclusione, integrazione e innovazione", organizzato dalla Pontificia Accademia delle scienze sociali, 5 febbraio 2020.

<sup>16</sup> Nel settore agroalimentare, invece, v., a proposito dei rapporti tra informazione al consumatore e scelte di acquisto sostenibili, S. BOLOGNINI, *Il consumatore nel mercato agro-alimentare europeo fra scelte di acquisto consapevoli e scelte di acquisto sostenibili*, in *Riv. dir. agr.*, 2019, 615 ss.; ID., *Comunicazione B2C nel mercato agro-alimentare: green deal e sostenibilità*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. alim.* (dattiloscritto consultato per la cortesia dell'Autrice).

<sup>17</sup> Su tutti questi profili v. *infra*.

trasparenza finanziaria e imprenditoriale alla riconsiderazione delle logiche competitive, fino alla ristrutturazione della *governance* societaria e bancaria in particolare. Ciascuna delle linee di azione proposte trova riscontro negli approdi cui sono giunte le ricerche più feconde e molte corrono parallele alle principali iniziative istituzionali promosse negli ultimi tempi, specialmente a livello europeo.

In questo così esteso florilegio di riflessioni, numerose sollecitazioni toccano la sfera del diritto dell'impresa e dei mercati e meritano per diverse ragioni di essere analizzate da un punto di vista più spiccatamente scientifico: certamente per l'autorevolezza morale della fonte da cui provengono, ma anche, e forse ancor più, per le motivazioni che vi sono sottese, cui dichiaratamente rimangono estranei condizionamenti dottrinari e che si fondano invece sul comune sentire della ragione<sup>18</sup>; infine, per il già rilevato tecnicismo e la puntualità di alcune almeno delle proposte avanzate.

## 2. Premesse di metodo: neoliberalismo e "ordine oggettivo della sapienza morale".

– Il termine "neoliberalismo" non ricorre in alcuno dei documenti vaticani in esame. È evidente però che l'oggetto della dura riflessione critica che essi sviluppano è esattamente il modello economico-finanziario, politico e sociale cui con questa espressione comunemente ci si riferisce<sup>19</sup> e che ha prodotto, secondo alcuni, anche uno stile giuridico caratteristico, definibile, in ragione della propria declinazione secondo logiche ispirate al pensiero economico oggi dominante, esso stesso come neoliberale<sup>20</sup>.

Le istituzioni cattoliche si accostano a questi temi, come si è detto, evitando di muovere da premesse ideologiche, al fine di contribuire ad una presa di coscienza collettiva e individuale, che possa prescindere da convinzioni di fede e da scelte di appartenenza religiosa. "In tutte le culture ci sono molteplici convergenze etiche, espressione di una comune sapienza morale, sul cui ordine oggettivo si fonda la dignità della persona. Sulla solida ed indisponibile radice di tale ordine, che delinea dei chiari principi comuni, si basano i fondamentali diritti e doveri dell'uomo"<sup>21</sup>. Il "discernimento [è dunque] offerto a tutti gli uomini e le donne di buona volontà"<sup>22</sup>.

È chiaro peraltro che l'astensione da predicati dogmatici non implica l'assenza di un giudizio; è, anzi, il giudizio severamente sfavorevole nei confronti della realtà contemporanea a costituire la causa fondante della ri-narrazione del modello economico e produttivo che si propugna; e tale giudizio è un giudizio morale.

Da una simile premessa non si può in ogni caso prescindere. "Per quanto si proclami neutrale o avulsa da ogni concezione di fondo, ogni azione umana – anche in ambito economico – implica comunque una comprensione dell'uomo e del mondo, che rivela

<sup>18</sup> Cfr. specialmente *Oecon. quaest.*, par. 3 e 7.

<sup>19</sup> Vero peraltro che il neoliberalismo è stato anche descritto come espressione sintetica di molte realtà: S. GLENDINNING, *Varieties of Neoliberalism*, LSE "Europe in Question" Discussion Paper Series, 89/2015 (marzo 2015).

<sup>20</sup> V. F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in M. RISPOLI FARINA-A. SCIARRONE ALIBRANDI-E. TONELLI (a cura di), *Regole e mercato*, Torino, 2017, XV ss.; R. SACCHI-A. TOFFOLETTO (a cura di), *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale?*, Milano, 2019; M. BARCELLONA, *Il diritto neoliberale dell'economia globalizzata e della società liquida*, in *Europa dir. priv.*, 2020, 757 ss.

<sup>21</sup> *Oecon. quaest.*, par. 3; v. altresì par. 7.

<sup>22</sup> *Ivi*, par. 6.

la sua positività o meno attraverso gli effetti e lo sviluppo che produce”<sup>23</sup>, giacché “il mercato non esiste allo stato puro, [ma] trae forma dalle configurazioni culturali che lo specificano e lo orientano”<sup>24</sup>.

In questa prospettiva, anche quella di perseguire la massimizzazione del profitto, e pur quando si creda nella mano invisibile del mercato e nella sua capacità di neutralizzare o di far fronte spontaneamente ad ogni genere di esternalità negativa, è una scelta che presenta implicazioni sociali, ambientali e culturali: dunque una scelta etica<sup>25</sup>. La cui radicalità si manifesta con ancora maggiore vigore, non appena si è disposti a registrare, viceversa, gli insuccessi delle attuali dinamiche del mercato stesso, in termini di diseguaglianze economiche e sociali, pregiudizi ambientali e derivate culturali. Se dunque “il mercato da solo non garantisce lo sviluppo umano integrale e l’inclusione sociale”, né “è in grado di difendere o di promuovere adeguatamente” l’ambiente<sup>26</sup> e se d’altra parte “non esiste una razionalità economica che presuppone che la persona umana è semplicemente un’accumulatrice di benefici individuali estranei alla sua condizione di essere sociale”<sup>27</sup>, la responsabilità di una scelta fondata sulla ragione è ineludibile.

D’altra parte “non è lo strumento a dover essere chiamato in causa ma l’uomo”<sup>28</sup>. I principi dell’economia di mercato non vengono messi in discussione<sup>29</sup>, ma lo è la loro declinazione. Da questo punto di vista, la scelta di campo sollecitata al vertice dai documenti vaticani è netta: vengono censite criticità numerose, gravi e su più livelli e si esprime l’urgenza, ma anche la possibilità<sup>30</sup> di un intervento correttivo, lungo le direttrici e con gli strumenti di cui si è detto precedentemente.

In definitiva, il messaggio trasmesso si fonda sull’assunto che “la sfera economica non è né eticamente neutrale né di sua natura disumana e antisociale. Essa appartiene all’attività dell’uomo e, proprio perché umana, deve essere strutturata e istituzionalizzata eticamente”<sup>31</sup>; “anche il mercato, per funzionare bene, ha bisogno di presupposti antropologici ed etici che da solo non è in grado di darsi né di produrre”<sup>32</sup>.

Muovendosi in questa prospettiva, le riflessioni condotte dalle istituzioni cattoliche

<sup>23</sup> *Oecon. quaest.*, par. 9.

<sup>24</sup> *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 36. D’obbligo il rinvio a N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*<sup>3</sup>, Roma-Bari, 2003.

<sup>25</sup> Sulla sovrapposibilità dei concetti di comportamento “etico” e di comportamento “socialmente responsabile”, dal punto di vista della valutazione dell’azione economica, e dunque a favore della possibilità di esprimersi in termini di etica della scelta, v. R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in V. DI CATALDO-P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 120 ss.; sui rapporti fra etica e sistema economico cfr. inoltre G. VISENTINI, *Il futuro del capitalismo in Europa: Etica Principi Regole*, in *Paper LUISS* (giugno 2009).

<sup>26</sup> *Lettera Enciclica Laudato si’*, rispettz. par. 109 e 190.

<sup>27</sup> Francesco, *Discorso*, cit.

<sup>28</sup> *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 36.

<sup>29</sup> Il denaro “è di per sé uno strumento buono”, come pure la “finanziarizzazione del mondo imprenditoriale” (*Oecon. Quaest.*, par. 15); l’agire economico (inteso come produzione e circolazione di beni e servizi con finalità di profitto) non è antisociale (*Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 36) e il profitto stesso è di per sé utile (*ivi*, par. 21), anzi “intrinsecamente necessario ad ogni sistema economico” (*Oecon. Quaest.*, par. 23). E cfr., per una visione complessiva, PONTIFICIO CONSIGLIO DELLA GIUSTIZIA E DELLA PACE, *Compendio della Dottrina Sociale della Chiesa* (2004), par. 323 ss.

<sup>30</sup> Cfr., con toni esortativi, Francesco, *Discorso*, cit., *passim*; ID., *Videomessaggio*, cit.

<sup>31</sup> *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 36.

<sup>32</sup> *Oecon. quaest.*, par. 24.



si innervano costruttivamente nel più ampio movimento per la sostenibilità delle imprese e dei mercati, riflettendone, come si è anticipato, molti degli spunti programmatici. Si tratta, quanto al giudizio che vi fa da sfondo, di valutazioni di principio condivisibili. Lucidamente, si osserva che il mondo moderno, globalizzato, integrato, finanziariamente e tecnologicamente sviluppato, non permette più di concepire l'azione economica e l'azione politica come funzionalmente separate e intervenienti in fasi distinte della vita comunitaria (la prima per produrre e generare profitti, la seconda per redistribuire successivamente la ricchezza)<sup>33</sup>; “per questo, i canoni della giustizia devono essere rispettati sin dall’inizio, mentre si svolge il processo economico, e non già dopo o lateralmente”<sup>34</sup>. Questa appare, essenzialmente, la premessa implicita di tutte le iniziative istituzionali intraprese recentemente e di gran parte degli esiti cui approdano la scienza economica e giuridica più lungimiranti, con un mutamento di prospettiva radicale dai tempi della visione dell’impresa (o quantomeno, dello *slogan* più conosciuto) di Milton Friedman<sup>35</sup>.

Su queste basi, la *pars destruens* del pensiero vaticano appare sovente in linea con le critiche al modello neoliberale più diffuse. Così è anzitutto sotto il profilo dell’impatto ambientale, ove il richiamo ad una “[in]giustizia tra le generazioni”<sup>36</sup> evoca la “*tragedy of the horizon*”<sup>37</sup> e l’intero dibattito imperniato sul dualismo *short – long termism* e sull’eccessiva preponderanza del primo nelle strategie gestorie<sup>38</sup>. E così pure sul piano delle interrelazioni tra impresa e *stakeholders*, rispetto alle quali la registrazione della tensione sostanzialmente esclusiva al profitto da parte della prima, a danno dei “legittimi interessi” dei secondi<sup>39</sup>, corrisponde al fondamento culturale su cui sono nate le teorie sulla responsabilità sociale dell’impresa e attorno a cui ruotano le controversie sulla nozione di interesse e di scopo sociale e sui doveri degli amministratori<sup>40</sup>. Anche il pro-

<sup>33</sup> Lettera Enciclica *Caritas in veritate*, par. 37: “Forse un tempo era pensabile affidare dapprima all’economia la produzione di ricchezza per assegnare poi alla politica il compito di distribuirla. Oggi tutto ciò risulta più difficile, dato che le attività economiche non sono costrette entro limiti territoriali, mentre l’autorità dei governi continua ad essere soprattutto locale”. Per alcuni spunti sui rapporti tra politica, Stato ed economia, nell’attuale contesto storico e in quelli che lo hanno preceduto, v. M. BARCELONA, *op. cit.*, 788 ss.

<sup>34</sup> Lettera Enciclica *Caritas in veritate*, *ibidem*.

<sup>35</sup> Il riferimento è, naturalmente, a M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *New York Time Magazine*, 13 settembre 1970, anche se la critica di Friedman si indirizzava fondamentalmente contro l’idea di una responsabilità sociale dei *manager* verso gli *stakeholders*, non contro un intervento regolatorio della politica nei confronti dell’azione imprenditoriale. Per una analisi della funzione dell’impresa, che prende le mosse dal pensiero di Friedman, v. oggi F. DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell’impresa*, Venezia, 2021.

<sup>36</sup> Lettera Enciclica *Laudato si’*, par. 159.

<sup>37</sup> M. CARNEY, *Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability.*, Speech at Lloyd’s of London, 29 settembre 2015, disponibile nel sito [bankofengland.co.uk](http://bankofengland.co.uk); in argomento, per tutti, J. CULLEN-J. MÄHÖNEN, *Taming Unsustainable Finance*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 104.

<sup>38</sup> Da ultimo, e per più ampi riferimenti, v. M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Studi in onore di Vincenzo Di Cataldo*, in corso di pubblicazione (dattiloscritto consultato per la cortesia dell’Autore).

<sup>39</sup> *Oecon. quaest.*, par. 23. La nitidezza della stessa contrapposizione tra *shareholders* e *stakeholders* è peraltro revocata in dubbio (cfr. R. SACCHI, *L’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in *Ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno di Milano 9 ottobre 2009, Milano, 2010, 142 ss.), per tacere della complessità intrinseca alla nozione di *stakeholders*, su cui si avrà occasione di tornare più avanti.

<sup>40</sup> V. *infra*, in argomento. Per il momento è sufficiente rinviare, a proposito della *shareholder primacy* e ai dibattiti che la circondano, a J.F. SNEIRSON, *The History of Shareholder Primacy, from Adam Smith*

blema delle asimmetrie informative nel settore finanziario è ben noto, e le istituzioni ecclesiastiche lo colgono sia sul piano della prestazione dei servizi di investimento e della tutela dell'investitore (segnalando i rischi di approfittamento delle lacune cognitive di quest'ultimo, da parte degli intermediari<sup>41</sup>), sia sul piano dell'attività degli intermediari reputazionali e più in generale della tassonomia degli strumenti finanziari immessi nel mercato (evidenziando la necessità di garantire *rating* appropriati ed effettivamente indipendenti<sup>42</sup> e l'opportunità di una "certificazione" delle Autorità<sup>43</sup>), su cui tra l'altro sono impegnati, com'è noto, gli organi comunitari al fine di non sfavorire il potenziale di afflusso degli investimenti verso le iniziative imprenditoriali *green* o comunque sostenibili<sup>44</sup>.

È interessante osservare che, mentre alcuni rilievi critici derivano propriamente dalla visione etica del sistema finanziario e di produzione e più in generale del rapporto tra modello economico, società e persona, che la Chiesa intende valorizzare, altri attengono alla stessa efficienza in sé del mercato, là dove questo genera costi eccedenti o introduce meccanismi che ostacolano la piena maturazione dei profitti ricercati. La chiave dell'(apparente) paradosso è rappresentata dall'interconnessione tra dimensione umana e dimensione economica del mercato medesimo e delle sue ricadute: muovendo dall'assunto per cui "i costi umani sono sempre anche costi economici"<sup>45</sup>, è immediato registrare disfunzioni, oltre che nei rapporti intergenerazionali (con la produzione di costi, in termini di impatto climatico e di esaurimento delle risorse, che si scaricano sull'economia del futuro), sia sul piano della coesione sociale ("attraverso la progressiva erosione del 'capitale sociale', ossia di quell'insieme di relazioni di fiducia, di affidabilità, di rispetto delle regole, indispensabili ad ogni convivenza civile" e funzionali alla migliore realizzazione dello sviluppo economico<sup>46</sup>), sia sul piano delle dinamiche competitive ("la libertà di cui godono gli attori economici, se intesa in modo assoluto ..., tende[ndo] a generare centri di supremazia ed a inclinare verso forme di oligarchia che alla fine nuocciono alla stessa efficienza del sistema economico"<sup>47</sup>). Osservazioni, tutte, che riportano alle riflessioni sulla capacità del mercato (inteso in particolare come mercato finanziario<sup>48</sup>) di incorporare con immediatezza e completezza nei prezzi i costi generati lateralmente e proiettivamente sul sistema, e sul conseguente significato della cennata contrapposizione fra strategie gestorie di *short* e di *long term*<sup>49</sup>.

---

*through the Rise of Financialism*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 73 ss.; U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 36 ss., ove riferimenti; e cfr. altresì, per una panoramica assai ampia, K.J. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 2020, 921 ss.

<sup>41</sup> *Oecon. quaest.*, par. 14.

<sup>42</sup> *Oecon. quaest.*, par. 25.

<sup>43</sup> *Oecon. quaest.*, par. 19.

<sup>44</sup> Sul punto si tornerà *infra*.

<sup>45</sup> *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 32.

<sup>46</sup> *Ibidem*.

<sup>47</sup> *Oecon. quaest.*, par. 12.

<sup>48</sup> Sui costi economici determinati dai pregiudizi ambientali e sociali si sofferma il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, elaborato dalla Commissione Europea (marzo 2018).

<sup>49</sup> Cfr. ad esempio M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, *cit.*, par. 8 del dattiloscritto; per uno spunto anche C. ANGELICI, *Responsabilità sociale*, *cit.*, 75.

3. *Diritto dell'impresa e diritto dei mercati: opzioni di riforma.* – La parte più propriamente propositiva dei documenti in esame è, come si è detto, parimenti articolata. Anche limitandosi a focalizzare l'attenzione sulle riflessioni che interessano il diritto dell'impresa e del mercato, gli spunti di indagine risultano assai numerosi. Poiché peraltro, come pure si è osservato, tali documenti non intendono offrire uno scandaglio di carattere scientifico dei problemi vagliati, essi non presentano se non sommariamente una struttura ordinata per argomenti. Si tratta perciò di raccoglierne gli stimoli che risultano, alla luce degli attuali dibattiti sulla sostenibilità, tra i più interessanti, senza la pretesa di una completa disamina del pensiero che in questi testi è condensato.

Ora, un profilo sicuramente centrale riguarda la *governance* dell'impresa. Il tema della doverosità o della legittimità, dal punto di vista giuridico, della contemplazione degli interessi degli *stakeholders* da parte degli amministratori è appena sfiorato come tale, ma è ripreso nella proposta, cui già si è accennato, di innesto di comitati etici *a latere* dell'organo gestorio, chiamati a vagliare la rispondenza dell'azione imprenditoriale a criteri etici predefiniti, al di là del rispetto del quadro normativo vigente<sup>50</sup>. L'ipotesi è formulata con riferimento all'attività bancaria, ma si presta naturalmente ad una applicazione a più largo raggio, sia in ambito finanziario che nelle grandi imprese in generale. Con maggiore pregnanza, poi, si sottolinea altrove, e specialmente a fini di monitoraggio dell'impatto ambientale delle iniziative produttive, l'importanza del coinvolgimento degli *stakeholders* nelle decisioni da assumere<sup>51</sup>.

Anche il tema della trasparenza merita attenzione. L'informazione è strumento cruciale, per le istituzioni vaticane, sia a fini di monitoraggio delle esternalità prodotte dall'impresa<sup>52</sup>, sia allo scopo di consentire all'investitore scelte finanziarie non viziate da carenze cognitive<sup>53</sup>. Si è detto già, pure, della sollecitazione a lavorare sull'indipendenza e oggettività dei *rating* finanziari e sul rilascio di certificazioni ufficiali in materia di prodotti finanziari.

Queste riflessioni si rivolgono tutte all'impresa come singola articolazione di funzioni e collettrice di risorse finanziarie, nei suoi rapporti con gli *stakeholders* e con gli investitori, dunque all'impresa come unità produttiva. *A latere*, si intravede nei documenti vaticani anche un'indicazione di portata diversa, che si colloca sul piano degli assetti di mercato nel loro complesso e si rivolge quindi alle imprese considerate universalmente, nella distribuzione reciproca dei rispettivi poteri e delle rispettive ricchezze. Gli spunti emergenti dai testi (nella produzione agricola, diritto di ogni individuo alla disponibilità di risorse produttive sufficienti a garantire un tenore di vita dignitoso<sup>54</sup> e arginamento del potere di mercato delle grandi imprese<sup>55</sup>; in ambito finanziario, promozione del pluralismo di prodotti e intermediari, con l'obiettivo di salvaguardare una sorta di fertile "biodiversità" finanziaria<sup>56</sup>; ma vi si può ricondurre anche la critica all'eccesso di protezione delle private industriali<sup>57</sup>) investono direttamente la contro-

---

<sup>50</sup> *Oecon. quaest.*, par. 24 e 28.

<sup>51</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 183.

<sup>52</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 183.

<sup>53</sup> *Oecon. quaest.*, par. 21.

<sup>54</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 94.

<sup>55</sup> *Ivi*, par. 129.

<sup>56</sup> *Oecon. quaest.*, par. 20.

<sup>57</sup> *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 22, con riferimento particolare all'ambito sanitario. E per qualche spunto a proposito della "appropriazione della natura" v. M. BARCELONA, *op. cit.*, 771 ss.

versa questione della concezione della concorrenza nel modello neoliberale e dell'opportunità di correggerne gli esiti più distruttivi.

4. *Statuto societario e etica dell'impresa: oggetto, scopo, modalità di gestione.* – La responsabilità sociale dell'impresa è evocata a più riprese nei documenti<sup>58</sup> (accanto alla responsabilità sociale del consumatore e dell'investitore, cui si è accennato) e in buona misura costituisce il senso (o uno dei sensi) del “patto” idealmente proposto dal pontefice a imprenditori, *manager*, economisti; una responsabilità chiamata ad essere effettiva, e non di mera facciata<sup>59</sup>.

La promozione della CSR si situa, nella prassi e nelle esperienze anche normative recenti, già a livello statutario e il punto non sfugge alle istituzioni vaticane, che fanno riferimento, con specifico riguardo all'impresa bancaria, proprio alla “*mission statutaria*”<sup>60</sup>. Il modello è chiaramente rappresentato dalla banca etica<sup>61</sup>, cui va accostato quello (recepito nell'ordinamento) della società *benefit*<sup>62</sup>. L'esperimento di maggiore portata è stato peraltro condotto senza dubbio dalla riforma francese dell'art. 1835 *code civil*, che oggi apre all'introduzione nello statuto della “*raison d'être*” della società, costituita dai principi cui essa intende ispirarsi e per il rispetto dei quali si dota di specifici strumenti (non importa se finanziari, organizzativi, procedurali o d'altro genere)<sup>63</sup>.

Per la verità, ogni risposta ai problemi della sostenibilità, che sia basata su opzioni negoziali, sconta una debolezza intrinseca: trattandosi di opzioni spontanee, la fiducia in una loro adozione diffusa appare – almeno senza una radicale rivoluzione educativa o a meno che pressioni di mercato, allo stato francamente non immaginabili, non stimolino pervasivamente una tale “spontaneità” – largamente mal riposta<sup>64</sup>. Poiché pe-

<sup>58</sup> *Oecon. quaest.*, par. 23; *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 194; *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 40.

<sup>59</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 194.

<sup>60</sup> *Oecon. quaest.*, par. 24.

<sup>61</sup> In argomento v. R. COSTI, *Banca etica*, cit., 119 ss., part. 123 ss.; cfr. pure M. LAMANDINI-I. STEINER, *Social Banking in Practice: an Italian Case for Corporate Social Responsibility in Banking*, in *Riv. dir. soc.*, 4, 2007, 174 ss.

<sup>62</sup> Per tutti v. M. STELLA RICHTER JR, *Società benefit e società non benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2, 2017, 271 ss.; ID., *Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, 953 ss.; AA.VV., *Le società benefit*, in *ODC*, 2, 2017 (contributi di C. ANGELICI-F. DENOZZA-A. STABILINI-G. MARASÀ-S. ROSSI-M. STELLA RICHTER JR-A. ZOPPINI); U. TOMBARI, “Potere” e “interessi”, cit., 64 ss.; S. CORSO, *Le società benefit nell'ordinamento italiano: una nuova “qualifica” tra profit e non-profit*, in *Nuove leggi civ.*, 5, 2016, 995 ss.; L. VENTURA, *Benefit corporation e circolazione di modelli: le “società benefit”, un trapianto necessario?*, in *Contr. impr.*, 2016, 1134 ss.; E. CODAZZI, *Società benefit (di capitali) e bilanciamento di interessi: alcune considerazioni sull'organizzazione interna*, in *ODC*, 2, 2020, 589 ss.; S. PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 919 ss.; G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *AGE*, 2018, 81 ss. Sul modello della *société à mission* dell'ordinamento francese v. per tutti E. MASSET, *L'introduction de nouveaux modèles*, in *Rev. soc.*, 2019, 581 ss.

<sup>63</sup> Su tale riforma v., fra i molti, I. URBAIN-PARLEANI (a cura di), *La loi PACTE: le nouveau visage du droit des sociétés*, in *Rev. soc.*, 2019, 565 ss.; P.H. CONAC, *op. cit.*, 497 ss.; S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, in *ODC*, 3, 2019, 517 ss., part. 525 ss.; I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, *ivi*, 533 ss.; A. LECOURT, *Innover, se transformer, grandir, créer des emplois, repenser l'entreprise et sa gouvernance... un programme ambitieux*, in *Rev. tr. dr. comm.*, 2019, 385 ss.

<sup>64</sup> D'altra parte, si osserva, una scelta etica spontanea la si può attendere da soggetti che operino in una

raltro non poche tra le iniziative legislative più recenti muovono proprio nella direzione della libera presa di coscienza della propria vocazione, da parte delle società, o in quella di incrementare il tasso di consapevolezza nel mercato circa l'eticità delle imprese maggiori, al fine di orientare le scelte di investimento del primo e di promuovere conseguentemente comportamenti virtuosi nelle seconde (penso in particolare alla disciplina sulle informazioni non finanziarie e ai progetti sulla tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili), anche questa via verso la sostenibilità merita di essere presa in esame.

Ora, il perseguimento di finalità etico-sociali per mezzo di una rimodulazione statutaria dei proponimenti societari – se si tratti di rimodulazione agente sullo scopo in senso proprio della società<sup>65</sup> o su altro profilo dell'attività diremo tra un istante<sup>66</sup> – appare soluzione di per sé, e pur con qualche eccezione, di modesta efficacia.

L'eccezione (parziale) potrebbe essere rappresentata dalle ipotesi in cui la scelta etica determinasse il perimetro del programma imprenditoriale, orientando l'oggetto sociale<sup>67</sup> (nella cui declinazione verrebbe dunque integrato l'obiettivo di contribuire al benessere di soggetti diversi dagli *shareholders*) verso attività virtuose per natura o per la selezione dei destinatari (ad esempio, la produzione di fonti di energia rinnovabili<sup>68</sup> o la gestione di piattaforme di *e-commerce* riservate alla veicolazione dei prodotti di piccoli artigiani locali). La bontà (e la vincolatività, per gli amministratori) di una mozione statutaria di questo tenore (che agirebbe sul “cosa” dell'iniziativa) non è in discussione; si tratta però di un orientamento che può riguardare solo uno spettro limitato di imprese e che d'altra parte non esclude che l'attività venga condotta su altri piani (ad esempio, nei rapporti con i dipendenti) in modo anti-sociale.

Absolutamente minore pregnanza, nonostante l'orizzonte apparentemente più ampio, avrebbero le scelte etiche consacrate in “principi morali” cui ispirare l'attuazione dell'attività societaria; qui gli obiettivi “sociali” verrebbero calati nella selezione di

---

posizione di libertà, non da soggetti che agiscano in stato di necessità, e la logica competitiva dell'impresa moderna è una logica di necessità: M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 22 s.

<sup>65</sup> Quanto all'ordinamento italiano, è com'è noto discusso se l'art. 2247 consenta in via generale una qualche dose di flessibilità nell'ingresso tra le regole statutarie di finalità alternative allo scopo di lucro, da coniugare con questo: per tutti v., in relazione al tema che ci occupa, U. TOMBARI, “Potere” e “interessi”, cit., 72 ss. (di cui pure *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*); M. LIBERTINI, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 613; ID., *Un commento*, cit., 632 s.; M. MAUGERI, “Pluralismo” e “monismo”, cit., 638 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo*, cit., 616 ss.; è dibattuta d'altra parte a monte l'opportunità stessa di agire sulla definizione dello scopo: cfr. ancora F. DENOZZA, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 606, e anche R. SACCHI, *ivi*, 608 e gli aa. che si citeranno nelle note successive. Per una indagine comparatistica sul tema dello scopo societario v. H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.; G. FERRARINI, *Corporate Purpose*, cit., 27 ss.; v. altresì, da ultimo, anche per i rapporti tra *Corporate Purpose* e *Gesellschaftszweck*, H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: Ein Management-Konzept und seine gesellschaftsrechtlichen Implikationen*, in *ZIP*, 2021, 5 ss. Il tema è in ogni caso, come ci si accinge ad osservare, abbastanza articolato, poiché indicazioni statutarie funzionali a promuovere la sostenibilità o, in senso anche più ampio, l'eticità dell'impresa possono collocarsi a vari livelli ed anzi l'incidenza sullo scopo in senso proprio appare meno significativa di altre.

<sup>66</sup> In generale, sulla legittimità dell'inserimento di elementi “ideali” nello statuto societario, e sui possibili piani di incidenza di tali elementi, v. M. STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 1\*, Torino, 2004, 242 ss.

<sup>67</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Corporate social responsibility*, cit., 958.

<sup>68</sup> Precisamente per un esempio di questo tenore (e ulteriori) cfr. sempre M. STELLA RICHTER JR, *Corporate social responsibility*, cit., 959.

modalità di gestione virtuose (il “come” dell’iniziativa), agendo sullo scopo solo indirettamente<sup>69</sup> (il “come” può influire sul “perché”, quando determini la misura del profitto conseguibile). La ragione della scarsa significatività di enunciazioni di simili principi sta nel fatto che, generalmente e fatalmente, essa consisterebbe in formule tanto nobili quanto vaghe e quindi scarsamente incisive<sup>70</sup> (da discutere, ma comunque marginale in un’ottica di sostenibilità globale dell’impresa, resterebbe l’ipotesi della previsione su basi statutarie di specifiche iniziative o strumenti di responsabilità sociale, quali ad esempio l’istituzione di un asilo locale per il benessere delle famiglie lavoratrici o l’installazione di dispositivi di misurazione della qualità dell’aria circostante lo stabilimento industriale, con l’impegno a mantenere le emissioni al di sotto di dati parametri tuzioristici rispetto a quelli fissati dalla normativa ambientale). La modestia della pregnanza di un richiamo statutario a comportamenti socialmente virtuosi si manifesterebbe sostanzialmente su ciascuno dei piani su cui potrebbero astrattamente collocarsene le ricadute<sup>71</sup>: il piano endoorganizzativo (= procedurale), quello della responsabilità degli amministratori, il piano della responsabilità della società verso i terzi, quello della lealtà competitiva e infine, più sfumato ancora, il piano dell’immagine della società medesima.

Sul primo (endoorganizzativo), vi sarebbe forse un maggiore stimolo per gli amministratori a documentare l’attenzione prestata ai principi morali codificati nello statuto<sup>72</sup>, ma proprio la genericità di questi ultimi renderebbe non disagevoli formulazioni vacue o operazioni comunicative di *maquillage*. Per questa stessa ragione difficilmente verrebbero a profilarsi gli estremi per azioni di responsabilità da parte dei soci ed anzi l’effetto, ampiamente evidenziato, sarebbe di segno opposto, rendendo legittima quasi ogni scelta gestoria, in quanto giustificabile con il pretesto del rispetto dei valori statuari<sup>73</sup>. Tutto questo per tacere della (im)plausibilità di azioni risarcitorie promosse dagli *stakeholders*, vuoi nei confronti degli amministratori stessi, vuoi nei confronti della società<sup>74</sup>, come pure della (in)configurabilità di lesioni della disciplina in materia di concorrenza sleale e di pratiche commerciali: la medesima genericità dei principi renderebbe generiche, e dunque giuridicamente non fondabili, le pretese avanzabili da chicchessia. Da ultimo, salvaguardare l’immagine della società nel mercato di sbocco e in quello degli investimenti non sarebbe affatto difficile<sup>75</sup>.

<sup>69</sup> La collocazione del problema della responsabilità sociale sul piano della gestione, più che su quello dello scopo, è dato ben colto da V. CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 605.

<sup>70</sup> La critica è comune: cfr. ad esempio G. FERRARINI, *An Alternative View*, cit., 30, 37; M. VENTORUZZO, *Brief Remarks on “Prosperity” by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 45 ss.

<sup>71</sup> Interessanti al riguardo le disamine condotte a proposito delle riforme francesi poco sopra menzionate: v. sempre P.H. CONAC, *op. cit.*, 506 ss.; S. SCHILLER, *op. cit.*, 524 ss., part. 525 ss.; I. URBAIN-PARLEANI, *L’article 1835*, cit., 544 s.

<sup>72</sup> Così, con riferimento alle recenti, cennate riforme d’Oltralpe, P.H. CONAC, *op. cit.*, 508.

<sup>73</sup> Sul punto la letteratura è assai vasta e riguarda in generale il problema delle implicazioni che avrebbe assumere l’esistenza di un dovere degli amministratori di conciliare l’interesse dei soci con quello/i degli *stakeholders*: cfr. ad esempio H. FLEISCHER, *La definizione normativa*, *op. cit.*, 810 s.; M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., par. 12 del dattiloscritto; M. MAUGERI, “*Pluralismo*” e “*monismo*”, cit., 642.

<sup>74</sup> Con riferimento al nuovo art. 1835 *code civil* francese, ritiene configurabile una azione promossa contro la società dai terzi, ove la *raison d’être* sia sufficientemente precisa, I. URBAIN-PARLEANI, *L’article 1835*, cit., 545. E v. pure, con riguardo agli impegni statuari assunti dalle banche etiche, R. COSTI, *Banca etica*, cit., 126.

<sup>75</sup> Tutti questi profili di criticità pare vizino all’origine anche il modello normativo della società *benefit*,

5. *Statuto societario e struttura di governance.* – È stato evidenziato che, se si intendono innestare principi di sostenibilità nelle regole fondative della società, bisogna coerentemente rimodularne la struttura di *governance*, al fine di renderne effettivamente monitorabile e coercibile il rispetto<sup>76</sup>.

È a questo livello che si colloca la proposta, contenuta nei documenti delle istituzioni vaticane e già ricordata, di affiancare all'organo amministrativo un comitato etico chiamato ad interloquire con il primo e a vagliare il rispetto della *mission* statutaria<sup>77</sup>. Pure il richiamo alla necessità di acquisire il consenso degli *stakeholders*, in occasione di operazioni suscettibili di produrre effetti sulla sfera di interessi degli uni o degli altri fra di essi, può leggersi come sollecitazione a rimodulare la struttura decisionale corporativa su basi statutarie.

Anche queste soluzioni, pur ampiamente promosse se non altro sul piano del *soft law*, quando fondate sulla spontaneità dell'adozione presentano però evidenti profili di intrinseca debolezza, almeno se l'obiettivo è quello di realizzare una vera e propria interloquazione dialettica tra organo amministrativo e soggetti ad esso esterni, e non solo quello di incrementare sul piano procedurale l'istruttoria decisionale a carico del primo. Vi sono anzitutto limiti normativi sotto molti aspetti stringenti, in merito agli spazi di autonomia nella declinazione della struttura di *governance*, in *primis* quanto alle competenze nella nomina degli amministratori e quanto all'allocazione delle funzioni gestorie e decisorie (con qualche eccezione comunque lontanissima dall'essere risolutiva, perché circoscritta a fenomeni economicamente secondari, come è nella disciplina delle imprese sociali)<sup>78</sup>. È dubbio perciò che simili innesti possano costituire effettivi presidi di sostenibilità: in primo luogo perché i soggetti che verrebbero coinvolti risulterebbero privi di reali poteri; inoltre perché sarebbero chiamati ad esprimere valutazioni che scontrerebbero normalmente la stessa genericità dei principi a baluardo dei quali essi sarebbero designati; in terzo luogo perché tali valutazioni sarebbero generalmente prive di conseguenze endoorganizzative. Un qualche beneficio potrebbero portare, eventualmente, comitati incaricati di misurare, in base a standard predeterminati, la "qualità morale" della condotta gestoria, quando a tale misurazione fosse parametrata una parte significativa della retribuzione degli amministratori<sup>79</sup> (sul modello previsto, sulla scorta dell'art. 123-ter t.u.f., dal Codice italiano di *Corporate governance*: art. 5 – gennaio 2020), o eventualmente la loro stessa permanenza in carica, ammesso che siano individuabili e predefinibili standard oggettivi adeguati di rilevamento della *performance* di sostenibilità (un altro punto estremamente critico, sul quale torneremo).

---

la cui unica differenza rispetto alle società non *benefit*, dai punti di vista qui in esame, sembra stare nell'obbligo di redigere la relazione annuale sull'impatto benefico generato, la quale però non risulta davvero decisiva.

<sup>76</sup> F. DENOZZA, *Lo scopo*, cit., 617 ss.

<sup>77</sup> E sulla possibile nomina di comitati sociali o ambientali interni alla società, con funzione consultiva, v. P.H. CONAC, *op. cit.*, 509. Con specifico riferimento all'esperienza bancaria etica, v. i già citati R. COSTI, *Banca etica*, cit., 126; M. LAMANDINI-I. STEINER, *op. cit.*, 177 s. Con riferimento a quanto previsto dal Codice italiano di *corporate governance*, P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*

<sup>78</sup> Più significative al riguardo risultano semmai le esperienze straniere, in ordine alla competenza per la nomina degli amministratori nelle società maggiori, sulle quali non occorre qui soffermarsi.

<sup>79</sup> Il tema delle distorsioni potenzialmente prodotte dai parametri di calcolo delle remunerazioni dei *manager* non sfugge ai documenti vaticani: *Oecon. quaest.*, par. 23.

Va in generale osservato, ad ogni modo, che si profilerebbero a monte, anche sul piano dell'opportunità, difficoltà non agevolmente risolubili nella selezione dei criteri di designazione di soggetti diversi da quelli di diritto comune, specie in considerazione della potenziale interazione della società con una pluralità di categorie di *stakeholders*<sup>80</sup>, potenzialmente persino in conflitto tra loro, il che, come è noto, ha fatto dubitare in radice della bontà e della raccomandabilità di simili soluzioni<sup>81</sup>. Il rischio poi che l'instaurazione di una dialettica reale e determinante sul piano decisivo con *constituencies* esterne alla compagine sociale possa compromettere l'efficienza dell'impresa e dunque la sua competitività nel mercato<sup>82</sup> rende poco promettenti soluzioni di questo tipo.

In definitiva, i meccanismi di recepimento spontaneo di principi gestori moralmente virtuosi paiono scarsamente incisivi. Certamente non può escludersi che singole iniziative imprenditoriali si conformino effettivamente a modelli eticamente apprezzabili declamandoli anche nelle carte statutarie e introducendo pungoli abbastanza stringenti nei confronti degli amministratori, ma questa risposta non appare portatrice di quella capacità di globalizzarsi, che gli scenari dell'economia moderna oramai richiedono.

6. *Doveri degli amministratori e interesse sociale.* – È giocoforza dunque pensare a meccanismi di tipo coercitivo.

Agirebbe direttamente sulla declinazione della *governance* l'imposizione a carico degli amministratori del dovere di temperare l'interesse degli *stakeholders* con quello dei soci. Altre soluzioni (quelle fondate sull'induzione di comportamenti virtuosi tramite la pressione del mercato) integrano pur sempre forme costrittive, ma indirette, e su di esse torneremo più avanti.

Quanto ai doveri degli amministratori, i documenti vaticani richiamano, come si è detto, l'importanza cruciale dell'attenzione alle esternalità prodotte dall'attività che essi conducono; il riferimento alla *corporate social responsibility* e all'irrobustimento degli obblighi gestori è marcato e si inserisce in una più ampia visione antropologica che enfatizza il ruolo dei diritti inalienabili e dei doveri di ogni individuo nella propria comunità e della comunità nel suo complesso<sup>83</sup>.

Non importa qui distinguere, come pure è utile sotto il profilo della sistematizzazione, tra CSR in quanto tale (= spontanea assunzione di scelte virtuose, al di là dei vincoli normativi) e doverosità del comportamento gestorio<sup>84</sup>. Lo snodo è se la sostenibilità

<sup>80</sup> L'eterogenea composizione del gruppo degli *stakeholders* è un dato che viene registrato comunemente: per tutti v. U. TOMBARI, "Potere" e "interessi", cit., 22 ss.

<sup>81</sup> V. CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 598; scettici anche R. SACCHI-U. TOMBARI, *ivi*, 599 e 601; indirettamente, v. anche P.H. CONAC, *op. cit.*, 513 ss.

<sup>82</sup> Lo rileva V. CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 598.

<sup>83</sup> V. in particolare *Lettera Enciclica Laudato si'*, *passim*; sul problema dei rapporti fra diritti e doveri v. *Lettera Enciclica Caritas in veritate*, par. 43.

<sup>84</sup> Cfr. in proposito C. ANGELICI, *Responsabilità sociale*, cit., 71 ss. La letteratura anche italiana sulla responsabilità sociale d'impresa è ormai vastissima; è sufficiente qui rinviare, oltre che agli aa. già citati, a C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; M. LIBERTINI, *Economia sociale*, cit., 1 ss.; ID., *Impresa e finalità*, cit., 1 ss.; J.M. COUTINHO DE ABREU, *CSR. "Responsabilità" senza responsabilità (legale)?*, in *Giur. comm.*, 1, 2019, 1088 ss.; G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2018, 601 ss.; V. DI CATALDO-P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*; R. COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario*



dello sviluppo debba passare o no attraverso una declinazione degli obblighi degli amministratori che non sia proiettata interamente verso la massimizzazione del profitto, ma abbracci anche gli interessi delle diverse categorie di *stakeholders* implicati nell'attività svolta<sup>85</sup>. Sulla necessità di un simile (ri)orientamento le istituzioni vaticane insistono ripetutamente, lo si è osservato, pur non addentrandosi nella costruzione di un apparato concettuale giuridico funzionale allo scopo. Ad ogni modo, è ormai sotto gli occhi di tutti che, viceversa, le istituzioni nazionali e sovranazionali investono molto su questo fronte; basta ricordare (ma la lista è assai più lunga) l'inclusione nell'ordinamento francese delle istanze ambientali e di comunità nella nozione dell'art. 1833 *code civil*<sup>86</sup>; la parallela codificazione della *enlightened shareholder value doctrine* nel *Companies act* inglese (*Sec. 172*)<sup>87</sup>; la parametrizzazione del comportamento atteso dagli amministratori al "successo sostenibile" della società, nel Codice di *Corporate governance* italiano<sup>88</sup>; non diverse ambizioni hanno poi i lavori e gli interventi eurounitari finalizzati a promuovere la visione di lungo periodo nella gestione dell'impresa<sup>89</sup>, reputando che vi sia convergenza tra questa visione e la sostenibilità dell'impresa stessa nello scenario comunitario e ambientale in cui opera<sup>90</sup>.

Quale può essere dunque la traduzione in termini di diritto societario delle sollecitazioni provenienti dai documenti vaticani?

Lo sforzo compiuto dalle riforme testé ricordate va nella direzione di esplicitare o di riorientare la nozione di interesse sociale<sup>91</sup>, in modo da includervi la considerazione delle aspettative degli *stakeholders* (che le istituzioni ecclesiastiche definiscono, come

italiano, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa, Per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2006, 83 ss. (ove altri contributi tangenti al tema); M. CASTELLANETA-F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, 2019.

<sup>85</sup> L'antitesi può sembrare mal espressa: di una contrapposizione tra massimizzazione del profitto e attenzione agli *stakeholders* può parlarsi quando gli amministratori siano chiamati ad assumere scelte libere; là dove invece questa attenzione si ponga sul piano dell'obbligo (ad esempio, con la presenza di vincoli normativi che introducono costi o impediscono condotte altrimenti redditizie), è la stessa soglia massima del profitto (legittimamente) realizzabile a ridursi.

<sup>86</sup> P.H. CONAC, *op. cit.*, 497 ss.; S. SCHILLER, *op. cit.*, 517 ss. Sono stati coerentemente e corrispondentemente modificati anche gli artt. L 225-35 e L 225-64 *code comm.*

<sup>87</sup> Per riferimenti ad altre esperienze v. U. TOMBARI, "Potere" e "interessi", cit., 40 ss. Per un quadro panoramico sui rapporti tra doveri degli amministratori e tensione alla sostenibilità, nell'ordinamento tedesco, v. recentemente D. WALDEN, *Corporate Social Responsibility: Rechte, Pflichten und Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat*, in NZG, 2020, 50 ss.

<sup>88</sup> Per alcuni spunti al riguardo v. P. G. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in Riv. soc., 2020, 268 ss., part. 272; P. CUOMO, *op. cit., passim*; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in Società, 2020, 440 s.

<sup>89</sup> Rilevante in questa direzione, da ultimo, il report della Commissione Europea, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, luglio 2020; e v. pure EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018*, le cui conclusioni si riflettono nel *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., par. 4.

<sup>90</sup> In senso critico su questa premessa, tuttavia, M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, cit., par. 9 ss.; M. ROE-H. SPAMANN-J. FRIED-C. WANG, *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, Harvard Business School Working Paper 21-056, 3 ss.

<sup>91</sup> La letteratura sull'argomento è sterminata e si intreccia con quella specificamente dedicata alla *corporate social responsibility* (su cui v. *supra*); per i profili che qui interessano, basti il rinvio a AA. VV., *L'interesse sociale*, cit. (v. in particolare i contributi di P. MONTALENTI-V. CALANDRA BUONAURA); U. TOMBARI, "Potere" e "interessi", cit., 57 ss.; per alcuni spunti anche P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in Riv. soc., 2018, 303 ss.

si era ricordato, “legittimi interessi”<sup>92</sup>). La bontà di questa soluzione è fortemente discutibile. Almeno se considerata isolatamente, essa non sembra garantire effetti sostanziali, per ragioni non dissimili da quelle esposte in relazione ai proponimenti della società, eventualmente incorporati nelle carte statutarie: da un lato l’obbligo posto a carico degli amministratori rimane/rimarrebbe generico e per sua natura, nella stragrande maggioranza dei casi, facilmente rispettabile senza deviare da percorsi anche di marcata insostenibilità (gli interessi implicati possono essere molteplici e tra loro non convergenti; i parametri per la loro valutazione e per il loro temperamento possono essere e per lo più saranno vaghi e permetteranno combinazioni di ogni genere, liberamente selezionabili alla bisogna; la *business judgement rule* coprirebbe comunque gran parte delle scelte adottate)<sup>93</sup>; dall’altro lato, gli *stakeholders* resterebbero privi di strumenti coercitivi<sup>94</sup>, che sarebbe persino difficile configurare – quand’anche lo si volesse –, sempre alla luce della genericità del dovere che verrebbe imposto agli amministratori. Al più, si otterrebbe una più analitica motivazione delle decisioni gestorie prese<sup>95</sup>, anch’essa facilmente inclinabile nella direzione preferita. La timidezza delle formule normative sinora impiegate (e in special modo delle formule verbali: “avere riguardo”, “prendere in considerazione”, “tenere conto”) suona in qualche misura come una presa d’atto della scarsa risolutività di un intervento di questo tenore: più che di un principio ordinatore della gestione societaria, si è/sarebbe in presenza di una norma-manifesto, o meglio ancora di un’aspirazione che galleggerebbe nella dimensione degli ideali. Se a questo si aggiunge l’esternalità negativa che si produce per converso e che molti segnalano<sup>96</sup>, consistente nel potenziale ampliamento dell’area della discrezionalità amministrativa, v’è da dubitare dell’opportunità stessa di introdurre una regola siffatta, quantomeno sul piano dell’*hard law*.

È chiaro a tutti che una questione di tale portata non può essere liquidata in poche e lapidarie parole, ma la via migliore per dare concretezza agli obiettivi di sostenibilità sembra piuttosto quella dell’imposizione di limiti normativi puntuali ed esterni all’azione imprenditoriale<sup>97</sup>, più stringenti rispetto a quelli esistenti e tali così da garantire un livello

<sup>92</sup> *Oecon. quaest.*, par. 23.

<sup>93</sup> Su un piano totalmente diverso si pone il dovere (indiscutibile) degli amministratori di tenere conto dell’impatto sulla strategia d’impresa dei rischi climatici e sociali futuri, cioè dei pregiudizi che eventi nocivi potrebbero arrecare all’impresa stessa (il punto è ben evidenziato da G. FERRARINI, *Corporate Purpose*, cit., 13 s., mentre la distinzione tra i due piani non risulta chiara in S. BRUNO, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell’art. 2086 c.c.*, in *BIS*, 1, 2020, 47 ss.). È in questo quadro che si delinea pure il dovere di tenere conto dell’impatto sulla società (in termini reputazionali e di tutto ciò che ne può conseguire) delle ricadute prodotte dalle decisioni gestorie prese dagli stessi amministratori; di un simile dovere nessuno può dubitare, così come della legittimità di decisioni che, perseguendo finalità “sociali”, mirino a conseguire risultati, nel breve, medio o lungo periodo, convenienti per la società in termini economici [cfr. C. ANGELICI, *Responsabilità sociale*, cit., 74; M. STELLA RICHTER JR, *Corporate social responsibility*, cit., 958].

<sup>94</sup> Quanto all’ordinamento italiano, il riferimento normativo dovrebbe essere naturalmente all’art. 2395 c.c.; sulla relazione (attuale e prospettica) tra questa disposizione e la tutela degli *stakeholders* v. V. CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 597 s.; M. MAUGERI, *ivi*, 599 s.; M. LIBERTINI, *ivi*, 602.

<sup>95</sup> Cfr., con riferimento all’art. 1833 *code civil* francese, sempre P.H. CONAC, *op. cit.*, 508.

<sup>96</sup> V. *supra* quanto osservato a proposito delle clausole statutarie introducenti obiettivi di socialità da perseguire nell’esercizio dell’attività.

<sup>97</sup> Cfr. R. SACCHI, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 592 e 599.

di protezione maggiore di quello attuale agli interessi diffusi delle comunità<sup>98</sup>.

È un modello ampiamente sperimentato in diversi ambiti dell'ordinamento, dalla sicurezza dei lavoratori alla tutela dei consumatori, dai rapporti bancari ai servizi di investimento, e che dovrebbe essere sicuramente applicato con maggiore convinzione e pervasività in settori ulteriori. D'altra parte gli assetti economici contemporanei impediscono – e lo scoglio è ben registrato dalle istituzioni ecclesiastiche – soluzioni legislative esclusivamente domestiche, che finirebbero per deprimere la capacità competitiva delle imprese nazionali<sup>99</sup>, favorendo ulteriormente il ricorso all'arbitraggio normativo da parte delle multinazionali, e finirebbero altresì per accentuare, a danno delle comunità locali, il divario nell'accesso ai mercati e al benessere, che produce quel fenomeno dell'"esclusione" e dello "scarto", condannato senza mezzi termini da tutti i documenti vaticani come il frutto di una cultura deviata e distruttiva<sup>100</sup>. Da questo punto di vista le iniziative di rango europeo sono da salutare con sicuro favore e andrebbero ampiamente implementate, non solo per la portata che esse possono avere all'interno dell'area continentale, ma anche per il peso specifico che scelte normative di principio adottate in ambito finanziario e di diritto dell'impresa da parte di un polo di tale rilevanza economica possono avere su scala globale<sup>101</sup>.

7. *Trasparenza dei mercati e induzione alla sostenibilità.* – Non c'è dubbio che le pressioni del mercato possano esercitare un'influenza potentissima sulle scelte gestorie dei *manager*, così come sulle strategie di *engagement* di quella parte delle compagini societarie rappresentata dagli investitori istituzionali.

Guardando alla promozione della sostenibilità, una simile catena di induzione alla virtuosità ha bisogno di due fondamentali elementi di innesco: una disponibilità ampia di informazioni da parte degli investitori, idonee a permettere una valutazione oggettiva, accurata e costante dell'impatto di ciascuna impresa sul contesto sociale e ambientale di riferimento; una significativa inclinazione ad orientare selettivamente gli investimenti in funzione di tale valutazione.

Nutrendo una certa qual fiducia sulla ricorrenza di questo secondo presupposto, le istituzioni europee vanno moltiplicando le iniziative finalizzate a promuovere la realizzazione del primo.

Si è detto che al tema della *disclosure* i documenti vaticani prestano una attenzione particolare, anche se maggiormente orientata alla protezione dell'investitore dai rischi finanziari. Tuttavia l'evocazione di una "responsabilità sociale" dell'investitore<sup>102</sup> me-

<sup>98</sup> L'argomento è presente, con riferimento alla tutela dell'ambiente, nella *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 53.

<sup>99</sup> Lo rileva R. SACCHI, in AA.VV., *Lo statement*, cit., 599.

<sup>100</sup> *Oecon. Quaest.*, par. 6 e 15; Francesco, *Videomessaggio*, cit.

<sup>101</sup> Le stesse istituzioni europee evocano peraltro l'insufficienza di ogni azione continentale e la necessità di un intervento convergente a livello mondiale: v. il *Piano d'azione 2018*, cit., par. 6. Sull'indispensabilità di un passaggio dalla dimensione nazionale a una sovranazionale, in generale, v. gli aa. citati *supra*, par. 1, in nota.

<sup>102</sup> *Oecon. quaest.*, par. 33; PONTIFICIO CONSIGLIO DELLA GIUSTIZIA E DELLA PACE, *Compendio*, cit., par. 358.

desimo richiama proprio le dinamiche di mercato di tipo selettivo, su cui si concentrano molti degli sforzi unionisti.

Il *Piano d'azione* 2018 per finanziare la crescita sostenibile elabora interventi su molteplici fronti: anzitutto nella direzione dell'incremento dei dati forniti dalle imprese (si intende: circa i temi della sostenibilità), per consentire scelte di investimento maggiormente ponderate su basi socio-ambientali; poi in vista dell'elaborazione di una classificazione strutturata dei prodotti finanziari, al fine di rendere efficiente il mercato di quelli sostenibili e di potenziare l'afflusso di risorse al medesimo, rispondendo a una domanda latente di prodotti di questo tipo; in terzo luogo verso un rafforzamento degli obblighi informativi attivi e passivi degli intermediari, sia nei servizi di consulenza finanziaria che in quelli di gestione, così da promuovere la coerenza tra l'eventuale propensione degli investitori alla sostenibilità e i prodotti loro offerti.

Alcune di queste iniziative hanno già trovato sbocco in provvedimenti normativi innovativi, al di là dell'ambito delle informazioni non finanziarie<sup>103</sup>, già a suo tempo disciplinate (e integrate dagli Orientamenti forniti dalla Commissione Europea<sup>104</sup>): in particolare nei reg. UE 2088/2019 e 852/2020<sup>105</sup>.

La lettura di questi interventi suscita qualche perplessità. In linea generale, questo approccio (di *weak sustainability*<sup>106</sup>) sconta la difficoltà di individuare parametri chiari, univoci e oggettivi per misurare la sostenibilità delle imprese su ciascuno dei versanti su cui si genera l'impatto del loro esercizio<sup>107</sup>. Lo stesso *Piano d'azione*, quanto alla costruzione di una tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili, segnala la complessità di una simile operazione<sup>108</sup>. Il rischio è perciò quello del perseguimento di un obiettivo irrealizzabile. Nello specifico, inoltre, si ha la sensazione di una ipertrofia informativa che certamente non giova alla selezione. V'è infine da chiedersi quali risultati potrebbero, nella migliore delle ipotesi, prodursi, se un riorientamento complessivo del mercato o solo una più coerente finalizzazione degli investimenti provenienti dal segmento della popolazione finanziaria sensibile ai problemi della sostenibilità; e se, in quest'ultimo caso, ciò che si otterrebbe – l'incremento delle risorse convogliate verso le imprese virtuose – basterebbe a generare benefici superiori ai costi che le altre imprese continuerebbero a scaricare sull'ambiente e sulle comunità, determinando così un'inversione di tendenza effettiva rispetto alla china attuale. Allargando l'orizzonte rispetto al tema delle povertà, è questo il contenuto del monito espresso dal pontefice<sup>109</sup> circa la necessità di agire strutturalmente sul modello economico, non potendocisi

<sup>103</sup> Sulle quali v. la letteratura citata *supra*, par. 1; sulle implicazioni della disciplina in materia, quanto ai doveri degli organi societari, v., per il diritto tedesco, P. HOMMELHOFF, *CSR-Vorstands- und -Aufsichtsratspflichten*, in *NZG*, 2017, 1361 ss.

<sup>104</sup> Tali Orientamenti sono stati recentemente a loro volta integrati, in relazione ai profili climatici, con Comunicazione della Commissione 2019/C 209/01.

<sup>105</sup> In argomento v. M. SIRI-S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *BIS*, 1, 2020, 3 ss.

<sup>106</sup> J. CULLEN-J. MÄHÖNEN, *Taming*, cit., 106 ss.

<sup>107</sup> Per una accurata analisi v. F. MÖSLEIN, *Certifying "Good Companies". A Comparative Study of Regulatory Design*, in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 669 ss.; J. CULLEN-J. MÄHÖNEN, *Taming*, cit., 106 ss. In argomento cfr. altresì S.K. PARK, *Green Bonds and Beyond*, sempre in B. SJÄFJELL-C.M. BRUNER, *op. cit.*, 596 ss.

<sup>108</sup> *Piano d'azione*, cit., par. 2.1.

<sup>109</sup> Francesco, *Videomessaggio*, cit.

accontentare dei palliativi rappresentati (dal terzo settore o da modelli filantropici di servizio e) dalla coesistenza nel mercato di una finanza sostenibile e di una insostenibile, come di una produzione etica e di una produzione antietica.

8. *Concorrenza, posizioni dominanti, “biodiversità” produttiva e finanziaria.* – L’ultimo profilo che, sia pure per sommi capi, è possibile qui mettere a fuoco, tra le decine su cui si dipana la riflessione dei testi vaticani, concerne la concorrenza e, più in generale, la dimensione raggiunta da certe imprese nel contesto socio-economico mondiale.

Si è detto che, al riguardo, il pensiero cattolico ripone un’enfasi significativa sulla necessità di garantire un equilibrato accesso alle risorse produttive e una sufficiente “biodiversità”, sia in ambito finanziario che materiale (e, aggiungiamo, digitale); in termini generali, si proclama l’indispensabilità di presidi atti ad assicurare che la libertà economica non si riduca ad un mero, disonorevole manifesto, ma sia reale<sup>110</sup>.

Da almeno una prospettiva, queste istanze affondano le proprie radici nella storia più antica, e, nello specifico, trovano riscontri nello stesso testo biblico, che offre testimonianza vivissima dell’attenzione prestata dai suoi redattori alla distribuzione della proprietà terriera, intesa come fattore produttivo essenziale per garantire la sussistenza di ogni individuo e la coesione sociale<sup>111</sup>. Oggi la realtà è, va da sé, profondamente mutata almeno nei Paesi ad economia avanzata, ma i pericoli non sono diversi; semmai, si sono moltiplicati.

Le riflessioni proposte dalle istituzioni vaticane si collocano sulla scia di quelle concernenti il valore della concorrenza nel modello neoliberale<sup>112</sup>, il ruolo della disciplina *antitrust* e l’opportunità di una regolazione che indirizzi dall’esterno il mercato, correggendone e arginandone le naturali derive<sup>113</sup>.

L’evoluzione della società contemporanea, e in particolare l’integrazione tra dimensione civile (privata, relazionale, politica) e dimensione economica della vita di ogni individuo, generata dalla pervasiva digitalizzazione delle interazioni interpersonali e della stragrande maggioranza di ogni altro aspetto dell’esistenza, pone oltretutto temi che non attingono solo alle dinamiche competitive, ma a ben altre sfere della personalità umana, del singolo e della comunità. Gli stessi documenti qui esaminati segnalano come allarmante la posizione di potere acquisita da taluni gruppi imprenditoriali, che li pone in condizione di instaurare un rapporto tra pari (a voler essere ottimisti) con gli Stati sovrani<sup>114</sup>. In diversi

<sup>110</sup> *Lettera Enciclica Laudato si’*, par. 129.

<sup>111</sup> Emblematico al riguardo l’istituto dell’anno giubilare, una soluzione tecnicamente raffinata per assicurare il periodico riequilibrio nella disponibilità delle terre coltivabili: cfr., anche per i necessari riferimenti, M. CIAN, *Le antiche leggi del commercio – Produzione, scambi, regole*, Bologna, 2016, 144 ss. Il problema dell’accesso alla risorsa “terra” era d’altra parte avvertito anche al di fuori della regione (per la Grecia, v. *ivi*, 247 ss.).

<sup>112</sup> Cfr. per tutti F. DENOZZA, *Regole e mercato*, cit., XXVII ss.; M. LIBERTINI, *Concorrenza e coesione sociale*, in *ODC*, 3, 2013, 1 ss.; v. altresì, in generale, M. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Enc. dir.*, Ann. III, Milano, 2010, 191 ss.

<sup>113</sup> Ancora, e per tutti, M. LIBERTINI, *Concorrenza e coesione sociale*, cit.; ID., *Economia e politica nel diritto antitrust*, in R. SACCHI-A. TOFFOLETTO, (a cura di), *Esiste uno “stile giuridico”*, cit., 137 ss.; A. TOFFOLETTO, *Lo stile giuridico neo-liberale e i principi dell’ordinamento*, *ivi*, 247 ss.

<sup>114</sup> *Lettera Enciclica Laudato si’*, par. 175, 196. E si v. la lucida sintesi di U. TOMBARI, “Potere” e “interessi”, cit., 1 ss., ove riferimenti e alcuni dati assai significativi al riguardo.

settori, inoltre, tali gruppi rappresentano oramai veri e propri custodi dell'accesso ai mercati, all'informazione e ai beni, con l'effetto che ai medesimi si trova di fatto affidato, al di fuori di qualsiasi legittimazione istituzionale o democratica, il ruolo di selettori dei soggetti, dei prodotti, persino delle linee culturali e di pensiero meritevoli di trovare accoglienza non solo nello spazio economico, ma più in generale in tutto ciò che, della vita sociale, si svolge oggi o si avvale della virtualità; gli esempi sono molteplici (oscuramenti di *account* e rimozione di *post* dai *social*, espulsione di imprenditori dalle piattaforme, riclassificazioni dei risultati delle *queries* nei motori di ricerca) e vanno moltiplicandosi quasi quotidianamente<sup>115</sup>. Sembra riproporsi in qualche misura, su piani diversi, la contraddizione su cui Milton Friedman fondava il proprio rifiuto della teoria della responsabilità sociale dell'impresa (l'affidamento a quest'ultima, altrimenti, di compiti di redistribuzione della ricchezza e di selezione degli interessi collettivi da proteggere, al di fuori dei meccanismi legittimativi della democrazia)<sup>116</sup>.

Su un ancora diverso piano, va in terzo luogo osservato che il rafforzamento delle posizioni di talune imprese non ha ricadute di carattere puramente economico nella tensione tra concorrenza e monopolio, ma è idoneo a generare profonde rimodulazioni nella struttura sociale stessa delle comunità, come pure è registrato dalle istituzioni vaticane (con particolare riferimento ai flussi migratori e all'impatto complessivo sulle economie regionali)<sup>117</sup>.

È chiaro che, al di là di ogni tecnicismo, questi problemi vanno affrontati riconoscendo l'ineludibilità di una scelta valoriale<sup>118</sup>. La dimensione economica, oggi, non può rivendicare alcuna indipendenza e impermeabilità rispetto alle altre sfere della vita comunitaria, perché non è, e non potrà essere, neutrale<sup>119</sup>. In questo quadro, la sollecitazione che attraversa il magistero cattolico, per una elaborazione di strumenti legislativi su scala globale capaci di fornire un adeguato fondamento antropologico alle dinamiche di mercato, appare meritevole di accoglimento: è indispensabile un processo di rifocalizzazione dei valori da perseguire e di declinazione di un apparato normativo congruo, finalizzato al loro presidio<sup>120</sup>, con l'introduzione anzitutto di limiti (anche dimensionali, nei settori sensibili) all'esercizio dell'impresa e di doveri più stringenti a carico dei *gatekeepers*, che vadano oltre il mero obiettivo dell'efficienza del mercato, alla ricerca di più generali equilibri di giustizia<sup>121</sup>.

<sup>115</sup> Sia consentito il rinvio, per alcuni spunti di riflessione e il richiamo ad alcune recenti vicende, a M. CIAN, *Online Platforms as Gatekeepers to the Digital World – A Preliminary Issue on Business Freedom, Competition and the Need for a Special Market Regulation*, in *EuCML*, 5, 2018, 209 s.

<sup>116</sup> M. FRIEDMAN, *op. cit.*

<sup>117</sup> Cfr. *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 134; e par. 145, circa il pericolo di assorbimento e scomparsa delle identità culturali. Sulla visione del fenomeno migratorio come spontaneo assestamento dei mercati o come distruzione di comunità marginalizzate v. le osservazioni critiche di M. LIBERTINI, *Economia e politica*, cit., 186 ss.

<sup>118</sup> *Supra*, par. 2.

<sup>119</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Economia e politica*, cit., 186 ss., a proposito dell'errore ideologico su cui è fondata la visione del mercato come complesso di dinamiche naturalmente tendenti all'equilibrio.

<sup>120</sup> Sul rifiuto della concezione del diritto come pura tecnica e sul radicamento dei valori dell'ordinamento, in materia di libertà economica, nella Costituzione e nei Trattati europei, v. A. TOFFOLETTO, *Lo stile giuridico*, cit., 255 ss. E con specifico riguardo al richiamo, nell'art. 3 TUE, ai principi dell'economia sociale di mercato, cfr. M. LIBERTINI, *Economia sociale*, cit., 19 ss.

<sup>121</sup> Se peraltro, a certi fini, possa risultare sufficiente la disciplina attuale (in particolare quella *antitrust*),

9. *Conclusioni (prospettiche)*. – Le dimensioni del fenomeno economico e sociale che caratterizza questo primo scorcio di millennio, la poliedricità delle sue manifestazioni e l'attenzione che su di esso si è concentrata (anche dal punto di vista della copiosità della produzione scientifica) pongono ogni sforzo di analisi complessiva e sistematica dello stesso al di sopra delle capacità e delle competenze di qualsiasi studioso. Anche questo è un punto sui cui i documenti vaticani non si mostrano distratti: “la frammentazione del sapere assolve la propria funzione nel momento di ottenere applicazioni concrete, ma spesso conduce a perdere il senso della totalità, delle relazioni che esistono tra le cose, dell'orizzonte ampio, senso che diventa irrilevante”<sup>122</sup>. Questa segmentazione è parte del problema e parte della difficoltà della sua soluzione: occorre uno sguardo d'insieme, non agevole da raggiungere.

Anche la considerazione dei profili giuridici del tema sconta naturalmente questa debolezza e offre una visione limitata; per tacere della visione che può offrire la considerazione dei profili inerenti uno specifico segmento del diritto, pur centrale quale è il diritto privato dell'impresa e dei mercati.

Va da sé che pure le soluzioni che un particolare strumento può offrire non sono da sole sufficienti a raggiungere un adeguato livello di risposta complessiva. La sfida che il pensiero espresso dai pontefici e dagli organismi vaticani esorta a raccogliere è comunque, come si era osservato, prima di tutto una sfida culturale, che impone anche uno sforzo di prognosi e una lungimiranza non marginali: non solo molto v'è di buono nello sviluppo tecnico ed economico che si viene producendo (come i testi in esame pure riconoscono), ma vi sono altresì processi evolutivi, sul piano sociale, culturale, morale, che è giusto assecondare; non trattandosi di ritornare a modelli economico-finanziari di un passato più o meno lontano, difendendo pregiudizialmente posizioni di retroguardia, bensì di guidare lo sviluppo lungo direttrici che garantiscano l'approdo costante a nuove strutture di mercato e dinamiche economiche armoniose e socialmente valide. Perciò alla visione d'insieme, e alla sinergia tra competenze, deve aggiungersi la capacità di un profondo e sapiente equilibrio, ingrediente parimenti indispensabile per affrontare la sfida.

In questa prospettiva e nell'attuale momento storico lo strumento normativo non appare prescindibile quale parte della risposta e il ruolo del diritto commerciale si rivela decisivo per il contributo che è chiamato a portare.

---

purché applicata sulla scorta di una più comprensiva concezione dell'efficienza di mercato [cfr. M. LIBERTINI, *Economia e politica*, cit., 186 ss.] è discorso che non si intende qui approfondire. Sui rapporti tra efficienza del mercato e giustizia, nello specifico ambito della disciplina posta a tutela della parte debole dei contratti commerciali, v. F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di “parte debole”*, in *ODC*, 3, 2013, 1 ss.

<sup>122</sup> *Lettera Enciclica Laudato si'*, par. 110.

# LA MAISON NUCINGEN O LE LACUNE DELLA LEGGE (UN RACCONTO SUL DIRITTO, LE SOCIETÀ PER AZIONI E IL MERCATO FINANZIARIO)

di Giuseppe Guizzi

SOMMARIO: 1. Un romanzo enigmatico. – 2. Il contesto storico: la *fièvre spéculative* al tempo della Monarchia di Luglio e il dibattito sulla riforma della società in accomandita per azioni. – 3. Ancora sul contesto: il divieto delle lotterie, la stampa a basso costo e la diffusione della pubblicità finanziaria. – 4. La *Maison Nucingen* come romanzo «autenticamente giuridico».

1. *Un romanzo enigmatico*. – Testo tra i più complessi ed enigmatici dell'intera *Comédie humaine*, di cui la critica ha sottolineato, da sempre<sup>1</sup>, la difficoltà di piena comprensione per un comune lettore che sia digiuno di conoscenze economiche e di tecnica di borsa, e che forse anche per questo motivo è meno noto al grande pubblico tanto da essere oramai da tempo uscito fuori dal mercato editoriale italiano, *La Maison Nucingen* costituisce un romanzo chiave per comprendere le caratteristiche non solo della società descritta da Balzac<sup>2</sup>, ma anche e soprattutto di quella contemporanea. Ancor più di quanto avveniva all'epoca della Monarchia di Luglio o nel decennio immediatamente precedente in cui si collocano gli eventi raccontati dai quattro commensali seduti attorno al tavolo dell'immaginario ristorante parigino, il mondo in cui viviamo è dominato dal denaro ed i mercati finanziari sono il luogo di elezione in cui si svolge il suo «movimento rotatorio», così simile al «movimento naturale e atmosferico» delle maree di cui parlano Couture e Blondet<sup>3</sup>; il luogo dove si possono, dunque, facilmente creare e distruggere le fortune e in tal modo incidere, spesso per sempre, sulle vite e sulle esistenze degli uomini.

Il racconto sulle origini della immensa ricchezza del banchiere alsaziano, e delle ardite speculazioni che ne hanno reso possibile l'accumulazione, colpisce certo l'atten-

---

<sup>1</sup> Il rilievo si ritrova accennato già nella recensione da attribuirsi a SAINTE-BEUVE apparsa sulla *Revue des Deux Mondes* il 1° novembre 1838, dedicata al volume pubblicato nel mese di ottobre con WERDET, che raccoglieva *La Femme supérieure*, *La Maison Nucingen* e *La Torpille*, dove, nel liquidare sbrigativamente il romanzo come poco interessante, SAINTE-BEUVE osservava che «*sans doute à cause d'une certain argot dont usent les personnages, il nous a été impossible de rien saisir*» (la citazione è tratta dal testo della recensione pubblicato in *Premier Lundis*, t. II, Calmann Lévy Éditeur, Paris, 1885, 360 ss., in specie 364). Per altri sintetici riferimenti sulle analoghe posizioni della critica di ieri e di oggi si veda, di recente, T. WELLES BRIGGS, *L'incompréhensibilité cohérente (L'agiotage, la fraude commerciale et «la Comédie humaine»)*, in *Année balzacienne*, 2018, 387 ss., in specie 389.

<sup>2</sup> In questo senso di recente A. PÉRAUD, *Maison Nucingen (La)*, in *Dictionnaire Balzac*, a cura di E. BORDAS, P. GLAUDES, N. MOZET, Classiques Garnier, Paris 2021, vol. II, 767 ss.

<sup>3</sup> Cfr. *La Banca Nucingen*, che si cita dall'ultima edizione pubblicata in Italia, quella delle Edizioni Corbaccio, Varese, 1930, nella tradizione di MARIO BUGGELLI, rispettivamente 89 e 106.



zione dello studioso di economia per la sua capacità di mettere a fuoco alcuni aspetti caratterizzanti il mercato dei capitali, e massimamente per l'intuizione di Balzac, in questo caso più che mai *visionario*, su come la negoziazione in borsa sia, in definitiva, un gioco a somma zero<sup>4</sup> – perché «il denaro non si crea né si perde, ma semplicemente si trasferisce da una tasca all'altra»<sup>5</sup> –, sull'importanza decisiva che ha in essa la disponibilità delle informazioni, ma anche sul carattere sostanzialmente irrazionale che orienta i comportamenti degli investitori e soprattutto sul ruolo fondamentale che assume il valore della fiducia per il funzionamento del mercato<sup>6</sup>. Ma a conferma della grande vocazione conoscitiva della narrativa balzachiana e della sua attitudine a stimolare la riflessione sui saperi più diversi<sup>7</sup>, e quindi a formare oggetto di indagini e analisi anche da parte degli specialisti di altre discipline, *La Maison Nucingen* si impone egualmente all'attenzione del giurista, e poi in particolare dello studioso del diritto commerciale. Il romanzo rappresenta, infatti, una lucida e disincantata constatazione di come non solo il diritto spesso non riesca a contenere gli effetti dannosi che la speculazione finanziaria può produrre nella sfera individuale di chi vi si lasci incautamente attrarre, ma anche come talvolta siano addirittura le scelte del legislatore che finiscono direttamente o indirettamente per favorirla.

Sotto questo aspetto non è pertanto affatto casuale che la morale conclusiva della storia si compendia nella celebre osservazione di Blondet che «le leggi sono tele di ragno, che sono attraversate dalle mosche grandi e dove rimangono impigliate solo quelle piccole»<sup>8</sup>. Ancorché di lunga e risalente tradizione<sup>9</sup>, l'osservazione mi sembra dimo-

---

<sup>4</sup> Cfr. T. SUCHERE, *Le jeu d'argent et la spéculation: quelques enseignements à tirer de l'oeuvre de Balzac dans le cadre d'une anthropologie des marchés financiers*, in *Éthique et économique/Ethics and Economics*, 15 (1), 2018, 82 ss.

<sup>5</sup> Sono le parole pronunciate dall'immaginario finanziario d'assalto Gordon Gekko, il protagonista del film *Wall Street* di Oliver Stone (1988), nel drammatico dialogo con il giovane broker Bud Fox, dove Gekko espone la sua concezione del «capitalismo trionfante». Il dialogo, e in particolare le osservazioni di Gekko sul fatto che il finanziere non «crea niente» ma semplicemente «possiede» e ancora sul fatto che sono gli uomini della finanza che «fanno le regole, le guerre, la pace, il prezzo di uno spillo» sono sorprendentemente simili a molte delle osservazioni di Balzac («La banca considerata così diventa tutta una politica e porta un uomo ben temperato a mettersi al di sopra delle leggi della probità, nelle quali si sente come limitato»; «il banchiere è un condottiero che sacrifica le masse per giungere a un risultato occulto»; «questi uomini nella maggior parte sono così contigui alla politica che finiscono con l'immischiarsene»: *La Banca Nucingen*, cit., 26). A dimostrazione, come ho avuto modo di rammentare in altra sede (mi sia permesso di rinviare a G. GUIZZI, *Il «caso Balzac». Storie di diritto e letteratura*, Il Mulino, Bologna, 2020, 230, testo e nota 76), di come grande sia stata l'influenza di Balzac, anche inconsapevolmente, sulla settima arte.

<sup>6</sup> Un aspetto che Balzac aveva d'altronde già messo in luce nel finale di *Melmoth réconcilié* (che oggi si può leggere nella edizione italiana a cura di FLAVIO SANTI, UTET, Torino, 2008) là dove individuava le ragioni del rapidissimo deprezzamento di quel peculiare valore mobiliare implicante «l'iscrizione al libro mastro dell'inferno e i diritti relativi al suddetto godimento» nel fatto che, dopo un primo vorticoso giro di contrattazioni, oramai «più nessuno credeva a questo singolare contratto», sicché in breve tempo «per mancanza di fiducia vennero a mancare gli acquirenti».

<sup>7</sup> In questo senso cfr. S. PIETRI, *Miroirs Concentriques. Teoria del romanzo e poetica dei piani dell'essere in Balzac*, Mimesis, Milano-Udine, 2017, 10.

<sup>8</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 106.

<sup>9</sup> Sottolinea T. WELLES BRIGGS, *L'incompréhensibilité didactique («les Parents Pauvres») et l'esprit de lois modernes*, in *Année balzacienne*, 2020, 391 ss., in specie 395, che l'osservazione non sarebbe di Montesquieu, come si legge nel romanzo, dovendosi ascrivere piuttosto a Rabelais. Il paragone è, tuttavia, molto più antico, giacché risale addirittura a PLUTARCO, *Vita di Solone*, 5.4-6 (che si può leggere nella traduzione italiana a cura di MARIO MANFREDINI e LUIGI PICCIRILLI, Mondadori, Milano, 2008, 919) nel

strare con grande chiarezza non solo come il romanzo costituisca una delle tessere fondamentali che concorrono a delineare la concezione balzachiana del diritto e il suo ruolo nella società messa in scena nella *Comédie*, ma anche, più nello specifico, come persino il problema giuridico finisca per partecipare di quella stessa dimensione, per così dire disarticolata e destrutturata, che connota il racconto sul piano narrativo. Gli è, infatti, che se, come è stato ancora di recente osservato, al fine di imitare il carattere naturalmente frammentato della conversazione a tavola il romanzo, con una tecnica in realtà estremamente sofisticata<sup>10</sup>, «*met en place un joyeux désordre, sans hiérarchisation ni équilibre*»<sup>11</sup>, ciò avviene, a ben vedere, anche perché un tale impianto è coerente con il suo oggetto, una simile struttura narrativa riflettendo la dimensione lacunosa, disarticolata e deregolamentata con cui agli occhi di Balzac si presenta la stessa disciplina del mercato finanziario.

2. *Il contesto storico: la fièvre spéculative al tempo della Monarchia di Luglio e il dibattito sulla riforma della società in accomandita per azioni.* – Con la Restaurazione, e poi soprattutto negli anni Venti, il bisogno crescente di risorse finanziarie per lo svolgimento dell'attività imprenditoriale secondo i nuovi e più moderni connotati imposti dal definitivo avvento anche in Francia della rivoluzione industriale aveva accentuato la propensione al loro svolgimento in forma societaria, e per tal via il dinamismo del mercato di borsa, che si configurava come il luogo dove era possibile sollecitarne anche la raccolta presso il pubblico. Si era così dato avvio a quel fenomeno che gli storici del diritto non hanno esitato a definire come un'autentica *fièvre spéculative*<sup>12</sup> e il cui oggetto sarà rappresentato soprattutto da azioni di società in accomandita, che rappresentava all'epoca della Monarchia di Luglio il tipo societario di gran lunga più diffuso e utilizzato tra quelli che il Codice di commercio del 1807 aveva messo a disposizione dei privati<sup>13</sup>; ben più dunque anche del modello della *société anonyme* che pure era la forma che il legislatore napoleonico, secondando una tradizione risalente alla stagione

---

dialogo tra il legislatore ateniese e il filosofo scita Anacarsi: «Anacarsi derideva l'opera di Solone che pensava di frenare le iniquità e le cupidigie dei concittadini con delle parole scritte, che non differiscono affatto dalle ragnatele, ma come queste mantengono le prede deboli e piccole, mentre saranno spezzate dai potenti e dai ricchi».

<sup>10</sup> Si veda in particolare A. KOTIN MORTIMER, *La Maison Nucingen ou le recit financier*, in *Romanic Review*, 1978, 60 ss. (ora con il titolo *La Maison Nucingen. A Financial Narrative*, in EAD., *For Love or for Money. Balzac's Rhetorical Realism*, The Ohio State University Press, Columbus, 2011, 94 ss.); nella critica italiana sottolinea la superba struttura del racconto in particolare S. AGOSTI, *Il romanzo francese dell'Ottocento*, Il Mulino, Bologna, 2010, 129.

<sup>11</sup> In questo senso si veda J. NAÏM, *La Maison Nucingen. Essai d'analyse comportementale*, in *Romanesques*, n. 7/2015, 211 ss., in specie 213.

<sup>12</sup> Sul tema si veda ampiamente N. HISSUNG-CONVERT, *La Spéculation boursière face au droit (1799-1914)*, Lextenso éditions, Paris, 2009, in specie 198 ss.

<sup>13</sup> Cfr. C.P. KINDLEBERGER, *A Financial History of Western Europe*, (1984) Routledge, London-New York, ristampa 2006, 207 ss. La crescita del numero di società in accomandita diventerà vertiginosa nel triennio 1835-1837, con la costituzione di ben 610 società per una raccolta di capitale di 560 milioni di franchi, a fronte delle 245 accomandite costituite nel triennio 1834-1836 per una raccolta di 140 milioni franchi (i dati, così come il *trend* esponenziale di progressiva crescita anno per anno, si ritrovano nel discorso di presentazione del Ministro Barthe al progetto di riforma della disciplina delle società in accomandita per azioni di cui si parla più avanti nel testo).

delle grandi Compagnie seicentesche<sup>14</sup>, aveva tratteggiato come quella naturalmente votata alla sollecitazione del pubblico risparmio.

Le ragioni del grande successo della società in accomandita – ossia di un modello di organizzazione che si basava sull'istituzionale contrapposizione tra due differenti categorie di soci, vale a dire il socio gestore che, allo stesso modo di quanto previsto nella società in nome collettivo, rispondeva delle obbligazioni sociali e si esponeva così al rischio illimitato degli esiti negativi dell'attività di impresa, e l'*associé en commandite*, che era, invece, un semplice *bailleur de fonds*, e che dunque rischiava al massimo di perdere il capitale che aveva conferito – erano da ascrivere essenzialmente a due ordini di fattori, entrambi di carattere normativo<sup>15</sup>. Il primo motivo era rappresentato dalla scelta del legislatore di lasciare la costituzione della società in accomandita integralmente all'autonomia privata, non subordinandola, come invece accadeva ancora per le società anonime, alla previa autorizzazione governativa, in tal modo sottraendola a quella che era pur sempre una indiretta forma di controllo pubblico cui queste ultime erano soggette<sup>16</sup>. Il secondo, e decisivo, motivo di successo risiedeva quindi nella possibilità accordata dall'art. 38 del *Code de Commerce* di suddividere anche nell'accomandita il capitale sociale in azioni, e dalla cui sottoscrizione dipendeva l'acquisto della qualità di socio; una norma, questa, che approfittando della laconicità del dettato normativo, fu subito interpretata nel senso della possibilità che anche le azioni delle accomandite fossero rappresentate in titoli al portatore.

Ebbene una simile interpretazione se, per un verso, aveva il vantaggio di rendere più facile la raccolta delle risorse finanziarie attraverso il collocamento in borsa delle azioni, e rendeva più facile la loro successiva negoziazione, recava con sé tuttavia anche un elemento pericolosissimo. Attraverso le azioni al portatore si conseguiva, infatti, il risultato di occultare l'identità dei soci; il che consentiva, allora, nella sostanza di azzerare la distinzione tra socio illimitatamente responsabile e *associé en commandite*, con il rischio di creare un grave pregiudizio per il mercato, giacché in caso di andamento negativo dell'attività di impresa e di insolvenza della società diventava nei fatti impossibile per i creditori di quest'ultima riconoscere chi fossero i soci che rispondevano illimitatamente<sup>17</sup>.

La prassi di emettere anche nella società in accomandita le azioni nella forma del titolo al portatore – favorita dal silenzio della legge, e che troverà, dopo diverse oscillazioni, una definitiva conferma in una celebre decisione della *Cour royale de Paris* del 7 febbraio 1832 – dette pertanto un impulso decisivo ad un'altra grande febbre di cui parlano gli storici, la c.d. *fièvre des commandites*, determinando, proprio negli anni della

<sup>14</sup> Cfr. A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della company inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 s., in specie 657; F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Il Mulino, Bologna, 1976, 55 ss.; G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley act*, in *Riv. soc.*, 2006, 890 ss., in specie 896 s.

<sup>15</sup> Cfr. CH. LYON-CAEN, L. RENAULT, *Manuel de droit commercial, quinzième édition*, Librairie général de droit et de jurisprudence, Paris, 1928, 152 ss.

<sup>16</sup> Un controllo la cui necessità era stata giustificata da Cambacérès, nel corso dei lavori preparatori, con motivazioni di ordine pubblico che egli ravvisava peraltro in tutte le «*société qui se forme par actions, parce que, trop souvent, ces entreprises ne sont qu'un piège tendu à la crédulité des citoyens*» (cfr. J.-G. LOCRÉ, *La législation civile, commerciale et criminelle de la France, ou commentaire et complément des Codes Français*, XVII, Paris, 1827, 192).

<sup>17</sup> L'aspetto era stato già sottolineato da J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, Paris, 1821-1822, 118.

composizione del romanzo, un ampio e acceso dibattito pubblico, che metteva al centro, da più parti, l'inadeguatezza del sistema normativo delineato dal Codice di Commercio, denunciandosene le lacune e dunque l'incapacità di porre un freno agli abusi scatenatisi sul mercato.

Davanti al moltiplicarsi di società in accomandita per lo svolgimento di attività economiche spesso del tutto improbabili e irrealistiche<sup>18</sup>, le cui azioni venivano tuttavia collocate e scambiate in borsa e che distribuivano utili non di rado fittizi, perché non originati dal reale andamento positivo dell'attività di impresa ma erano semplicemente attintiti dal capitale raccolto tramite nuove emissioni di azioni, la voce di chi si batteva per arginare speculazioni che apparivano scandalose trovò un riscontro nella presentazione il 15 febbraio 1838 davanti alla Camera dei Deputati, su iniziativa del Ministro della Giustizia, di un progetto di legge che si orientò nel senso di un radicale ripensamento della disciplina di tale forma societaria, se non anche nel senso della sua sostanziale abolizione. Il dibattito parlamentare vedrà infatti alternarsi le proposte di chi suggeriva di assoggettare anche la costituzione delle società in accomandita al pari di quella delle anonime al regime della *autorisation préalable* a quelle invece che ipotizzavano di mantenerne la libertà di costituzione solo temperando alcune soluzioni, e poi in particolare – e fu la soluzione che prevalse – quella di impedire che il capitale potesse essere rappresentato da azioni. Una soluzione, questa, che veniva invocata come un «*retour à l'ancien droit [...] et au véritable esprit du Code de Commerce*»<sup>19</sup> e che avrebbe dovuto avere come effetto conseguente quello di impedire la loro incorporazione in titoli al portatore e così segnare il definitivo tramonto, oltre che del possibile uso abusivo dello strumento per occultare l'identità del socio illimitatamente responsabile, della stessa possibilità di libera negoziazione delle partecipazioni sociali sul mercato.

Il progetto – che nell'ottica del contrasto alle manovre fraudolente sul mercato si preoccupava anche di arginare il fenomeno del pagamento di utili fittizi limitando la possibilità della loro distribuzione unicamente ai «*bénéfices nets constaté par les inventaires qui auront être dressés par les administrateurs*» e sancendo la responsabilità degli stessi, non solo patrimoniale ma anche «*par corps*», ossia con la misura dell'arresto, per il caso di distribuzione in assenza o al di là del inventario – suscitò una forte opposizione di larga parte dell'opinione pubblica. Le critiche vennero soprattutto dagli ambienti dei giuristi ed economisti sostenitori delle dottrine del liberalismo economico<sup>20</sup>, i quali se per un verso concordavano sul fatto che il rischio di uso abusivo – che peraltro non era esclusivo delle società in accomandita riguardando in parte anche le

<sup>18</sup> Cfr. N. HISSUNG-CONVERT, *La Spéculation boursière*, cit., 214, che segnala il carattere fittizio e illusorio di molte attività previste negli atti costitutivi delle società del tempo e che veniva messo in risalto dalla letteratura giuridica dell'epoca, come ad esempio lo sfruttamento di miniere improbabili o esaurite. Il riferimento alle miniere è particolarmente interessante in quanto si intreccia con la vita di Balzac – basti pensare al progetto di sfruttamento delle miniere di argento in Sardegna accarezzato proprio negli anni della composizione del romanzo. Non è allora forse solo un caso che il riferimento a società che abbiano ad oggetto attività minerarie ritorni spesso nella sua opera (le azioni delle miniere di Wortischin in *La Maison Nucingen*; le azioni delle miniere della Basse-Indre in *Mercadet*).

<sup>19</sup> Così si esprimeva il Ministro della Giustizia Felix Barthe, nel suo discorso di presentazione del disegno di legge avanti la Camera dei Deputati (lo si può leggere in appendice al saggio di L. WOŁOWSKI, *Des Sociétés par actions*, Paris, 1838, 85 ss., in specie 89).

<sup>20</sup> Si vedano in questo senso L. WOŁOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 34 ss.; A. BLANQUI, *Cours d'économie industrielle (1836-1839)*, L. HACHETTE, Paris, 1839, in specie 162 ss.

stesse società anonime<sup>21</sup> – dovesse essere combattuto, per altro verso contestavano che le misure proposte fossero realmente idonee allo scopo<sup>22</sup>, segnalandone oltretutto il carattere eccessivamente radicale che rischiava, se non nella forma certo nella sostanza, di sopprimere il modello della accomandita per azioni<sup>23</sup>, che veniva considerata, invece, come una delle conquiste più preziose dovute alla rivoluzione industriale e che aveva grandemente contribuito all'affermarsi di molte innovazioni e dunque allo sviluppo e alla modernizzazione del paese<sup>24</sup>. Un'opposizione, questa, che si rivelò molto accesa e che riuscirà a bloccare il tentativo di riforma lasciando il problema ancora per molti anni insoluto.

3. *Ancora sul contesto: il divieto delle lotterie, la stampa a basso costo e la diffusione della pubblicità finanziaria.* – Le lacune dell'ordinamento, ed in particolare della disciplina del Codice di commercio che rendeva le società in accomandita, com'è stato detto con felice espressione, «una struttura aperta agli abusi»<sup>25</sup>, costituiscono tuttavia solo una delle componenti che spiegano il carattere diffuso delle speculazioni di borsa nella stagione della monarchia orleanista. Come oggi gli storici del diritto e dell'economia sono soliti mettere in luce, nel terzo decennio dell'Ottocento – che sono proprio

---

<sup>21</sup> Se il problema era quello di evitare le forme più scandalose di speculazione, o porre un freno ai fenomeni di agiotaggio, esso risultava infatti in qualche modo indipendente dall'essere o meno previsto un meccanismo di autorizzazione preventiva alla costituzione delle società in accomandita, essendo piuttosto legato all'emissione delle azioni in quanto tale, e alle caratteristiche della loro circolazione, e dunque sotto questo profilo comune anche alle società anonime (così L. WOLOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 23). Del resto, che il problema non fosse legato alla forma dell'accomandita sarebbe apparso chiaramente pochi anni più tardi, con lo scoppio di un'altra grande bolla speculativa, quella avente ad oggetto le azioni degli *chemins de fer*; un fenomeno che Balzac metterà in luce ne *La Cousine Bette* attraverso le speculazioni di Crevel sulle azioni della società ferroviaria che gestiva la linea Parigi-Orléans al pari di quella che gestiva la linea Parigi-Versailles-*rive gauche*).

<sup>22</sup> Si osservava, infatti, che il divieto di emettere azioni al portatore non sarebbe in ogni caso valso ad eliminare il rischio che il socio accomandatario, al fine di sottrarsi alla responsabilità illimitata, occultasse la propria identità, dal momento che tale risultato si sarebbe potuto egualmente conseguire tramite l'intestazione delle azioni ad un uomo di paglia (così L. WOLOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 37). Si tratta di un aspetto che è messo in luce con chiarezza anche da Balzac: Claparon è, infatti, uno dei tanti «pulcinella» (*La Banca Nucingen*, cit., 75) manovrati abilmente da Nucingen, a cui il banchiere alsaziano fa assumere la posizione di socio gerente al fine di schermarsi da ogni responsabilità nell'affare, nel caso in cui la sua audace speculazione non fosse andata a buon fine.

<sup>23</sup> Come, infatti, rilevava sempre L. WOLOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 20 «i piccoli risparmiatori, deboli, dispersi, richiedono, per entrare nel commercio, che siano dati, in cambio del loro contributo, titoli che rappresentano una quota di interesse, liberamente trasferibile, e dotata della stessa facilità di realizzazione che possiedono le rendite governative. Le azioni offrono l'unico mezzo semplice e conveniente per suddividere il fondo sociale in modo tale da mettere le singole frazioni a disposizione delle fortune più umili; possono essere trasferite liberamente, circolano senza impedimenti, e così godono di un grande potere di attrazione. Proibirle significa colpire al cuore la società in accomandita».

<sup>24</sup> Del resto, le radici delle turbolenze sui mercati finanziari – notava ancora l'economista di origine polacca – «ci sont bien autrement profondes, et ce n'est pas sur les actions industrielles qu'il étend la plus pernicieuse influence. Le jeu qui s'exerce sur les fonds publics est le plus funeste de tous, il ne laisse aucune compensation aux désastres qu'il occasionne, ni création, ni découverte, ni rien qui puisse être profitable au pays dans le présent ou dans l'avenir. Les opérations sur les actions donnent au contraire lieu à des recherches, à des inventions, à des établissements qui dans une foule de cas sont une véritable conquête pour l'industrie» (così sempre L. WOLOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 23).

<sup>25</sup> Così N. HISSUNG-CONVERT, *La Spéculation boursière*, cit., 213.

gli anni in cui Balzac concepisce e poi scrive, non senza difficoltà<sup>26</sup>, il romanzo – almeno altri due fattori hanno avuto un ruolo determinante nel favorirne l’affermazione.

Un primo elemento è rappresentato, seppure indirettamente, ancora da un provvedimento normativo, vale a dire l’approvazione della legge del 21 maggio 1836 che dispose la soppressione di ogni genere di lotteria. Le conseguenze di tale intervento furono, infatti, non solo e non tanto di spingere tali giochi nella clandestinità, quanto e soprattutto di modificare le abitudini dei piccoli risparmiatori, che mentre negli anni della Restaurazione vedevano nel gioco del lotto l’unica strada per conseguire rapidamente guadagni a doppie o triple cifre – ed è ancora una volta Balzac a tratteggiare impareggiabilmente tale aspetto ne *La Rabouilleuse* attraverso il personaggio di Madame Descoings<sup>27</sup> – per effetto di tali proibizioni essi finiranno per orientarsi, invece, verso l’investimento nei c.d. piccoli valori, come quelli che venivano scambiati soprattutto sulla *coulisse*, il mercato parallelo a quello ufficiale di borsa e ancora di più privo di una specifica regolamentazione<sup>28</sup>, e poi verso le azioni delle accomandite che potevano essere emesse per valori nominali anche assai ridotti, mancando qualsiasi previsione di legge che ne imponesse un limite minimo<sup>29</sup>, e quindi ampiamente accessibili pure per le più modeste forme di risparmio.

Ma vi è anche un secondo fattore che durante il regno di Luigi Filippo contribuisce ad alimentare la speculazione finanziaria: il maggiore spazio accordato alla libertà di stampa – che la Carta costituzionale del 9 agosto 1830 aveva riaffermato e che si traduceva, tra le altre cose, nella possibilità di fondare un giornale senza bisogno di alcuna autorizzazione preventiva – valse a favorire la crescente pubblicazione di giornali e periodici che venivano venduti a prezzi modici, e che si finanziavano pertanto massimamente attraverso la pubblicità<sup>30</sup>. La comparsa sul mercato di testate giornalistiche co-

<sup>26</sup> Il grande travaglio nella composizione del romanzo è confessato da Balzac già nelle lettere a Madame Hanska del mese di ottobre del 1837: dopo aver definito, nella lettera del 21, *La Maison Nucingen* come la sua personale fatica di Sisifo, nella lettera del 26 denunciava in maniera quasi rassegnata la sua «*impuissance complète pour ce que j’ai faire*» riguardo al romanzo, osservando che sebbene egli avesse spesso avuto anche in passato «*de ces contrariétés, [...] elles ne duraient pas aussi longtemps*» (cfr. *Lettres a Madame Hanska*, a cura di R. PIERROT, ROBERT LAFFONT, Paris, 1990, I, o. 413 ss, in specie 418). Il vorticoso numero delle bozze di stampa con le sue multiple correzioni (su cui di recente cfr. ancora T. KAMADA, *Balzac. Multiples genèses*, Presses Universitaires de Vincennes, Paris, 2021, in particolare 349 ss.) ne è dunque solo la più evidente manifestazione esteriore.

<sup>27</sup> Cfr. *La Rabouilleuse*, in *La Comédie humaine*, IV, *Bibliothèque de La Pléiade*, Gallimard Paris, 1976 dove Balzac ci presenta il personaggio come una giocatrice abituale. A riprova dell’avvicinamento tra speculazione finanziaria e gioco, entrambi visti come strumenti per conseguire un arricchimento facile ma anche come fonte di possibili enormi rischi per le economie individuali (la Descoings sottrae, infatti, il denaro al *ménage* familiare e si indebita pur di giocare il suo terno), mi sembra anzi significativo che Balzac definisca i giocatori della lotteria come gli «*actionnaires*» (p. 282) e usi ripetutamente per Madame Descoings l’appellativo di «*vielle actionnaire de la loterie*» (pp. 325; 335; 337).

<sup>28</sup> Sul punto rinvio ancora a G. GUIZZI, *Il «caso Balzac»*, cit., 210 ss.

<sup>29</sup> Sarà, infatti, soltanto con gli interventi normativi della seconda metà del secolo, ed in particolare con la legge del 17 luglio 1856, che verrà stabilito che le azioni delle società in accomandita avrebbero dovuto avere un valore nominale minimo di almeno 100 franchi nelle società costituite con un capitale sino a duecentomila franchi (e di 500 franchi per quelle con un capitale superiore a tale importo), introdotto appunto al fine di evitare che esse venissero emesse ad un valore talmente esiguo da poter essere «*comparée à des billets de loterie*» (così CH. LYON-CAEN, L. RENAULT, *Manuel de droit commercial*, cit., 162). Ma anche tale misura non si sarebbe rivelata di lunga durata, venendo tale limite successivamente modificato e ridotto a 25 franchi.

<sup>30</sup> Sul peso avuto dalla stampa per favorire la speculazione finanziaria nella Francia Ottocento, e in par-

me *La Presse*<sup>31</sup> o *Le Siècle* non fu dunque importante solo perché dette un impulso decisivo allo sviluppo a quella larga e diffusa produzione letteraria che dette avvio alla grande stagione del *roman-feuilleton* e che ebbe un ruolo determinante nel rendere la letteratura un prodotto di massa e di consumo<sup>32</sup>. Ospitando ogni genere di réclame e di avviso pubblicitario, questi giornali costituiranno il mezzo principale di diffusione presso il pubblico anche dei c.d. prospetti – ovviamente ben diversi da quelli conosciuti dalla moderna disciplina dei mercati finanziari, perché non erano soggetti ad alcuna forma di controllo sulla veridicità e correttezza dell'informazione resa<sup>33</sup> – che descrivendo mirabolanti progetti imprenditoriali e altrettante mirabolanti possibilità di ottenere facili guadagni e sfruttando la credulità popolare si rendono strumento di attrazione del risparmio<sup>34</sup>, che viene così canalizzato verso l'investimento azionario, ma senza una autentica e reale consapevolezza dei rischi ad esso sottesi.

4. *La Maison Nucingen come romanzo «autenticamente giuridico»*. – Il contesto che si è descritto e le vicende, anche e soprattutto normative, che caratterizzarono gli anni tra il 1836 e il 1838, ossia quelli realmente decisivi nella composizione del romanzo, mi sembrano non solo poter contribuire a decifrare alcuni aspetti di quella “illeggibilità” a cui la critica, come si è visto, ha fatto sovente riferimento<sup>35</sup>, ma permettano altresì di

---

ticolare sulla c.d. «*venal press*», la stampa specializzata in materia finanziaria che si diffonderà soprattutto nella seconda metà del secolo si veda C.P. KINDLEBERGER, *A Financial History of Western Europe*, cit., 209 ss. Con più specifico riferimento alle vicende del terzo decennio del secolo N. HISSUNG-CONVERT, *La Spéculation boursière*, cit., 204.

<sup>31</sup> Sull'importanza del giornale, fondato da Emile de Girardin, come momento di rottura nel panorama editoriale dell'epoca, e che segna l'avvento dell'età moderna dell'editoria, si veda AA. VV., *1836. L'an I de l'ère médiatique. Analyse littéraire et historique de La Presse de Girardin*, a cura di M.E. THERENTHY, A. VAILLANT, Nouveau Monde editoins, Paris 2001, *passim*.

<sup>32</sup> Sul tema, ed in particolare sul ruolo come sempre in qualche modo anticipatore svolto in questo ambito proprio da Balzac, cfr. il fondamentale libro di R. CHOLLET, *Balzac journaliste. Le tournant de 1830* (1983), Classiques Garnier, Paris, ristampa, 2016.

<sup>33</sup> Anche in questo caso un primo tentativo di risposta al problema sarà adottato dal legislatore francese solo nella seconda metà del secolo. In occasione dell'approvazione della legge del 17 luglio 1856, poc'anzi ricordata, al fine di contenere i rischi per il pubblico derivanti da forme non sorvegliate di pubblicità finanziaria l'art. 12, comma 2, di tale testo normativo configurerà come reato, punibile con un'ammenda da un minimo di cinquecento a un massimo di diecimila franchi, ogni forma di pubblicità dei valori delle azioni delle accomandite qualora esse fossero state emesse o negoziate in violazione delle norme di legge (ossia qualora emesse per valori inferiori ai minimi imposti normativamente, ovvero senza che fosse stato eseguito il conferimento del loro valore per almeno 2/5). È interessante notare, tuttavia, come la soluzione adottata si sia attestata su una linea molto più blanda di quella pure proposta nel corso dei dibattiti parlamentari, dove fu prospettata anche l'ipotesi, certamente più radicale, di proibire ogni forma di pubblicità (per un esame del testo di legge e un estratto dei lavori parlamentari cfr. A. VAVASSEUR, *Des Sociétés en commandite par actions. Commentaire de la loi de 17 juillet 1856*, Cosse et Marchal, Paris, 1856, 107 ss.)

<sup>34</sup> Questo aspetto, ed in particolare l'ampio spazio che su *La Presse* avevano gli annunci pubblicitari nel promuovere le nuove iniziative imprenditoriali nella forma di società per azioni, è stato peraltro già messo in luce dalla critica balzachiana: cfr. in questo senso particolarmente J.H. DONNARD, *Balzac. Les réalités économiques et sociales dans La Comédie humaine*, Armand Colin, Paris, 1961, in particolare 315.

<sup>35</sup> È dunque nello studio e nel chiarimento del contesto storico-giuridico che mi sembra si possa trovare la migliore risposta all'interrogativo – sollevato da E. BORDAS, *Balzac et la lisibilité de l'argent romanesque*, in *La Littérature au prisme de l'économie (Argent et roman en France au XIXe siècle)*, a cura di F. SPANDRI, Classiques Garnier, Paris, 2014, 116 ss., in specie 128, con espresso riferimento al «*vocabulaire de l'argent*» inteso in senso ampio, e dunque comprensivo anche di quello delle «*opérations financières*» –

considerare *La Maison Nucingen* alla stregua di uno dei romanzi più «autenticamente giuridici»<sup>36</sup> dell'intera *Comédie humaine*, seppure in una prospettiva differente da quella con cui tale definizione viene impiegata dagli studiosi balzachiani con riferimento a romanzi come *Le Colonel Chabert*, *L'interdiction* o anche a *Le Cousin Pons*<sup>37</sup>. Mentre, infatti, in quest'ultimi i problemi del diritto sono una componente della storia, uno degli elementi della trama e che concorrono a orientarne lo svolgimento, ne *La Maison Nucingen* la riflessione sull'ordinamento giuridico, sulle lacune della legge e sulla impotenza del diritto a governare i fenomeni sociali costituisce, mi sembra, l'oggetto stesso del romanzo, il suo fine ultimo<sup>38</sup>, e dove si esprime pertanto quella che è stata giustamente indicata come la funzione didattica<sup>39</sup> che il diritto assume nell'opera di Balzac, ovvero la sua capacità di comunicare ai lettori, che poi vuol dire agli uomini, l'importanza e l'influenza, talora purtroppo anche negativa, che il diritto ha sulle loro esistenze.

Emblematica in questo senso mi sembra, innanzitutto la riflessione che Balzac affida a Couture – non per caso l'unico dei quattro commensali che non proviene dal mondo del giornalismo, e che ci viene presentato, invece, come uomo che «vive della speculazione», che «innesta affare su affare», dove «il successo dell'uno compensa l'insuccesso dell'altro» e che «si mantiene a galla sostenuto dalla forza nervosa del suo giuoco»<sup>40</sup>. Nel monologo sul fatto che «ogni governo che si mischia nelle cose del commercio e non lo lascia libero commette una sciocchezza costosa» e che «nulla è più conforme ai principi della libertà di commercio che la società per azioni», così come nell'osservazione che «da vent'anni in qua le società per azioni, le accomandite, favorite sotto tutte le forme sono in voga in Inghilterra, il paese più commerciale del mondo»<sup>41</sup>, Balzac riprende il tema molto controverso che era stato al centro del dibattito di quegli anni e che sarebbe diventato particolarmente intenso nella primavera del 1838, ossia proprio l'anno in cui il romanzo verrà finalmente pubblicato, così ponendo al cuore della narrazione la questione della riforma della disciplina della società in accomandita e l'abolizione della possibilità di emettere dei titoli negoziabili sul mercato<sup>42</sup>.

---

su che cosa il lettore possa «comprend[re] du sens romanesque quand il rencontre des incises culturelle, lexicalisées, des référèrent dont la lisibilité lui échappe». Sul tema della “illeggibilità” di Balzac, e soprattutto sui problemi che si pongono oggi anche dal punto di vista editoriale al fine di consentire al lettore una piena fruizione del testo, cfr. I. MIMOUNI, *Balzac est-il encore lisible? (Ou comment l'éditer pour un public élargi)*, in *The Balzac Review/Revue Balzac*, 2021, 61.

<sup>36</sup> L'espressione è di M. LICHTLÉ, *Balzac à l'école du droit*, in *Balzac, le texte et la loi*, studi raccolti a cura di S. VANDEN ABEELE, Paris, Presses de l'Université Paris-Sorbonne, 2012, 137.

<sup>37</sup> In questo senso M. MAS, *Formes et enjeux de l'écriture du droit dans Le Cousin Pons*, Aa. Vv., *Relire Le Cousin Pons*, a cura di P. GLAUDES, E. REVERZY, Classiques Garnier, Paris, 2018, 275.

<sup>38</sup> Una considerazione analoga è stata sviluppata di recente anche da K.M. RONEY, *A Tale of Two Bankruptcies (César Birotteau and La Maison Nucingen)*, in *The Balzac Review/Revue Balzac*, 2021, 197 ss., ma proponendo una lettura del romanzo in cui l'accento viene posto – a mio avviso in maniera non del tutto convincente – sulla inadeguatezza della disciplina del fallimento. Un tema questo che ne *La Maison Nucingen* resta a mio avviso, invece, del tutto sullo sfondo.

<sup>39</sup> Così E. ROSEN, *Usages balzaciens du droit et exploration du sociale: l'exemple de L'Interdiction*, in *Balzac et l'homme social*, testi raccolti da J.L. DIAZ, in *Revue des Sciences Humaines*, 3, 2016, 133 s.

<sup>40</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 11.

<sup>41</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 79.

<sup>42</sup> La circostanza che Balzac ne avesse sostanzialmente concluso la stesura già nel dicembre del 1837 – quando il romanzo avrebbe dovuto essere pubblicato su *La Presse* prima che il suo fondatore lo rifiutasse per delle ragioni mai del tutto chiarite (ma si veda l'intrigante ipotesi di J.H. DONNARD, *Balzac. Les réalités économiques*, cit., 315 ss., secondo cui il motivo sarebbe nella stretta somiglianza tra la speculazione di Nucingen



Nelle parole pronunciate da Couture Balzac dà dunque espressione, usandone esattamente gli stessi argomenti<sup>43</sup>, alla voce dei seguaci delle dottrine del liberalismo che si opposero, ed alla fine come abbiamo visto con successo, alla sua approvazione.

Non meno significative della capacità del romanzo di riflettere quanto accadeva in quegli anni sono, tuttavia, le osservazioni di Bixiou – ed anche qui non mi sembra casuale che Balzac affidi il commento a un personaggio che proviene dal mondo dei giornalismo – sulle differenze tra quanto accadeva ai tempi dell’ardita speculazione di Nucingen, che si svolge alcuni anni prima dell’avvento della Monarchia di Luglio, e la realtà del mercato esistente al momento in cui i personaggi del romanzo si ritrovano seduti al tavolo del ristorante parigino così simile a *Very* a discorrere delle origini della fortuna di Rastignac. L’osservazione che a quell’epoca si era ancora nella «infanzia dell’arte. Non si era fatta ancora intervenire la pubblicità di quei giganteschi annunci che stimolano le immaginazioni, chiedendo denaro a tutti»<sup>44</sup> serve ad esprimere con evidente disincanto quanto Balzac aveva già messo in luce – a conferma così dello strettissimo intreccio delle due storie dichiarato dallo stesso autore, e di come allora l’una possa servire anche a interpretare l’altra<sup>45</sup> – nel monologo sulla speculazione come «commercio astratto» pronunciato da Claparon nel *Cesar Birotteau*; ossia di come la grande alleata della speculazione fosse proprio la stampa, che ospitando pubblicità menzognere permetteva di attrarre i capitali di inconsapevoli risparmiatori, i quali diventano così le vittime da sacrificare<sup>46</sup>, ma ciò non solo per effetto delle manovre degli uomini della finanza (i lupi cervieri secondo l’espressiva definizione balzachiana) ma anche e soprattutto a causa della loro stessa «avidità»<sup>47</sup>.

---

e alcuni scandali finanziari in cui era stato coinvolto sempre in quegli anni lo stesso Girardin) – non mi sembra possa essere sufficiente per escludere quanto prospettato nel testo. Al più la circostanza vale ad escludere che si possa ipotizzare una ripresa diretta del dibattito svoltosi a valle dello specifico progetto di legge, ma non certo l’influenza di temi e problemi che erano discussi pubblicamente, come si è visto, oramai da molti anni: d’altronde «il genio non ha bisogno di contatti diretti e di esplicite dichiarazioni per appropriarsi di quanto c’è nell’aria» (faccio qui mie, applicandole a Balzac, le parole di Massima Mila a proposito dell’eventuale influenza della nascente filosofia del neoclassicismo sul “tardo stile” mozartiano: cfr. M. MILA, *La Clemenza di Tito: tra neoclassicismo e restaurazione*, in *Mozart (Saggi 1941-1987)*, Einaudi, Torino, 2006, 276).

<sup>43</sup> «Le gouvernement ne saurait intervenir sans cesse dans les transactions des particuliers, et cet attirail administratif a quelque chose de répulsif pour le commerce. Rien d’aussi contraire à ses habitudes et à ses penchants que de soumettre ses opérations au contrôle de l’autorité»: così scriveva, ad esempio, L. WOLOWSKI, *Des Sociétés par actions*, cit., 15, nel cui saggio ritroviamo anche (p. 28 ss.) l’argomento fondato sulla comparazione con l’esperienza giuridica inglese evocata da Couture.

<sup>44</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 77.

<sup>45</sup> Cfr. in questo senso F. SPANDRI, «*Du malaise existentiel à la panacée économique: Stendhal, Balzac, l’improper, l’argent*», in *Romantisme*, 2/2013, 99 ss., in specie 108 ss.

<sup>46</sup> «Bene!» – Balzac scrive in *Cesar Birotteau* (che si cita dalla traduzione italiana di Francesca Spinelli, Oscar Mondadori, Milano, 2006, 292) – «il banchiere convoca allora gli industriali. Amici miei, al lavoro! Prospetti! Panzane a volontà! Prendono le loro tombe e gridano a più non posso: centomila franchi per cinque centesimi! o cinque centesimi per centomila franchi, miniere d’oro, miniere di carbone. In breve, la solita montatura del commercio. Si comprano i pareri degli uomini di scienza o d’arte, la sfilata si svolge, il pubblico entra, riceve i suoi soldi, il ricavato è nelle nostre mani. Il maiale se ne sta sotto il suo tetto con le patate, e gli altri sguazzano nei biglietti di banca». L’idea è ripresa in forma più sintetica da Bixiou in *La Maison Nucingen* (cit., 372): «i giornali non si gettavano come cani affamati sugli azionisti agonizzanti. Gli affari delle società per azioni, come dice Couture, [non erano] ingenuamente pubblicati, supportati da relazioni di persone esperte (i principi della scienza!)».

<sup>47</sup> Perché – come nota sempre Couture, con parole che si impongono ancora oggi alla nostra riflessione, in quanto purtroppo per gran parte valide anche per l’età contemporanea – «viviamo in un tempo di avidità

Ma è soprattutto nelle parole pronunciate da Blondet in quella che in apparenza costituisce una lunga digressione – introducendo un momento di sospensione del flusso narrativo prima che le diverse storie introdotte dai quattro commensali convergano verso il loro punto di incontro<sup>48</sup>, ossia la terza, falsa, liquidazione di Nucingen – che si concentra, invece, il senso più profondo del romanzo e «tutto [il suo] insegnamento sociale»<sup>49</sup> cui Balzac allude nella dedica a Zulma Carraud.

Le osservazioni del giornalista in controcanto alle riflessioni di Couture sulla libertà di commercio e sui rischi che si possono presentare a chi voglia mettervi mano sono, infatti, più che mai rivelatrici.

«Io vado più lontano signori. Se c'è un vizio nella teoria attuale, di chi la colpa? Della Legge! Della Legge presa nel suo intero sistema, della Legislazione! [...] Le leggi vietino pure alle passioni il tale o il tale altro sviluppo (il gioco, la lotteria, quel che volete insomma); esse non estirperanno mai le passioni. Uccidere le passioni vorrebbe uccidere la società, che se non le genera, almeno le sviluppa. Così voi non ostacolate con delle restrizioni il desiderio di giuocare che è nel fondo di ogni cuore, nella giovinetta, nel provinciale, come nel diplomatico, perché tutti si augurano una fortuna gratuita, il giuoco si propagerà in altre sfere. Sopprimete stupidamente la lotteria, le cuoche non derubano meno la loro padrona, portano la refurtiva alle casse di risparmio e la posta è per esse di duecentocinquanta franchi, invece di essere di quaranta soldi, perché le azioni industriali, le accomandite, diventano la lotteria, il giuoco senza tappeto, con un rastrello invisibile e delle probabilità calcolate. Il giuoco è vietato, la lotteria non esiste più: ecco la Francia molto più morale, gridano gli imbecilli, come se avessero soppresso i puntatori. Si gioca sempre. Soltanto gli utili non vanno più allo Stato, il quale sostituisce un'imposta pagata volentieri con un'imposta noiosa, senza diminuire i suicidi perché il giocatore non muore, ma muore la sua vittima! Non vi parlo dei capitali all'estero perduti per la Francia, né delle lotterie di Francoforte [...] Ecco il senso della sciocca filantropia della nostra legislazione»<sup>50</sup>.

Queste parole – che segnalano come Balzac avesse anche già colto, nello specifico, quello che gli storici e i giuristi hanno rilevato solo dopo di lui, quanto all'impulso che la previsione del divieto di ogni forma di lotterie ha dato, paradossalmente, proprio al diffondersi della speculazione sul mercato finanziario<sup>51</sup> – hanno un valore che trascende, infatti, la vicenda contingente<sup>52</sup>. Esse mettono piuttosto in chiaro, senza margine alcuno

---

in cui non ci si preoccupa del valore di una cosa se non vi si può guadagnare passandola al vicino, e la si ripassa al vicino perché l'avidità del risparmiatore è uguale a quella dello speculatore che gliela offre» (*La Banca Nucingen*, cit., 80). La rovina dei risparmiatori è dunque contemplata da Balzac con estrema durezza, e senza alcuna forma di compassione per questi ultimi (così, con grande chiarezza, F. FIORENTINO, *Introduzione a Balzac*, Laterza, Bari, 1989, 77).

<sup>48</sup> Cfr. A. KOTIN MORTIMER, *La Maison Nucingen. A Financial Narrative*, cit., 97.

<sup>49</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 9.

<sup>50</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 86 s.

<sup>51</sup> Quest'aspetto è accennato da C.C. LÉCUYER, *Pédagogie de l'argent et lutte contre le paupérisme dans la littérature (L'exemple des Caisses d'épargne sous la Restauration et la monarchie de Juillet)*, in *La Littérature au prisme*, cit., 311 ss., in specie 327.

<sup>52</sup> Oltre a quanto rilevato nel testo, attraverso le parole pronunciate da Blondet sugli effetti che il divieto delle lotterie aveva innescato sulle abitudini di risparmiatori anche nel senso di favorire l'allocatione di capitali all'estero Balzac mette in risalto, con impressionante chiarezza e con un grandissimo anticipo rispetto a una riflessione che si è venuta sviluppando compiutamente solo nell'età contemporanea, il problema della

di ambiguità, di come non solo siano le norme a orientare i comportamenti umani, ma anche come non di rado le norme siano il frutto di scelte non meditate, realizzando effetti controproducenti rispetto agli stessi obiettivi che loro tramite si intendono perseguire<sup>53</sup>.

La metafora ripresa da Blondet nel finale del romanzo, e già rammentata al principio di questo scritto, delle leggi come tele di ragno acquista un senso assai preciso e la disincantata conclusione del giornalista – a cui Balzac d'altronde spesso affida il compito di esprimere le sue più radicate e convinte opinioni<sup>54</sup> – che «la legalità uccide la società moderna»<sup>55</sup> non fa pertanto altro che anticipare l'amara riflessione su «quante atrocità si nascondono sotto questa terribile parola: la legalità»<sup>56</sup>, che ritroveremo qualche anno più tardi in *Illusioni perdute*, confermando così l'intima coerenza della concezione balzachiana del diritto come emerge attraverso *La Comédie humaine* e che ben si presta allora ad essere considerata – al pari del denaro i cui movimenti d'altronde il diritto dovrebbe arginare e a cui dovrebbe provare a dare forma – come uno dei suoi più grandi temi “*réapparaissent*”.

---

c.d. concorrenza tra ordinamenti, e di come allora in certi contesti, e poi massimamente in quello dei mercati finanziari, possa essere indispensabile perseguire l'obiettivo, nell'ambito di un sistema che agevola la mobilità e la circolazione transfrontaliera dei capitali, di rendere omogenee le discipline tra i diversi paesi così, come sul dirsi, da «livellare il campo di gioco».

<sup>53</sup> Alcuni spunti in questa direzione si possono ritrovare anche nella lettura proposta da K.M. RONEY, *A Tale of Two Bankruptcies*, cit., che ritiene – ma spingendosi, a mio avviso un po' troppo in avanti – di poter cogliere nelle posizioni espresse da Balzac quasi una anticipazione delle teorie del neoliberismo proposte da Von Hayek..

<sup>54</sup> Come sottolinea M. BERTINI, *La legge è una tela di ragno*, in *L'Indice*, 5/2021, 29.

<sup>55</sup> *La Banca Nucingen*, cit., 107.

<sup>56</sup> *Illusioni Perdute*, nella traduzione di D. SALVATICO ESTENSE e G. MEZZANOTTE, in *La Commedia umana*, selezione scelta a cura di M. BONGIOVANNI BERTINI, I Meridiani, Arnoldo Mondadori Editore, Milano, 1994, II, 637.

# DELLE SCELTE DI INVESTIMENTO DEI *POST-MILLENNIALS*, E DEL DIFFICILE RAPPORTO TRA ANALFABETISMO FINANZIARIO, CRISI ECONOMICO-FINANZIARIA E FINANZA SOSTENIBILE

di *Monica Cossu*

SOMMARIO: 1. L'età dell'incertezza e il ricambio finanziario generazionale. – 2. Dall'informazione finanziaria all'educazione finanziaria dei *Post-Millennials*. – 3. Il modello normativo della *product governance* e l'alfabetizzazione finanziaria. – 4. Il percorso normativo della finanza sostenibile. – 4.1. (*Segue*): e dei green, social, sustainable e sustainable-linked bonds. – 5. Conclusioni. *Post-Millennials* e finanza sostenibile (?)

1. *L'età dell'incertezza e il ricambio finanziario generazionale*. – La pandemia da *Covid-19* ha generato, insieme alla drammatica e tristemente nota crisi sanitaria, una crisi economica senza precedenti nel panorama mondiale del secondo dopoguerra; crisi che è occorsa sia sul lato dell'offerta – causa i numerosi, prolungati e reiterati blocchi a molte attività economiche appartenenti ai più svariati settori produttivi, soprattutto di servizi – e sia anche sul lato della (conseguente contrazione della) domanda in altrettanti, molteplici comparti<sup>1</sup>.

Sin da subito la crisi pandemica da *Covid-19*, ben più delle crisi economiche che l'hanno preceduta, ha messo a nudo con particolare nettezza la fragilità strutturale delle economie contemporanee, fortemente sbilanciate a favore della produzione e della vendita di beni e servizi di consumo non essenziali e a scarso valore aggiunto<sup>2</sup>. L'intero comparto delle PMI ha registrato, quindi, una riduzione drastica sia dei costi operativi per servizi e del costo del lavoro, e sia, inevitabilmente, della redditività lorda<sup>3</sup> e netta<sup>4</sup>, oltre che un generale peggioramento degli indici di solvibilità<sup>5</sup> e una diminuzione dello *stock* di capitale<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Alcuni dati in CERVED, *L'impatto del COVID-19 sui settori e sul territorio*, marzo 2020; P. SURICO-A. GALEOTTI, *The Economics of a Pandemic: the Case of Covid-19*, London Business School, ultimo aggiornamento 15 luglio 2020, 83. Sul fatto che la crisi economica seguita alla pandemia da *Covid-19* abbia rappresentato uno *shock* macroeconomico complesso, che ha colpito sia l'offerta che la domanda, cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino economico*, n. 1, 2021, 67 ss.; BANCA D'ITALIA, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Statistiche*, 14 aprile 2020; BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*, n. 1, 2021, 21.

<sup>2</sup> M. COSSU, *Il diritto e l'incertezza. La legislazione d'impresa al tempo della pandemia*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1223.

<sup>3</sup> RAPPORTO CERVED PMI 2020, 12 ottobre 2020, 12.

<sup>4</sup> CERVED KNOW, *Le PMI italiane alla prova del Covid*, gennaio 2021, 1, stimava la contrazione attesa del fatturato relativo all'anno 2020 nella misura dell'11% in termini reali e del 14% in valore nominale, e un ribasso altrettanto forte della redditività netta; RAPPORTO CERVED PMI 2020 (nt. 3), 31 ss., ove la stima,

In merito agli effetti di questa crisi si riscontra, tuttavia, una forte asimmetria, e se nel complesso una buona parte delle PMI ha potuto conseguire nel 2020 il pareggio di bilancio, o anche ottenere un utile di esercizio (pur osservandosi nel contempo una crescita del *leverage* e degli oneri finanziari, e un deterioramento degli indici di sostenibilità economico-finanziaria), le filiere del turismo, della ristorazione, dei trasporti, della moda, delle attività congressuali e convegnistiche, e di tutti i servizi a queste connessi hanno registrato una forte perdita di ricavi, insieme a gravi problemi di liquidità e di solvibilità<sup>7</sup>.

Queste stesse filiere hanno fatto registrare, nel contempo, un crollo in termini di nascita di nuove imprese, mentre le varie forme di sussidio pubblico, unite all'improcedibilità delle istanze di fallimento, hanno evitato un corrispondente incremento dei fallimenti e delle liquidazioni volontarie<sup>8</sup>.

Al netto della diminuzione del numero delle nuove imprese, e dell'elevato numero di PMI che si sono ridimensionate fino a divenire micro-imprese, alcuni comparti registrano tuttora una crisi di *sostenibilità finanziaria*<sup>9</sup>, e lo scenario lascia presagire che nel medio-lungo periodo si potrebbe assistere al riassetto di molti comparti, a favore della produzione di *asset* meno condizionabili da crisi esogene di questa portata, e quindi all'emergere, in ultima analisi, di nuove *proposte di valore*<sup>10</sup>. Depongono in

---

sulla base degli indici di bilancio, che prevedeva il passaggio del *ROE* (che misura la redditività del capitale di rischio in rapporto al capitale investito) dal 10,8% al 6,6%, del *ROI* (che misura il rapporto tra risultato operativo e capitale investito netto operativo) dal 5,8% al 3,3%, e del *ROA* (che misura il rapporto tra reddito operativo e totale degli investimenti) dal 4,1% del 2019 al 2,9% del 2020. Si tratta, evidentemente, di dati che riguardano le PMI nel complesso, sebbene i modelli previsionali tengano anche conto almeno in parte delle variabili che hanno determinato un impatto della crisi differenziato e asimmetrico a seconda del settore e delle dimensioni, più forte nelle piccole rispetto alle medie imprese. Cfr. RAPPORTO CERVED PMI 2021, 15 ottobre 2021, 9 s., ove si stima una contrazione del *ROE* dall'11,9% all'8,6%, e con specifico riferimento alle imprese destinatarie di ristori e sostegni pubblici si stima un calo della marginalità lorda dal 7,4% al 6,4%, del *ROI* dall'8,5% al 6,2% e del *ROA* dal 4,1% del 2019 (e attraverso il 2,9% del 2020) al 2,1% del 2021. Tra il 2019 e 2020 è, poi, più che raddoppiato il numero di PMI che hanno chiuso l'esercizio in perdita, passando dal 16% del totale al 33%.

<sup>5</sup> Il RAPPORTO CERVED PMI 2020, (nt. 3), 13, riporta il dato per cui, considerato il totale delle PMI italiane, la quota di fatture inevase è progressivamente cresciuta dal 29% di gennaio 2020 a un massimo del 44,7% a maggio 2020, per poi scendere a giugno e luglio 2020 al 37%; il RAPPORTO CERVED PMI 2021, (nt. 4), 91 ss., attesta che comunque la percentuale di fatture inevase è rimasta a livelli superiori rispetto a quelli pre-Covid anche durante l'intero 2021.

<sup>6</sup> CERVED KNOW, *Effetto del Covid sugli investimenti delle imprese*, febbraio 2021, 1.

<sup>7</sup> RAPPORTO CERVED PMI 2020, (nt. 3), 13 s., ove si stimava, rispetto al 2019, una crescita del *leverage* dal 61% al 68%, e una crescita del rapporto tra oneri finanziari e MOL dal 12,8% al 15,5% (rispetto al 10% del 2019); RAPPORTO CERVED PMI 2021, (nt. 4), 13, ove si osserva che il MOL nel 2020 è salito, in realtà, solo all'11,7%.

<sup>8</sup> RAPPORTO CERVED PMI 2020, (nt. 3), 14. Il RAPPORTO CERVED PMI 2021, (nt. 4), 10, attesta che nel 2020 il numero dei fallimenti, per l'effetto combinato dell'improcedibilità dei fallimenti delle moratorie sui prestiti e delle garanzie pubbliche, si è ridotto di circa un quarto rispetto all'anno precedente; anche nei primi sei mesi del 2021 le chiusure hanno fatto registrare un rimbalzo molto modesto rispetto all'anno precedente, rimanendo a livelli nettamente inferiori rispetto a quelli pre-pandemici.

<sup>9</sup> RAPPORTO CERVED PMI 2021, (nt. 4), 13, ove i dati per cui "[l]e PMI fortemente colpite dalla pandemia continuano a pagare in modo irregolare i propri fornitori anche nel 2021, accumulando mancati pagamenti e ritardi. In alcuni settori, come l'organizzazione di fiere e convegni, la cinematografia e le agenzie di viaggi, la quota di mancati pagamenti è ancora a giugno 2021 su livelli patologici, superiori al 50%, a fronte di una media del 26%".

<sup>10</sup> M. COSSU (nt. 2), 1222 ss.

questa direzione, peraltro, anche le due variabili rappresentate da un lato dalla necessaria *transizione ambientale* legata al c.d. *Green Deal* europeo e agli impegni dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile<sup>11</sup>, che modificheranno il processo produttivo di molte categorie di imprese, e dall'altro dai rischi legati al *climate change* e all'intensificarsi di eventi naturali in buona parte imprevedibili<sup>12</sup>.

Sul versante finanziario, nonostante la BCE abbia assicurato finora *standard* di merito creditizio e condizioni di prestito estremamente favorevoli, è inevitabile che lo *shock* macroeconomico, unito a un elevatissimo livello di incertezza<sup>13</sup>, influisca negativamente anche sulle decisioni di risparmio e di investimento dei privati e delle imprese, e quindi sullo *stock* di capitale circolante nell'intera area euro.

Il tutto accade in un momento storico estremamente importante in termini di ricambio finanziario generazionale, nel quale una grande quantità di risorse finanziarie sta per passare nelle mani dei *Post-Millennials*, o *Gen-Z*, ovvero dei nativi digitali nati tra il 1995 e il 2010, che attualmente hanno un'età compresa tra i 10 e i 25 anni<sup>14</sup>.

Nella prospettiva della ripresa dell'economia post-pandemia da *Covid-19* è di primaria importanza, perciò, rivolgere lo sguardo alle nuove generazioni di giovani adulti, che tra l'altro si dice siano, rispetto alle generazioni precedenti, molto meno legati al *brand* (e quindi disponibili a sperimentare forme ed operatori diversi dalla finanza tradizionale)<sup>15</sup>, e avvezzi all'idea di utilizzare *ricchezza assente*<sup>16</sup> e servizi di investimento dematerializzati<sup>17</sup>.

<sup>11</sup> Si v. UNITED NATIONS – SUSTAINABLE DEVELOPMENT KNOWLEDGE PLATFORM, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*.

<sup>12</sup> RAPPORTO CERVED PMI 2021, (nt. 4), 14 s. Per quanto riguarda la seconda tipologia di rischio, risulta dalle elaborazioni di Cerved che sono oltre 16000 (il 10,7%) le PMI italiane che presentano un rischio "alto" o "molto alto", *ivi*, 16.

<sup>13</sup> Pur nel dubbio sull'entità degli effetti della pandemia da *Covid-19*, è certo che tra questi vi sia un generale e significativo incremento della volatilità del mercato e dei rischi di mercato, di credito e di liquidità: cfr. M.E. SALERNO, *Prospettive di regolamentazione a protezione dell'investitore finanziario alla luce dell'emergenza da Covid-19*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di U. MALVAGNA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, Milano, 2021, 290.

<sup>14</sup> La *Z Generation* – o *Gen Z* (i cui componenti sono noti anche come *iGen*, *Post-Millennials*, *Centennials*, *Zoomers*, *Plurals*) comprende le coorti demografiche dei nati tra il 1965 e il 1980, che seguono i *Millennials*, nati tra il 1982 e il 2003 (la *Gen Y*, o *Net Generation*, o *Cloud Generation*, o *Generation me*, *Digital Gen*, o *Echo Boomers Gen*), così definiti da W. STRAUSS-N. HOWE, *Generations: The history of America's Future, 1584 to 2069*, New York, William Morrow and Company, 1991. La *Gen Z*, a sua volta, precede la *Generazione Alpha*, o *Gen Alpha* (le coorti dei nati tra il 2010 e il 2020), che in termini sociologici sono i veri nativi digitali.

<sup>15</sup> N. LINCIANO-P. SOCCORSO-R. LENER, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Consob. Quaderni Fintech*, n. 3, gennaio 2019, 30, *ivi* osservando che i costi di acquisizione della clientela da parte degli operatori *FinTech* dovrebbero ridimensionarsi sia a fronte dei *trend* demografici, che vedono nei *Millennials* una generazione di investitori poco legati al *brand* e più attenti ad altre caratteristiche degli intermediari, come ad esempio la disponibilità di *mobile banking*, e sia a causa della crisi di fiducia nei confronti della banca tradizionale dovuta alle difficoltà ormai ultradecennali accusate dal sistema bancario.

<sup>16</sup> P. SPADA, *La circolazione della ricchezza assente alla fine del millennio*, in *Banca borsa*, 1999, I, 407 ss.; P. SPADA-M. COSSU, *Dalla ricchezza "assente" alla ricchezza "inesistente". Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, *Banca borsa*, 2010, I, spec. 406 ss.

<sup>17</sup> Si v. BANK OF AMERICA, *Bank of America Research Report. OK Zoomer: Gen Z Primer*, 1 dicembre 2020, 6: fra i *trend* evidenziati dal *Report*, il fatto che la recessione da *Covid-19* non sembri avere intaccato la popolarità dei *robo-advisor*. Cfr. M. CARATELLI-C. GIANNOTTI-N. LINCIANO, *Valore della consulenza finanziaria e robo-advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, in *Consob*.

È ricorrente la constatazione – in verità da verificare – che le nuove generazioni di investitori manifestino una singolare attenzione ed attrazione nei confronti delle esperienze di acquisto e di investimento ecosostenibili, e che siano particolarmente sensibili ai temi del cambiamento climatico.

2. *Dall'informazione finanziaria all'educazione finanziaria dei Post-Millennials.* – All'indomani dello scoppio della crisi finanziaria 2007-2009 le autorità europee osservarono che i bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria potevano avere contribuito ad aggravare l'impatto della crisi stessa in Europa, nell'autunno 2008<sup>18</sup>.

In effetti si constatava che era fallito in primo luogo il duplice obiettivo di politica legislativa, programmaticamente enunciato nel codice del consumo, di educare i consumatori e di renderli consapevoli dei propri interessi<sup>19</sup>. Era anche fallito, successivamente, l'analogo obiettivo, enunciato nel “decreto salva-banche” quale risposta allo spavento collettivo generato dal fallimento delle c.d. *bad banks*, di perseguire l'incremento del livello di educazione finanziaria della popolazione in quanto fattore di benessere individuale, crescita economica e stabilità dei mercati<sup>20</sup>.

All'indomani dello scoppio della crisi economico-finanziaria conseguente alla pandemia da *Covid-19* è tornata nella massima evidenza l'importanza di assicurare ai c.d. *post-Millennials*, o generazione Z<sup>21</sup>, un livello adeguato di *educazione finanziaria*, ma

---

*Quaderni FinTech*, n. 6, dicembre 2019, 14, ove risulta che invece in Italia la consulenza informatizzata è poco diffusa tra i *Millennials* rispetto ai loro coetanei europei e americani, mentre è notevolmente più diffusa presso gli investitori della *Generazione X* (quella dei nati tra il 1965 e il 1980) e presso i *Baby Boomers* (nati tra il 1951 e il 1964). Mentre, dunque, nell'esperienza internazionale i clienti dei *robo advice* sono soprattutto i *Millennials*, in Italia, al contrario, prevalgono gli investitori di età compresa tra i 40 e i 60 anni, prevalentemente uomini, con un reddito medio-alto e che hanno familiarità con le scelte di investimento.

<sup>18</sup> M. SIRI-S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impresa soc.*, 2020, 39.

<sup>19</sup> Prevede, in particolare l'art. 4, comma 2, d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, o codice del consumo, che «le attività destinate all'educazione dei consumatori, svolte da soggetti pubblici o privati (...) sono dirette ad esplicitare le caratteristiche di beni e servizi e a rendere chiaramente percepibili benefici e costi conseguenti alla loro scelta; prendono, inoltre, in particolare considerazione le categorie di consumatori maggiormente vulnerabili».

<sup>20</sup> Recita l'art. 24-bis, comma 1, d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, convertito in l. 17 febbraio 2017, n. 15, recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, che «le disposizioni del presente articolo prevedono misure ed interventi intesi a sviluppare l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. Tali disposizioni assicurano l'efficacia, l'efficienza e la sistematicità delle azioni dei soggetti pubblici e privati in tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale e riconoscono l'importanza dell'educazione finanziaria quale strumento per la tutela del consumatore e per un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato». Il successivo d.l. 30 dicembre 2016, n. 244, convertito in l. 17 febbraio 2017, n. 29, c.d. decreto milleproroghe 2017, ha introdotto la *Strategia Nazionale per l'Educazione Finanziaria, assicurativa e previdenziale-SNEF*, che comprende le iniziative promosse dal Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (istituito nel 2017 con d.m. del MEF, di concerto con il MIUR e con il MISE in attuazione del già ricordato d.l. 23 dicembre 2016, n. 237). Il Comitato ha lo scopo di promuovere iniziative utili a innalzare tra la popolazione la conoscenza e le competenze finanziarie, assicurative e previdenziali e migliorare per tutti la capacità di fare scelte coerenti con i propri obiettivi e le proprie condizioni, come il portale dell'educazione finanziaria, la settimana dell'educazione finanziaria, le varie iniziative promosse dal Comitato in collaborazione con il MISE e con l'IVASS.

<sup>21</sup> Sulla definizione di “Generazione Z” v. *supra*, nt. 14.

ad onta delle molteplici iniziative sviluppate in ambito UE, e mirate a una educazione finanziaria collettiva e inclusiva, i dati mostrano in effetti un permanente, elevato tasso di analfabetismo finanziario.

Guardando alla generazione dei *post-Millennials* si constata, infatti, che il problema è diffuso e generalizzato, anche se non dappertutto con la stessa intensità: è noto che i risultati delle indagini statistiche “OCSE PISA 2012” e “OCSE PISA 2015”<sup>22</sup> rivelano che i quindicenni italiani, rispetto alla media degli studenti dei dieci paesi OCSE che hanno partecipato all’indagine, in materia di alfabetizzazione finanziaria detengono un primato negativo: quasi un quinto degli intervistati non consegue il livello 2, ossia il livello minimo di competenza stabilito dall’OCSE, e solo il 6,5% degli intervistati riesce a conseguire il massimo punteggio nei test (livello 5)<sup>23</sup>. Di conseguenza l’Italia occupa le ultime posizioni nella classifica dei paesi OCSE<sup>24</sup>.

Eppure il problema non è l’assenza o la carenza di informazione. In verità il patrimonio informativo a disposizione è, anzi, quantitativamente molto ampio, e diversificato a seconda che il cliente sia professionale, *retail* o consumatore, e così anche la frequenza del flusso informativo<sup>25</sup>, anche perché le clausole generali di appropriatezza e adeguatezza previste dalla normativa europea ed italiana per valutare la diligenza professionale degli intermediari nell’offerta dei servizi di investimento principali si applicano, ovviamente, anche ai *flussi informativi*<sup>26</sup>.

Il problema di fondo che resta irrisolto è piuttosto, quell’*analfabetismo finanziario funzionale* che rende l’informazione inintelligibile per il cliente *retail*, che non è in grado di decifrarla e ordinarla<sup>27</sup>. La circolazione corretta delle informazioni relative ai

<sup>22</sup> Sia il Rapporto nazionale “OCSE PISA 2012” che l’indagine “OCSE PISA 2015” hanno rilevato le competenze degli studenti italiani, al termine del ciclo di scuola dell’obbligo, in matematica, lettura e scienze: v. OECD, *Results from PISA 2015 Financial literacy. Country note Italia*, Oecd, 2016, 1 ss.; OECD, *Key Issues for Digital Transformation in the G20*, Oecd, 2017, 31 ss.; ciò poiché risulta esservi una relazione diretta piuttosto forte tra le competenze studentesche in tali materie di studio e il livello di alfabetizzazione finanziaria, sebbene meno forte negli studenti italiani (BANCA D’ITALIA, *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, 2017, 12). Entrambe le indagini hanno anche rilevato il dato relativo al livello di *literacy* finanziaria, che non era, invece, incluso nella rilevazione periodica precedente (“PISA 2006”).

<sup>23</sup> M. COSSU, *L’educazione finanziaria della “generazione Z”. Riflessioni in tempo di pandemia*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, a cura di COSTA-MIRONE-PENNISI, II, *Impresa, società, crisi d’impresa*, t. I, Torino, 2021, 235 s.

<sup>24</sup> Risulta dai dati “OCSE PISA 2015” che il punteggio medio nelle prove di alfabetizzazione finanziaria colloca l’Italia tra la 7<sup>o</sup> e la 9<sup>o</sup> posizione della classifica.

<sup>25</sup> M. COSSU (nt. 23), 234, testo e nt. 11. Per quanto riguarda in particolare i clienti *retail*, l’art. 37 del regolamento intermediari contenuto nella delibera Consob 15 febbraio 2018, n. 20307, successivamente modificato con delibera Consob 29 luglio 2020, n. 21466, e da ultimo con delibera Consob 28 luglio 2022, n. 20307, impone che siano indicati il periodo di efficacia del contratto (inclusi i rinnovi), le modalità di una sua eventuale modifica e quelle per impartire ordini ed istruzioni, nonché la frequenza, il tipo ed i contenuti della documentazione da trasmettere al cliente; nei confronti, poi, degli *high-frequency trader*, gli intermediari soggiacciono a specifici obblighi circa la tipologia di informazioni che devono mettere a disposizione.

<sup>26</sup> Su questo modello di correttezza dei flussi informativi sia *procedimentale* che *sostanziale* v. N. MICHIELI, *Il risparmio tradito, tra discipline generali e regole speciali*, in *AGE*, 2018, 558 s.; G. SANTONI, *I costi organizzativi ed economici delle discipline di trasparenza*, in *Banca borsa*, 2018, II, 707 ss.

<sup>27</sup> Sulle note difficoltà dell’investitore-consumatore, e dell’investitore *retail* in genere, a selezionare le informazioni disponibili cfr. U. MORERA-E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole...ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, 22; U. MORERA, *Psicologia dell’investitore retail e disciplina di protezione*, in *AA.VV., Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, 2015, 239; R.



prodotti finanziari e ai conflitti di interesse, e la corretta esecuzione dei servizi di investimento, potrebbero non bastare, dunque, a proteggere gli interessi degli investitori quando questi non siano efficacemente educati, e quando i loro *bias* cognitivi non siano stati superati<sup>28</sup>.

Nell'era post-*Covid-19* una adeguata educazione finanziaria rappresenta più che mai una necessità dunque, considerando i costi dell'analfabetismo finanziario<sup>29</sup>, l'influenza negativa che quest'ultimo dispiega e produce sul *comportamento finanziario* e sul *benessere finanziario*<sup>30</sup>, il fatto che la *resilienza* come il suo opposto (la *fragilità finanziaria*) siano anch'essi profondamente condizionati dal livello individuale di cultura generale e di *cultura finanziaria*<sup>31</sup>, e che esiste una relazione diretta tra analfabetismo finanziario, fragilità finanziaria e vulnerabilità finanziaria<sup>32</sup>.

Fenomeni come la rapidissima diffusione delle *cryptocurrency* sul versante dei prodotti finanziari, e delle tecniche di negoziazione algoritmica sul versante dei servizi di investimento<sup>33</sup>, hanno colto del tutto impreparata la clientela *retail*.

L'innovazione finanziaria ha sempre, del resto, una portata ambivalente: così è ad esempio per la consulenza automatizzata, che da un lato è in grado di minimizzare l'effetto di alcuni *bias* comportamentali dell'investitore *retail*, legati ai suoi *preconcetti* o all'*overconfidence*, ma dall'altro subisce i rischi legati alle dinamiche cognitive (co-

---

LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2016, I, 298.

<sup>28</sup> Si v. EXPERT GROUP ON FINANCIAL EDUCATION, *The Financial Crisis and Financial Education*, 2009; M. SIRI-S. ZHU (nt. 18), 39.

<sup>29</sup> A. LUSARDI-O.S. MITCHELL, *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, in *Journ. of Economic Literature*, 52 (1), 2014, 6 ss.; A. LUSARDI-DE BASSI-SCHEREMBERG, *Financial Literacy and High-Cost Borrowing*, in *National Bureau of Economic Research*, WP n. 18969, aprile 2013, 5 ss.; A. LUSARDI-N. OGGERO, *Millennials and Financial literacy: a Global Perspective*, Gflec.org, 2017, 3 ss. Cfr. i dati raccolti dall'OCSE nel *Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC)*, che promuove periodici *Survey of Adult Skills*; in particolare, tra i *Report* che si focalizzano anche sui dati relativi all'alfabetismo finanziario della popolazione v. OCSE-PISA 2012, *Programme for International Student Assessment*; OECD/INFE 2015, *Survey of Adults Financial Literacy Competencies*, OECD, 2015. Nella letteratura più vicina al caso italiano cfr. A. ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *Janus* n. 3/2003, 36; G. TAGLIAVINI-B. RONCHINI, *Uno studio empirico circa il livello di educazione finanziaria in Italia*, in *Banca impresa soc.*, 2011, 62; E. BOCCHIALINI-B. RONCHINI, *Financial literacy e gender gap: il caso degli studenti universitari*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 153; OECD, *Results from PISA 2015 Financial literacy. Country note Italia*, Oecd, 2016, 1 ss.

<sup>30</sup> Sui plurimi condizionamenti che la *financial (il)literacy* produce sul *financial behavior* v., tra i molti, A. LUSARDI-P. TUFANO, *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*, in *NBER WP Series*, n. 14808, marzo 2009, 5 ss.; A. LUSARDI-O.S. MITCHELL (nt. 29), 6 ss.; A. LUSARDI-N. OGGERO (nt. 29), 3 ss.; e con più specifico riferimento al settore dei prestiti, A. LUSARDI-DE BASSI-SCHEREMBERG (nt. 29), 6 ss.

<sup>31</sup> D.A. PREVIATI-O. RICCI-F.S. STENTELLA LOPES, *La capacità delle famiglie italiane di assorbire lo shock pandemico: il ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria*, quaderno di ricerca n. 6, [www.quellocheconta.gov](http://www.quellocheconta.gov), giugno 2020, 1 ss.

<sup>32</sup> D. COIN-A.M. CONTI-L. LEVA, *L'indebitamento e la vulnerabilità finanziaria delle famiglie. Un'analisi a livello regionale*, in V. VACCA et al., *L'indebitamento e la vulnerabilità finanziaria delle famiglie nelle regioni italiane*, in *Banca d'Italia. Occasional Paper*, giugno 2013, 9 ss.; D.A. PREVIATI-O. RICCI-F.S. STENTELLA LOPES (nt. 31), 4.

<sup>33</sup> È stata la Direttiva 2014/65/EU, o *MiFID II*, a introdurre le nozioni di negoziazione algoritmica e negoziazione algoritmica ad elevata frequenza, implementando le *ESMA Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, (ESMA/2012/122), 24 Febbraio 2012.

me gli *errori di programmazione* legati a una scorretta o insufficiente profilatura del cliente, o al fatto che la profilatura è avvenuta mediante un *software* di calcolo che ricostruisce anche il profilo di rischio del cliente)<sup>34</sup>, o all'insorgere di eventi o comportamenti anomali nel mercato di fronte ai quali il *trader* umano si fermerebbe e che il *trader* automatizzato non riesce, viceversa, a riscontrare<sup>35</sup>; evenienze che rendono sempre preferibile una supervisione umana che possa intercettare e rettificare *ex post* eventuali errori<sup>36</sup>.

In termini, poi, di *inclusione finanziaria*, se da un lato diverse innovazioni finanziarie del *fintech* presentano grandi potenzialità<sup>37</sup>, anche per via dei costi ridotti delle tecniche di *trading* rispetto a quelle più tradizionali<sup>38</sup> e della velocità di transazione (elemento quest'ultimo grandemente apprezzato dai *Millennials* e dalle generazioni successive)<sup>39</sup>, dall'altro presentano elevati e specifici rischi proprio con riferimento alle giovani generazioni di investitori. Oltre ai rischi di carattere più generale connessi al trattamento dei dati personali<sup>40</sup>, vi è la possibile deriva verso un uso inconsapevole e passivo delle risorse finanziarie che proprio le giovani generazioni non possono, invece, permettersi, data la crescente complessità dello scenario socio-economico, di mer-

<sup>34</sup> U. MORERA, *Consulenza finanziaria e robo-advisor: profili cognitivi*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2019, 205 ss.; G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa*, 2020, I, 978 ss.; R. LENER, *La "digitalizzazione" della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 201 ss., segnatamente con riferimento alle difficoltà che l'applicazione corretta della *know your customer rule* può incontrare quando la consulenza è automatizzata e manca, dunque, l'interazione umana diretta; ID., *La «digitalizzazione» della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in ID., *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, in *Quaderni di Minerva bancaria*, 2018, 45 ss.; F. SARTORI, *Brevi note in tema di consulenza finanziaria automatizzata*, *ibidem*, 53 ss.; A. PERRONE, *La nuova vigilanza. Regtech e capitale umano*, in *Banca borsa*, 2020, I, 523. E sulle criticità legate all'uso di *big data*, in particolare, per ottenere una profilatura del cliente accurata, affidabile, completa e qualitativamente attendibile, oltre che in linea con la normativa *MiFID* e con il regolamento *GDPR* in materia di tutela dei dati personali, si v. M. DE MARI, *La profilatura finanziaria algoritmica*, in *ODC*, 2021, 154 ss.

<sup>35</sup> Come osserva P. LUCANTONI, *L'High frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica del mercato*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 300.

<sup>36</sup> Cfr. HIGH LEVEL EXPERT GROUP ON ARTIFICIAL INTELLIGENCE, *Ethics Guidelines for Trustworthy Artificial Intelligence*, in <https://ec.europa.eu/futurium/en/ai-allianceconsultation>, consultato da ultimo il 19 aprile 2021. D'altra parte, seppure al servizio di consulenza automatizzata mediante *robo advice* si applicano in teoria tutte le regole *MiFID*, quindi anche quelle imposte agli operatori, è ovvio che in pratica non si possono applicare al *robot* tutte le regole di condotta che si applicano al consulente umano: E. MACCHIAVELLO, *Fintech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2019, 446 s.

<sup>37</sup> E. MACCHIAVELLO (nt. 36), 438.

<sup>38</sup> E. MACCHIAVELLO (nt. 36), 436.

<sup>39</sup> E. MACCHIAVELLO (nt. 36), 437. Sulla chiara propensione dei *Millennials* verso i servizi di investimento digitali v. CAPGEMINI, *World Fintech Report 2017*, in <https://www.capgemini.com/service/introducing-the-world-fintech-report-2017/>, 17; e verso la *gamification* applicata ai servizi finanziari digitali: CAPGEMINI, *World Fintech Report 2018*, *ibidem*. Al contempo, il 48% dei clienti più giovani (Generazione Y ed esperti di tecnologia) non è soddisfatto della gamma di prodotti e servizi offerti dalla banca tradizionale, fattore che li spingerà probabilmente a diventare clienti di *player* più all'avanguardia, alla ricerca di servizi in linea con le proprie preferenze, e in grado di integrarsi con altre piattaforme/app. Si stima in particolare che le generazioni di investitori successive ai *Millennials* siano sempre più avvezze a cambiare operatore alla ricerca di servizi evoluti: CAPGEMINI, *World Fintech Report 2020*, 2 ss.

<sup>40</sup> F. MATTASSOGLIO, *Big Data: impatto sui servizi finanziari e sulla tutela dei dati personali*, in *Fin-Tech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Torino, 2021, 73, osservando che la profilatura dei clienti può condurre all'*esclusione finanziaria* di potenziali clienti ritenuti indesiderabili, o comunque alla loro discriminazione.

cato del lavoro e ambientale nel quale sono chiamati a muoversi.

Oltre a ciò, la facilità di accesso ai servizi finanziari tipica del *fintech* può rivelarsi, per il cliente giovane alfabetizzato dal punto di vista dell'educazione digitale ma non anche dell'educazione finanziaria, fonte di un elevato *rischio finanziario*, ancor più se si tratta di un soggetto non bancabile<sup>41</sup>. Educazione digitale ed educazione finanziaria non sono sinonimi e devono, dunque, essere implementate in egual misura<sup>42</sup>.

Anche il rapporto tra *financial illiteracy* e sovraindebitamento meriterebbe maggiore attenzione, perché proprio le più giovani generazioni sono esposte ai rischi di una tempesta perfetta: scarsa educazione finanziaria e scarsa consapevolezza finanziaria unite da un lato ad una elevata educazione digitale, con conseguente facile accesso a servizi di pagamento e di investimento automatizzati, dall'altro a una endemica *fragilità finanziaria* conseguente a due crisi economiche di vasta portata quale quella del triennio 2007-2009 e quella cagionata dal *Covid-19*<sup>43</sup>, li espongono anche ai rischi del sovraindebitamento e del sovraindebitamento colposo<sup>44</sup>. Ciò spiega, tra l'altro, le pressioni affinché la procedura del sovraindebitamento del debitore civile, che come è noto ha finora avuto diffusione assai scarsa, fosse ricalibrata sulle nuove forme di povertà causate dalla crisi economico-finanziaria da *Covid-19* e sulle nuove forme dell'esclusione finanziaria<sup>45</sup>, come in effetti è poi avvenuto con l'art. 4-ter d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, il c.d. decreto ristori, che insieme a varie misure economiche di contrasto all'emergenza epidemiologica da *Covid-19* ha semplificato l'accesso alla procedura di sovraindebitamento, e introdotto la subfattispecie del *sovraindebitamento familiare*<sup>46</sup>.

<sup>41</sup> M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 40), 141, con riferimento al rischio di maggiore disinvoltura finanziaria che i servizi automatizzati come la consulenza recano con sé; G. FALCONE, *Tre idee intorno al c.d. "fintech"*, in *Riv. dir. bancario*, 2018, 351 ss., correttamente osservando la neutralità del *fintech* in termini di protezione dell'investitore, dal momento che se da un lato rende effettivamente l'utente finale più capace di "entrare nel mondo" dei servizi finanziari, dall'altro non lo rende necessariamente tutelato, o più tutelato.

<sup>42</sup> OECD, *Key Issues for Digital Transformation in the G20*, (nt. 22), 68; M.T. PARACAMPO, *FinTech e la strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi digitali*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 40), 36 s.

<sup>43</sup> Il dato accomuna le nuove generazioni, a partire dai *Millennials*, sia in Europa che negli Stati Uniti.

<sup>44</sup> La fattispecie del sovraindebitamento colposo è descritta nell'art. 12-bis, comma 3, d.lgs. 27 gennaio 2012, n. 3, introdotto dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221, anche noto come "decreto crescita 2.0", o "decreto crescita bis", sul quale v. particolarmente R. SANTAGATA, *La concessione abusiva di credito al consumo*, Torino, 2020, 110.

<sup>45</sup> Il tema esula dal presente lavoro. L'esigenza che la riforma del sovraindebitamento civile e della liquidazione controllata del sovraindebitato, data la loro natura di strumenti autonomi e indipendenti dalle procedure concorsuali delle imprese commerciali non piccole, e date le pesanti ripercussioni economico-finanziarie della pandemia da *Covid-19*, non dovesse attendere i tempi lunghi del varo del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, era stata segnalata tra gli altri da F. ACCETTELLA, *La "nuova" liquidazione controllata del sovraindebitato e l'(in)opportunità di un rinvio*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, (nt. 13), 86 ss.; N. SOLDATI, *L'esdebitazione del sovraindebitato ai tempi del Covid-19: una norma che non può attendere il CCI*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, (nt. 13), 104.

<sup>46</sup> L'art. 4-ter d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, convertito in l. 18 dicembre 2020, n. 176, ha introdotto norme di semplificazione in materia di accesso alle procedure di sovraindebitamento per le imprese e i consumatori di cui alla l. 27 gennaio 2012, n. 3, e norme relative alle procedure di sovraindebitamento pendenti. L'art. 4-ter ha, tra l'altro, introdotto nella l. 27 gennaio 2012, n. 3, un nuovo art. 7-bis, dedicato alla procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento familiare.

L'educazione finanziaria è, dunque, uno strumento di *inclusione finanziaria*<sup>47</sup> e di *stabilità finanziaria*<sup>48</sup> che non si nutre solamente di capacità tecnica ma anche di una acquisita e matura capacità di agire con consapevolezza, che alla *financial literacy* coniuga la *financial capability*<sup>49</sup>.

Partendo dal presupposto che l'obiettivo di un'adeguata *financial literacy* non è direttamente correlato alla (pur elevatissima) mole di *informazione finanziaria* disponibile per gli investitori *retail*, e che spesso questa puntigliosa regolamentazione di dettaglio da taluni giustamente definita *ossessiva*<sup>50</sup> determina, anzi, effetti perversi di *information overloading*<sup>51</sup>, è importante studiare la specifica propensione e le preferenze di risparmio e di investimento di queste coorti di investitori.

3. *Il modello normativo della product governance e l'alfabetizzazione finanziaria.* – La filosofia di *product governance* e di *product intervention* che improntano il sistema normativo della *MiFID II*<sup>52</sup> rappresentano una reazione al fallimento della filosofia

<sup>47</sup> OECD/INFE *International Survey of Adults Financial Literacy Competencies*, Oecd, 2016, 22; M.T. PARACAMPO (nt. 42), 36, nt. 112.

<sup>48</sup> M.T. PARACAMPO (nt. 42), 36.

<sup>49</sup> A. ATKINSON, *Evidence of Impact: an Overview of Financial Education Evaluations*, in *Consumer Research* 68, Londra, Financial Services Authority, 2008; A. ATKINSON-S. MCKAY-E. KEMPSON-S. COLLARD, *Levels of Financial Capability in the UK: Results of a Baseline Survey*, Londra, Financial Services Authority, 2006; G. TAGLIAVINI-B. RONCHINI (nt. 29), 50 ss.; G. FALCONE (nt. 41), 351 ss.

<sup>50</sup> M.E. SALERNO (nt. 13), 291.

<sup>51</sup> Da ultimo, in argomento, M. COSSU, (nt. 23), 232. In merito agli aspetti di finanza comportamentale, e degli errori cognitivi che l'*information overloading* può generare, J.M. LACKO-J.K. PAPPALARDO, *The Effect of Mortgage Broker Compensation Disclosures on Consumers and Competition: A Controlled Experiment*, Federal Trade Commission Bureau of Economics Staff Report, February 2004; N. LINCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *AGE*, 2012, 135 ss.

<sup>52</sup> Il riferimento va sia alla Direttiva 2014/65/UE, o *MiFID II*, e sia anche alla Direttiva UE 2017/593, della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva *MiFID II* per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari, anche nota come "direttiva delegata *MiFID II*". In particolare si v. l'art. 16, par. 3 della *MiFID II*, il quale stabilisce, in materia di *produzione*, che «(...) le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela. Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il target stesso (...); l'art. 24, par. 2, stabilisce, in materia di *distribuzione*, che «le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target». Così anche il *Considerando* n. 15 della Direttiva delegata *MiFID II*, il quale prevede che «per quanto concerne gli obblighi di governance dei prodotti, le imprese di investimento che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari, compreso ove prestino consulenza agli emittenti societari sul varo di nuovi strumenti finanziari, dovrebbero essere considerate come produttori, mentre le imprese di investimento che offrono o vendono strumenti finanziari e servizi ai clienti dovrebbero essere considerate distributori».

della trasparenza che improntava la *MiFID I*, ove il problema della tutela dell'investitore veniva affrontato e declinato agendo essenzialmente sul profilo dell'*informazione* e della *disclosure*.

Come è a tutti noto, il modello di *product governance* presuppone invece una selezione *ex ante* dei prodotti e servizi finanziari destinati ai clienti investitori *retail*<sup>53</sup>, e impone agli intermediari produttori (e in misura ancor più puntuale agli intermediari distributori)<sup>54</sup> di proporre al cliente solo prodotti commisurati al suo specifico grado di conoscenze ed esperienza, alla situazione finanziaria e alla capacità patrimoniale di sopportare perdite, al profilo di rischio, alla compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento<sup>55</sup>. Dato che alla clientela *retail* che esibisce un *rating* basso in ciascuno di questi elementi si devono proporre solo prodotti finanziari semplici, liquidi e a bassa rischiosità, va da sé che la *profilatura del cliente* precede la valutazione di appropriatezza/adequatezza del servizio.

Proprio a questo riguardo emerge però il vistoso varco lasciato aperto dalla *MiFID II* con riferimento alle SGR, che quali gestori collettivi non sono tenuti, come invece le imprese di investimento-s.i.m., a seguire ed applicare i dettami della direttiva in tema di *product governance* e protocolli di profilazione del cliente<sup>56</sup>.

Il fatto che i gestori collettivi abbiano la facoltà di attenersi al modello di profilatura del cliente volontariamente, e quindi possano scegliere di rispettare ugualmente le regole mirate all'identificazione del *target market* potenziale<sup>57</sup>, non è di nessun aiuto. Lascia, anzi, perplessi – stante il fatto che gestori individuali e collettivi UE sono stati pienamente parificati sia per l'offerta dei servizi individuali a più elevato valore aggiunto, cioè gestione di portafogli e consulenza, e sia per l'offerta del servizio di ricezione e trasmissione di ordini<sup>58</sup> – il fatto che uno stesso servizio (si pensi in particolare alla gestione di portafogli) soggiaccia *ex lege*, oppure non soggiaccia affatto, oppure soggiaccia solo per libera scelta del gestore a determinate regole (in questo caso ai principi della *product governance* in materia di profilatura del cliente), a seconda del gestore che lo offre.

Esiste, dunque, un conflitto irrisolto tra questo approccio *entity-based* fondato sulla

---

<sup>53</sup> È notorio che la *MiFID II* si contraddistingue per l'enfasi estrema che ripone sul *prodotto* e sulle *tecniche di transazione* più che sulle regole di comportamento degli operatori. Qualche semplificazione, che però tocca solo marginalmente la clientela *retail*, proviene dalla "quick fix", cioè dall'aggiornamento rapido della *MiFID II* varato a marzo 2021 nell'attesa di un più ampio aggiornamento della direttiva: v. *Council of the European Union, Quick fix Amendment to the revised Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) in response to the economic impact caused by the COVID-19 pandemic (the Amendment)*. V. anche *European Commission, COM(2020) 280 final 2020/0152 (COD) amending Directive 2014/65/EU as regards information requirements, product response to the COVID-19 outbreak*, Brussels, 24 luglio 2020. L'obiettivo è ridurre i costi informativi per gli intermediari, tendenza che del resto è visibile anche nel settore bancario: v. *World Retail Banking Report 2021*, 7 ss.

<sup>54</sup> R. D'APICE, *Big Data e governo del prodotto nella gestione collettiva del risparmio*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 40), 134 s.

<sup>55</sup> ESMA, *Final Report. Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014.

<sup>56</sup> R. D'APICE (nt. 54), 139.

<sup>57</sup> R. D'APICE (nt. 54), 139.

<sup>58</sup> Le SGR, se autorizzate alla gestione di *FIA*, oltre a gestione di portafogli e consulenza sono autorizzate anche ad offrire il servizio di cui all'art. 1, comma 5, lett. e), t.u.f., ovvero la ricezione e trasmissione di ordini.

tipologia di soggetto-gestore, che è dominante nel diritto UE e nelle regole ESMA<sup>59</sup>, e l'opposto approccio c.d. *activity-based* della *regolamentazione per attività* che postula l'applicazione delle stesse regole a prescindere dall'entità giuridica cui l'attività fa capo<sup>60</sup>, che è quello suggerito da Consob<sup>61</sup> proprio al fine di scongiurare le criticità legate ad un approccio diversificato per tipologia di operatore<sup>62</sup>.

È noto che il modello di *product governance* adottato dalla *MiFID II* per i gestori individuali – dirigitico e fortemente paternalistico, quindi intrusivo<sup>63</sup> e autoritario<sup>64</sup> –

<sup>59</sup> ESMA (nt. 55).

<sup>60</sup> N. LINCIANO-P. SOCCORSO, *Regolamentazione e supervisione del Fintech*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 40), 49.

<sup>61</sup> C. SCHENA-A. TANDA-C. ARLOTTA-G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Consob. Quaderni Fintech*, n. 1, marzo 2018, 103, osservano che «nell'attuale scenario sussistono attività di intermediazione finanziaria che, pur producendo gli stessi rischi, sono trattate in modo diverso sul piano regolamentare, a seconda dell'operatore che le pone in essere, e possono comportare impatti differenti sugli operatori finanziari, sulla clientela e sulla stabilità del sistema finanziario. Queste evidenze forniscono un contributo alla riflessione in corso a livello internazionale in merito alle modalità di definizione di una cornice entro cui sviluppare un'architettura della regolamentazione più flessibile ed idonea alla evoluzione del contesto, oltre che ispirata ad un approccio "activity based", in luogo di quello di tipo "entity based" attualmente applicato a larga parte delle attività finanziarie sui mercati finanziari assoggettati a regole di vigilanza».

<sup>62</sup> C. SCHENA-A. TANDA-C. ARLOTTA-G. POTENZA (nt. 61), 103, osservano che «il fatto che la normativa, ad oggi, non si riveli pienamente neutrale rispetto al tipo di operatore finanziario o al tipo di tecnologia e canale di intermediazione finanziaria utilizzati, costituisce un tema rilevante, non solo perché influenza le condizioni competitive all'interno del settore finanziario, da cui possono discendere una serie di effetti sui singoli operatori finanziari e a livello sistemico, ma anche in considerazione delle possibili conseguenze in termini di efficace ed efficiente allocazione delle risorse finanziarie all'interno del sistema economico, nonché di tutela della clientela e di prevenzione e controllo di atti illeciti».

<sup>63</sup> Come osserva N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets regulation*<sup>3</sup>, Oxford, Oxford Univ. press, 2014, spec. 820 ss.; v. anche ID., *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, in *EBOR*, 2012, 191: «[p]roduct intervention is also associated with a more intrusive approach to retail investor risk-taking, consistent with its association with consumerisation and closer intervention in the investor decision»; A.P. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa*, 2015, I, 40; M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, 691; sul crescente paternalismo del legislatore, fra i molti, E.L. GLAESER, *Psychology and the Market*, in *94 American Econ. Rev.*, 408, 2004, 408 ss.; ID., *Paternalism and Psychology*, in *73 Univ. Chicago Law Rev.*, 2006, 136 ss.; per la più recente evoluzione verso forme di paternalismo libertario C. CAMERER-S. ISSACHAROFF-G. LOEWENSTEIN-T. O'DONOGHUE-M. RABIN, *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for «Asymmetric Paternalism»*, in *University of Pennsylvania Law Rev.*, 2003, 1211 ss.; C.R. SUNSTEIN-R.H. THALER, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, in *The University of Chicago Law Rev.*, 2003, 1159 ss.; con riferimento all'ordinamento italiano e alla fase normativa della *MiFID I*, C. BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'APICE, Bologna, 2010, 517 ss.; V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MiFID II*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di Governance – Mercati*, a cura di V. TROIANO-R. MOTRONI, Padova, 2016, 7 ss.; V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*. Atti VIII Incontro italo-spagnolo di diritto commerciale, a cura di G. GUIZZI-A. PACIELLO, Milano, 2016, 222 s.; con riferimento all'attuale sistema normativo, incentrato sulla *MiFID II*, A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa*, 2019, I, 5 ss.; N. MICHIELI, *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 522 s.; M. BERTANI, *Trading algoritmico ad alta frequenza e tutela dello slow trader*, in *Banca impresa soc.*, 2019, 286 ss.; M. COSSU, *Gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti nella MiFid II e nella BRRD. Stato dell'arte e aspetti problematici*, in *Giurimetrica*, 2017, 31.

<sup>64</sup> Di «selezione autoritativa di quelli che potremmo chiamare prodotti non tossici» parla V. RICCIUTO (nt. 63), 7.

mira a *orientare la domanda*, evitando in radice che il cliente *retail* entri in contatto con prodotti, strumenti e servizi finanziari inadatti alla propria capacità patrimoniale e al proprio profilo di rischio (quindi anche alla capacità di sopportare perdite), e mira anche a *orientare l'offerta* sia in fase di produzione che in fase di strategia distributiva di un dato prodotto finanziario<sup>65</sup>, arrivando sino a vietare, o limitare, il collocamento presso il pubblico di prodotti, strumenti e servizi considerati troppo rischiosi per il cliente *retail* (*product intervention*)<sup>66</sup>.

In realtà il vero obiettivo del modello di *product governance* che anima il sistema normativo (*MiFID II*, direttiva delegata *MiFID II*, regolamento Consob emittenti, regole *ESMA*) è proteggere l'intermediario collocatore, o distributore, evitando che (quanto meno) gli errori più eclatanti si traducano in un cattivo giudizio di appropriatezza o adeguatezza a suo carico. Non è casuale, infatti, che nei casi in cui l'intermediario-collocatore non è chiamato in responsabilità dalla normativa per eventuali casi di *mis-selling* (come nel caso dei gestori collettivi) non soggiace agli obblighi di *target market assessment*, e quindi di profilatura del cliente.

La quintessenza della politica di *product governance* è, dunque, che il *target market* sia predeterminato già in fase di creazione di ciascuno strumento finanziario<sup>67</sup>; che in caso di "errore" nei canali distributivi intervengano le autorità di controllo del mercato a inibire la commercializzazione del prodotto o strumento del quale si sia rilevata la circolazione impropria rispetto al *target market*<sup>68</sup>, o che sia divenuto nel frattempo inadatto al cliente (cosicché il controllo circa la corretta attribuzione del prodotto al cliente deve essere ripetuto nel tempo)<sup>69</sup>.

È, quindi, naturale che il modello di *product governance* passi anche attraverso l'individuazione del *cliente negativo*, ossia di colui al quale il dato prodotto *non* deve essere proposto e offerto<sup>70</sup>.

<sup>65</sup> Cfr. art. 16, comma 3, cpv. 3, e art. 24, comma 2, *MiFID II*; *Considerando* n. 15 e artt. 9, 10 Direttiva delegata *MiFID II* (nt. 52), in materia – rispettivamente – di obblighi di *governance* dei produttori e dei distributori; art. 72, comma 1, del regolamento Consob emittenti; *ESMA Guidelines on MiFID II Product Governance*, giugno 2017, ESMA 35-43-620, nn. 32, 50-52; da ultimo, ESMA PUBLIC STATEMENT, *COVID-19: Reminder of firms' MiFID II conduct of business obligations in the context of increasing retail investor activity*, ESMA 35-43-2391, 6 maggio 2020, *ivi* con particolare riferimento all'impatto della crisi da *Covid-19* sui servizi di investimento al dettaglio.

<sup>66</sup> Cfr. art. 69, par. 2, Direttiva 2014/65/UE, o *MiFID II*, sui poteri di intervento di *ESMA* e *EBA*; art. 42 Regolamento n. 600/2014, del Parlamento e del Consiglio, del 15 maggio 2014, c.d. *MiFIR*, sui poteri di intervento delle autorità nazionali.

<sup>67</sup> G. LIACE (nt. 34), 968.

<sup>68</sup> Si v. artt. 40-43 Regolamento *MiFIR*, sui poteri di intervento temporaneo di *ESMA* e *ABE*, cui è affidato, rispettivamente, il monitoraggio sul mercato degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati commercializzati, distribuiti o venduti in area UE. Nell'approccio di *product intervention* preventivo e proattivo complementare alla *product governance*, che connota il *MiFIR*, si pre-individuano i prodotti (troppo) complessi o inaffidabili in maniera aprioristica, e si sovrasta l'autonomia privata limitandone o anche impedendone *ex ante* negoziazione, distribuzione e vendita, oppure sospendendone la commercializzazione *ex post*. In argomento M. DE MARI (nt. 63), 691; M. COSSU (nt. 63), *passim* e spec. 31.

<sup>69</sup> Cfr. art. 16 par. 3, comma 4, Direttiva *MiFID II*.

<sup>70</sup> Si v. l'art. 9, par. 9, Direttiva delegata *MiFID II* (nt. 52), ove la necessità, dal punto di vista del legislatore europeo, di individuare il "cliente negativo" è evidente là dove al capoverso 1 si precisa che "[g]li Stati membri impongono alle imprese di investimento di identificare a un livello sufficientemente granulare il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario e di specificare il/i tipo/i di cliente per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario è compatibile", mentre al capoverso 2 si

Sebbene la discrezionalità di *ESMA* e *ABE* sia ancorata al parametro della proporzionalità<sup>71</sup>, questo modello paternalistico presenta dei limiti, primo fra tutti il suo impatto sull'analfabetismo finanziario, se è vero che *financial literacy* significa anzitutto *consapevolezza finanziaria*, e quindi capacità di affrontare scientemente le proprie scelte di risparmio gestito, piuttosto che opzione passiva per un prodotto o servizio selezionato dal distributore, e prima ancora dal produttore.

Oltre a ciò, la *product governance* rappresenta indubbiamente un freno all'innovazione di prodotto, e un intralcio significativo proprio a quel modello di consulenza finanziaria indipendente che, in quanto strumento di *informazione imparziale*, è fortemente valorizzato dalla *MiFID II* e incoraggiato dalle autorità di vigilanza: i dati mostrano, in effetti, che l'attività professionale degli *advisor* può essere un supporto rilevante per orientare le decisioni finanziarie, specie dei non esperti<sup>72</sup>, migliorare la conoscenza dei prodotti finanziari e la consapevolezza di rischi e opportunità delle scelte finanziarie<sup>73</sup>, orientare le giovani generazioni verso scelte finanziarie consapevoli<sup>74</sup>.

È facile, invece, che in virtù del modello di *product governance* sia proprio la raccomandazione personalizzata di investimento a collidere con la valutazione di appropriatezza/adequatezza del prodotto, con la conseguenza che si riduce significativamente il perimetro dei prodotti finanziari proponibili al cliente *retail* attraverso il servizio di consulenza in genere.

Queste criticità, unite ai costi più elevati della consulenza indipendente (e a un meccanismo di remunerazione del consulente spesso difficilmente intellegibile)<sup>75</sup> rischiano di compromettere sia quella sinergia tra *product governance* e *product intervention* che dovrebbe spingere l'investitore *retail* tra le braccia del consulente<sup>76</sup>, e sia le naturali potenzialità della consulenza personalizzata, che tra i servizi di investimento ad elevato valore aggiunto è quello più naturalmente vocato all'educazione finanziaria<sup>77</sup>.

---

precisa che “come parte di questo processo, l'impresa individua qualsiasi gruppo/i di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario *non è compatibile*. Laddove imprese di investimento collaborino alla produzione di uno strumento finanziario, è *necessario individuare solo un mercato di riferimento*” [corsi nostri].

<sup>71</sup> A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore* (nt. 63), 9, il quale ricorda che le autorità di controllo sono pur sempre vincolate al principio di proporzionalità *ex artt.* 9-10 Direttiva delegata *MiFID II*, e inoltre nei servizi ad elevato valore aggiunto – gestione di portafogli e consulenza – il margine di valutazione discrezionale offerto all'intermediario collocatore è sicuramente più ampio.

<sup>72</sup> Secondo i dettami della finanza comportamentale la consulenza è «l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse», osserva N. LINCiano (nt. 51), 135.

<sup>73</sup> G. LIACE (nt. 34), 972.

<sup>74</sup> E. CAVEZZALI-G. GARDENAI-U. RIGONI, *Alfabetizzazione finanziaria e asset allocation dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *Banca impresa soc.*, 2012, 108.

<sup>75</sup> N. LINCiano (nt. 51), 143. Più recentemente si v. i risultati dell'indagine pubblicata da *Il Sole 24 ore*: L. INCORVATI, *Le fee della consulenza? non facili da decifrare*, *Plus Il Sole 24 ore*, 13 giugno 2020.

<sup>76</sup> L'opinione è di O.O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, in *European Law Journ.*, vol. 21, f. 24, 2015, 503; la riprende, pur con qualche distinguo, A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore* (nt. 63), 5 s., osservando che un modello imperniato sui principi della *product governance* e della *product intervention*, e sulla crescente limitazione inferta ai servizi da eseguire in modalità *execution only*, dovrebbe produrre l'effetto di orientare il cliente *retail* verso la consulenza.

<sup>77</sup> Sul fatto che la consulenza finanziaria dovrebbe rivolgersi maggiormente all'obiettivo sull'educazione finanziaria dei risparmiatori v. N. LINCiano (nt. 51), 135; G. LIACE (nt. 34), 972.



Sta di fatto che il contesto italiano vede ancora una propensione ridotta degli investitori *retail* ad affidarsi a un esperto qualificato. Secondo le rilevazioni del *Report 2017* sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, ancora alla fine del 2017 la maggioranza degli investitori ricorreva ai consigli di amici e parenti (cosiddetta consulenza informale), poco più del 20% si affidava alla consulenza professionale ovvero delegava un esperto, mentre il 28% sceglieva in completa e totale autonomia<sup>78</sup>. Neanche l'analisi empirica fornisce dati sufficienti e univoci sull'esistenza di una correlazione positiva tra grado di educazione finanziaria e propensione ad avvalersi del servizio di consulenza<sup>79</sup>, e sull'esistenza di una correlazione immediata e diretta tra ricorso dell'investitore alla consulenza indipendente e miglior rendimento dell'investimento (rispetto a quello di chi compie le scelte finanziarie in totale autonomia)<sup>80</sup>.

Sarebbe, dunque, del tutto irrealistico attendersi dalle più giovani generazioni, meno indipendenti dal punto di vista economico, che ricorrano in misura significativa a un servizio così costoso, e nonostante le sue evidenti *potenzialità pedagogiche* non è, quindi, pensabile affidare interamente alla consulenza professionale, e in particolare alla consulenza indipendente, il compito di formare le nuove generazioni di investitori.

4. *Il percorso normativo della finanza sostenibile.* – I primi obblighi significativi del legislatore europeo in materia di ambiente e CSR sono stati quelli introdotti dalla Direttiva 2014/95/UE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, in materia di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, che muove nella prospettiva di «gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile» (Considerando n. 3)<sup>81</sup>.

Mancava, però, nella normativa UE di rango primario una definizione univoca di *prodotto finanziario sostenibile*, così da spingere l'ESMA a sollecitare un aggiornamento della *MiFID II* al fine di includervi una definizione di *sustainability risks* e *sustainability factors*<sup>82</sup>.

<sup>78</sup> N. LINCIANO-P. SOCCORSO-R. LENER (nt. 15), 31.

<sup>79</sup> L'analisi dei dati per questo aspetto è complessa: osserva, con riferimento al contesto economico post crisi finanziaria 2007-2009, N. LINCIANO (nt. 51), 138, che «[i]n generale il basso livello di cultura finanziaria sembra scoraggiare il ricorso al servizio di consulenza, anche se al crescere della financial education aumenterebbe la propensione a decidere in autonomia, ossia a discostarsi dalle raccomandazioni ricevute dall'intermediario preventivamente consultato». D'altra parte, «una maggiore istruzione (intesa come proxy del livello di financial education) si associa a una maggiore propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario»: EAD., *ibidem*.

<sup>80</sup> Così N. LINCIANO (nt. 51), 135, che anzi richiama da una parte uno studio su un campione di investitori israeliani il quale mostra, ad esempio, che i portafogli assistiti da consulenti sarebbero meglio diversificati di quelli indipendenti (Z. SHAPIRA-I. VENEZIA, *Patterns of Behaviour of Professionally Managed and Independent Investors*, in *Journ. of Banking and Finance*, 2001, vol. 25, n. 8, 1573 ss.); dall'altra e per contro, uno studio condotto su un campione di investitori tedeschi il quale, al contrario, documenta che le *performance* dei portafogli assistiti risultano peggiori e che i soggetti che si avvalgono della consulenza appartengono prevalentemente alla fascia degli investitori più anziani e più abbienti: A. HACKETAL-M. HALIAS-SOS-T. JAPPELLI, *Financial Advisors: A Case of Babysitters?*, in *Journ. of Banking and Finance*, vol. 36, 2, 2012, 509 ss.

<sup>81</sup> Sulla Direttiva 2014/95/UE v., tra i molti, P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *ODC*, 1/2016, 3 ss.

<sup>82</sup> Si v. *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and Final Report*, Documento ESMA 35-43-1737, 30 Aprile 2019, 22: «the lack of agreed definitions and labels

Si è reso, allora, necessario implementare il quadro regolatorio così da tenere conto degli aspetti strutturali (e delle peculiarità) dei prodotti finanziari sostenibili, e di come i requisiti di sostenibilità incidano sulle caratteristiche del prodotto in termini di rischio e rendimento.

Di qui l'auspicio, contenuto nell'*Action Plan 2018* della Commissione Europea, nel senso di convogliare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili<sup>83</sup>, sviluppare specifici *benchmark* ad essi dedicati, integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria, nei *rating* e nelle ricerche di mercato<sup>84</sup> e, infine, allineare anche gli strumenti di finanza pubblica ai *benchmark* di mercato, se necessario modificando i vincoli di bilancio e di indebitamento per l'emissione di *green, social e sustainable bonds*. Al fine, in particolare, di integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria, l'*ESMA* è stata invitata a inserire disposizioni in materia di preferenze sulla sostenibilità nei suoi orientamenti in materia di valutazione di adeguatezza<sup>85</sup>.

L'*Action Plan 2018* segnala anche, come è ovvio, la necessità di chiarire gli specifici doveri degli investitori istituzionali e degli *asset manager* nei confronti dei prodotti finanziari sostenibili, anche in termini di requisiti prudenziali<sup>86</sup>, e gli obblighi informativi e contabili<sup>87</sup> che comporta la presenza di tali prodotti in portafoglio.

---

at the EU level is a substantial shortcoming and seriously hampers the implementation of a harmonized approach on sustainable finance. This should not prevent firms from making progress in order to incorporate sustainability risks and factors, but this should be taken into account by regulators and supervisors».

<sup>83</sup> Si v. Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, Bruxelles, 8.3.2018COM(2018) 97 final, anche, per brevità *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 4; Regolamento (UE) 2019/2089, del Parlamento europeo e del consiglio, 27 novembre 2019, che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011, per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento, al *Considerando* n. 8, ove è detto che «occorre convogliare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili». Osservando verso quali settori sono stati convogliati i proventi raccolti attraverso l'emissione di *green bonds* nel 2019, si vede che il comparto energetico (31%) e quello delle costruzioni (30%) sono stati quelli maggiormente finanziati; seguono il settore dei trasporti (20%) e quello della gestione del servizio idrico (9%); il restante 10% è andato al settore dei rifiuti, dell'impiego del suolo, e dell'*ICT*: v. THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI, *Le banche del futuro*, Milano, 2020, 162.

<sup>84</sup> Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, (nt. 83), 8.

<sup>85</sup> Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, (nt. 83), 7 s.

<sup>86</sup> Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, (nt. 83), 5.

<sup>87</sup> Sono note le perplessità che solleva, in particolare, l'*IFRS 9* sugli strumenti finanziari, pubblicato dallo IASB il 24 luglio 2014. Si v., in proposito, la Risoluzione del Parlamento europeo 6 ottobre 2016 sui principi internazionali d'informativa finanziaria: *IFRS 9 2016/2898(RSP)*, dove si sottolinea l'importanza che rivestono gli investimenti a lungo termine per la crescita economica, e dove il Parlamento si preoccupa del fatto che «il trattamento contabile previsto dall'*IFRS 9* per taluni strumenti finanziari detenuti direttamente o indirettamente come investimenti a lungo termine, in particolare il capitale netto, possa contrastare con l'obiettivo generale di promuovere gli investimenti a lungo termine; invita la Commissione a garantire che l'*IFRS 9* sia funzionale alla strategia dell'UE in materia di investimenti a lungo termine e riduca la pro-ciclicità e gli incentivi a un'eccessiva assunzione di rischio». Si v. anche Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea,

All'ulteriore problema specifico di elaborare *indici di riferimento* fedeli e attendibili<sup>88</sup> ha risposto poi, almeno in parte, il Regolamento (UE) 2019/2088, sull'informativa in materia di *sostenibilità nel settore finanziario* – il c.d. *Sustainable finance disclosure Regulation*, o *SFDR*, entrato in vigore il 10 marzo 2021<sup>89</sup> – che contiene una definizione non di *prodotto finanziario sostenibile* e di *strumento finanziario sostenibile* bensì – più genericamente – di *finanza sostenibile*. Questo approccio pragmatico è, del resto, dominante<sup>90</sup>. Obiettivo dichiarato del Regolamento 2019/2088, o *SFDR*, che accresce e uniforma i requisiti di *reporting* posti in capo ai partecipanti ai mercati finanziari nei processi di investimento *ESG* segnando un deciso cambio di passo da questo punto di vista, è rafforzare e uniformare la tutela degli investitori introducendo nuovi obblighi informativi e di trasparenza per gli operatori finanziari sulle modalità di integrazione dei *fattori di sostenibilità*<sup>91</sup> e del *rischio di sostenibilità* nelle scelte d'investimento<sup>92</sup>.

Il coevo Regolamento 2019/2089/UE<sup>93</sup> ha modificato il Regolamento 2016/1011, introducendo una distinzione chiara tra indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi<sup>94</sup>. Quest'ultimo Regola-

---

al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, (nt. 83), 11, dove l'osservazione che le norme contabili vigenti, tra le quali in particolare l'*IFRS 9*, non incentivano la decisione di effettuare investimenti sostenibili a lungo termine. La Commissione, pertanto, «riconosce l'importanza di far sì che i principi contabili non scoraggino direttamente o indirettamente gli investimenti sostenibili e a lungo termine. A tale riguardo occorre riflettere sull'opportunità di rendere più flessibile l'approvazione dei principi IFRS...».

<sup>88</sup> Si v. Commissione UE, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, (nt. 83), 11, ove riferimenti all'assenza di trasparenza che affetta le metodologie utilizzate dai fornitori di indici per elaborare gli indici di riferimento *ESG* e coglierne gli obiettivi di sostenibilità; ciò che ne ha inficiato finora l'affidabilità. Per ridurre, in particolare, il rischio di *greenwashing*, è necessario che le metodologie di indici sostenibili siano più trasparenti e affidabili: ad esempio, «una metodologia affidabile per gli indici relativi al basso contenuto di carbonio dovrebbe riflettere la compatibilità con gli obiettivi dell'accordo di Parigi, al fine di migliorare la valutazione della prestazione dei fondi a basso contenuto di carbonio».

<sup>89</sup> Si v. il Regolamento UE 2019/2088, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che regola gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento, ove, al considerando n. 5, si dice che «la sostenibilità e la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, resiliente rispetto al clima, più efficiente in termini di risorse e l'economia circolare sono elementi fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia dell'Unione».

<sup>90</sup> Cfr. UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAM – UNEP, *The Principles for Positive Impact Finance. A common framework to finance the sustainable development goals*, UNEP, 2017, 2.

<sup>91</sup> Ai sensi dell'art. 2, par. 1, n. 24 del Regolamento 2019/2088, o *SFDR*, «fattori di sostenibilità» «sono le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva».

<sup>92</sup> Ai sensi dell'art. 2, par. 1, n. 22 del *SFDR* «rischio di sostenibilità» è «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento». I *Regulatory Technical Standards*, in vigore dal 1° gennaio 2023, sono piuttosto rigorosi, in quanto coinvolgono la rendicontazione in merito ai principali impatti avversi in ambito di sostenibilità connessi alle decisioni/consigli di investimento; la *disclosure* pre-contrattuale e periodica sulle caratteristiche/obiettivi di sostenibilità del prodotto finanziario offerto; la *disclosure* sul prodotto attraverso il sito internet; i modelli di informativa precontrattuale e periodica del prodotto (i c.d. *template*).

<sup>93</sup> Si v. il Regolamento UE 2019/2089, *supra*, nt. 83.

<sup>94</sup> Recita il Regolamento UE 2019/2089, *supra*, nt. 83, al Considerando n. 15, che una più chiara distinzione tra indici «come pure la definizione di norme minime per ciascuno di tali indici di riferimento, contribuirebbe alla coerenza tra tali indici».

mento ora prevede, quindi, che l'obbligo di valutare le preferenze dell'investitore in materia ambientale e sociale e in materia di *governance* delle imprese i cui titoli entrano nel suo portafogli (o che gli vengono consigliati nell'ambito del rapporto consulenziale) rientri nella *valutazione di adeguatezza del servizio*.

È chiaro, quindi, che l'intermediario collocatore è anche chiamato a ricostruire sia il *profilo di sostenibilità* del cliente che il *rischio di sostenibilità* dell'investimento offerto<sup>95</sup>, e cioè a raccogliere informazioni non strettamente ricollegabili al suo profilo finanziario.

Ciò avviene però al fine di individuare il mercato potenziale e il cliente target, quindi in una prospettiva di *product governance* e strategia distributiva<sup>96</sup>, e in ogni caso le informazioni di carattere non finanziario dovrebbero essere raccolte *dopo* che è stato ricostruito il profilo di rischio<sup>97</sup>.

Il successivo Regolamento UE, del Parlamento Europeo e del Consiglio, 18 giugno 2020, n. 2020/852/UE, si sofferma sull'importanza di elaborare una tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili, e il relativo indice di ecosostenibilità<sup>98</sup>. Quanto alla relativa classificazione, come già il Regolamento 2019/2089/UE, che parla genericamente di *prodotti e servizi finanziari sostenibili* e di *investimenti sostenibili*<sup>99</sup> senza mai menzionare la *categoria normativa tipica* degli strumenti finanziari, anche il Regolamento 2020/852/UE parla semplicemente di *finanza sostenibile*, di «prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili» e di requisiti necessari per *commercializzare prodotti finanziari o obbligazioni societarie come investimenti ecosostenibili*<sup>100</sup>.

L'implementazione di linee di sviluppo comuni in materia di finanza sostenibile<sup>101</sup>, e lo sviluppo e la diffusione di *investimenti sostenibili* quali investimenti che contribuiscono a un obiettivo ambientale in termini di uso corretto delle risorse, o che contribuiscono a un obiettivo sociale in termini di contrasto alla povertà e alle disuguaglianze<sup>102</sup>, sollecitano una rinnovata riflessione proprio nella fase successiva alla crisi da *Covid-19*, per ciò che queste forme di investimento possono rappresentare in termini di

---

<sup>95</sup> Si v. *supra*, nt. 93.

<sup>96</sup> Si v. in particolare nell'ordinamento interno l'art. 65, par. 1, del Regolamento intermediari contenuto nella delibera Consob 15 febbraio 2018, n. 20307, cit., ove è detto che «gli intermediari produttori identificano, con un sufficiente livello di dettaglio, il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario e specificano il/i tipo/i di cliente per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi, compresi eventuali obiettivi legati alla sostenibilità, lo strumento finanziario è compatibile».

<sup>97</sup> V. *supra*, par. 3.

<sup>98</sup> Si v. il Regolamento UE 2020/852, del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, e recante modifica del Regolamento UE 2019/2088. *Ivi*, al *Considerando* n. 4, si dice che «la sostenibilità e la transizione a un'economia sicura, climaticamente neutra, resiliente ai cambiamenti climatici, più efficiente in termini di risorse e circolare sono fondamentali per garantire la competitività dell'economia dell'Unione nel lungo termine»; al *Considerando* n. 5 che «il gruppo di esperti di alto livello, nella relazione pubblicata il 3 gennaio 2018, sollecita la creazione di un sistema di classificazione tecnicamente solido a livello dell'Unione per fare chiarezza su quali attività possano essere considerate “verdi” o “sostenibili”, partendo dalla mitigazione dei cambiamenti climatici».

<sup>99</sup> Si v. i *Considerando* nn. 4, 8, 9, 10 del Regolamento UE 2019/2088, *supra*, nt. 92.

<sup>100</sup> Si v. il *Considerando* n. 11 del Regolamento 2020/852/UE, *supra*, nt. 99.

<sup>101</sup> HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG), *Final Report 2018*, in [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf), consultato da ultimo il 21 febbraio 2021.

<sup>102</sup> Si v. M. SIRI-S. ZHU (nt. 18), 14.

nuove opportunità di investimento finanziario, anche nella prospettiva di una società più equa, sostenibile e inclusiva<sup>103</sup>.

Allo stato attuale, entro la cornice dell'Agenda 2030, dell'Accordo di Parigi e del *Green Deal* delle nazioni unite ed europeo<sup>104</sup>, operano dunque il regolamento UE 2016/1011, sui *low carbon benchmarks* e *positive carbon impact benchmarks*<sup>105</sup>, che ha stabilito norme uniformi per gli indici di riferimento nell'Unione, il Regolamento UE 2019/2088<sup>106</sup>, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, il Regolamento UE 2019/2089, sugli indici di riferimento UE (o *benchmark*) sulla transizione climatica<sup>107</sup>, il Regolamento UE 18 giugno 2020, (UE) 2020/852, sulla tassonomia dei prodotti finanziari<sup>108</sup>.

Il processo normativo ha subito una forte accelerazione con il varo, il 21 aprile 2021, del *sustainable finance package*<sup>109</sup>, che ha lo scopo di imprimere una svolta decisiva al processo di ri-orientamento dei flussi di capitale verso investimenti ecocompatibili e sostenibili. Il pacchetto comprende, tra gli altri, la direttiva delegata che modifica la direttiva 2010/43/EU sui *sustainability risks* e *sustainability factors* che devono essere presi in considerazione sia dalle imprese di investimento cui si applica la direttiva UCITS e sia anche dalle imprese di investimento cui si applica la direttiva AIFMD, e il *Climate Delegated Act*, primo atto esecutivo del regolamento UE 2020/852<sup>110</sup>, men-

<sup>103</sup> Secondo il *Report 2020* del *Global Impact Investing Network*, l'ammontare di risorse gestite nel settore a livello mondiale è superiore a cento miliardi di dollari: si v. MILLENNIALS SURVEY DELOITTE GLOBAL 2020.

<sup>104</sup> Il 25 settembre 2015 l'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha adottato un nuovo quadro mondiale di sviluppo sostenibile: l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, la c.d. Agenda 2030; il 5 ottobre 2016, nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, è stato approvato dall'Unione europea l'Accordo di Parigi; l'11 dicembre 2019 la Commissione UE ha pubblicato la comunicazione sul *Green Deal* europeo.

<sup>105</sup> Il Regolamento UE 2016/1011, del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2016, *sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento*, *supra*, nt. 83.

<sup>106</sup> Si v. il Regolamento (UE) 2019/2088, *supra*, nt. 92.

<sup>107</sup> Si v. il Regolamento (UE) 2019/2089, *supra*, nt. 83.

<sup>108</sup> Si v. il Regolamento (UE) 2020/852, *supra*, nt. 99.

<sup>109</sup> *Text of the proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) to amend the Non-Financial Reporting Directive (NFRD)*; UCITS, *Commission Delegated Directive amending Directive 2010/43/EU as regards the sustainability risks and sustainability factors to be taken into account for Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*; AIFMD, *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) No 231/2013 as regards the sustainability risks and sustainability factors to be taken into account by Alternative Investment Fund Managers*; IDD, *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulations (EU) 2017/2358 and (EU) 2017/2359 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into the product oversight and governance requirements for insurance undertakings and insurance distributors and into the rules on conduct of business and investment advice for insurance-based investment products*; MiFID II, *Commission Delegated Directive amending Delegated Directive (EU) 2017/593 as regards the integration of sustainability factors into the product governance obligations*; MiFID II, *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms*; Solvency II, *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings*.

<sup>110</sup> V. [https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en).

tre è prossima l'emanazione dell'*Environmental Delegated Act*, che si occuperà dei *technical screening criteria* per gli obiettivi ambientali<sup>111</sup>.

I criteri di selezione posti alla base di questi *benchmark* sono i livelli di intensità di carbonio associati ai titoli: si caratterizzano quindi, rispetto ai *benchmark* tradizionali, per la selezione di strumenti finanziari associati a minori livelli di emissioni di CO<sub>2</sub><sup>112</sup>.

Il sistema delle regole evolve, dunque, verso una metodologia di calcolo unitaria degli indici di riferimento tra gli Stati membri in ambito UE<sup>113</sup>, processo non facile, posto che gli indici condizionano sia le scelte di *governance* con riferimento all'informativa al pubblico sui *risultati non finanziari* degli emittenti, come appunto quelli influenti sull'ambiente, sia le scelte produttive imprenditoriali, privilegiando alcuni segmenti a discapito di altri<sup>114</sup>.

È altrettanto chiaro, però, che uniformare gli indici è essenziale per rendere comparabili le informazioni sugli strumenti di finanza sostenibile<sup>115</sup> e per contrastare efficacemente i fenomeni di *greenwashing*.

È altrettanto evidente che l'uniformazione dei *benchmark* agevola il *collocamento* di *social, green, sustainable e sustainable-linked bonds* e delle gestioni patrimoniali in genere, così rispondendo a quella domanda di investimenti *ESG*, proveniente sia dagli investitori istituzionali che dalla clientela *retail*, che si era fatta via via sempre più ingente già prima della crisi da *Covid-19*<sup>116</sup>.

---

<sup>111</sup> V. [https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/sustainable-finance-taxonomy-regulation-eu-2020-852/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en).

<sup>112</sup> Si distinguono, in proposito, i *low-carbon benchmark*, che riducono la presenza di strumenti finanziari che hanno un impatto negativo sul cambiamento climatico, e i *positive-carbon impact benchmark*, che aumentano la concentrazione di emittenti e attività finanziarie che hanno un impatto positivo: v. *Funding Aid State Investments, Finanza sostenibile: esperti UE, Report sui benchmark climatici*, 30 settembre 2019.

<sup>113</sup> Si v. il *Considerando* n. 12 del Regolamento UE 2019/2088; l'art. 54, comma 4, del Regolamento UE 2016/1011 (comma aggiunto dall'art. 19 *ter* del Regolamento UE 2019/2088) ove è detto che «[e]ntro il 31 dicembre 2022, la Commissione riesamina le norme minime degli indici di riferimento UE di transizione climatica e degli indici di riferimento UE allineati con l'accordo Parigi al fine di garantire che la selezione delle attività sottostanti sia coerente con gli investimenti ecosostenibili come definiti in un quadro normativo a livello di Unione».

<sup>114</sup> THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI (nt. 83), 156, che tra i vari contrasti che hanno fatto rinviare l'elaborazione di indici comuni ai Paesi UE fa l'esempio delle pressioni esercitate della Francia per l'inclusione del nucleare e quelle dei Paesi dell'Est Europa che provano quanto più possibile a difendere il ruolo del carbone.

<sup>115</sup> Si v. il *Considerando* n. 20 del menzionato Regolamento UE 2020/852 (nt. 99): «al fine di garantire l'affidabilità, la coerenza e la comparabilità delle informative sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, le informazioni ai sensi del presente regolamento dovrebbero utilizzare nella misura del possibile gli indicatori di sostenibilità esistenti, come proposto dal Parlamento europeo nella sua risoluzione del 29 maggio 2018 sulla finanza sostenibile. In tale contesto, i criteri di vaglio tecnico dovrebbero basarsi, nella misura del possibile, sugli indicatori di sostenibilità di cui al regolamento (UE) 2019/2088».

<sup>116</sup> Cfr. THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI (nt. 83), 154 ss., ove il dato per cui già nel 2016 gli investimenti *ESG* appartenevano per l'80% a investitori istituzionali e per il 20% a investitori *retail*, e che la crescita nel segmento *retail* si è accentuata nel 2018, passando al 75% per il comparto istituzionale e al 25% per il comparto *retail*, *ivi*, 158; P. GADDA, *Investimenti socialmente responsabili: il buono della finanza*, in *Forbes Italia*, gennaio 2019, il quale riporta che secondo una ricerca dell'*Us Trust Bank of America* il 40% degli *High Net Worth Individual* statunitensi ha già organizzato parte dei propri investimenti secondo le coordinate *SRI*, in aumento negli ultimi due anni. La stessa ricerca mette in evidenza come tra i nati dopo il 1980 la percentuale degli *HNWI* che già investono secondo criteri *ESG* raggiunge il 77%. A livello mondiale si v. anche il *Global Sustainable Investment Review 2018*, il quale riporta che l'insieme dei *sustainable investing assets* in Europa, Stati Uniti, Giappone, Canada, Australia e Nuova Zelanda ha raggiunto all'inizio

Quella stessa domanda è costantemente aumentata durante la pandemia da *Covid-19*<sup>117</sup>, così come la domanda che i clienti finali rivolgono agli investitori istituzionali, e in particolare ai fondi pensione, affinché orientino le proprie condotte verso obiettivi di sostenibilità, e affinché integrino i fattori *ESG* tra le strategie di investimento<sup>118</sup>.

Si stima che con il passaggio generazionale della ricchezza nelle mani dei *Millennials* e dei *post-Millennials* questa tendenza debba consolidarsi in maniera tendenzialmente irreversibile<sup>119</sup>, pur con il grande margine di incertezza sul proprio futuro finanziario che affligge queste giovani generazioni di investitori<sup>120</sup>.

L'uniformazione degli indici favorirebbe anche lo sviluppo di forme di investimento finanziario sostenibile nel comparto delle gestioni di portafogli individuali e personalizzate, attive e passive<sup>121</sup>. Più precisamente, proprio «la qualità e l'integrità degli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio incide sull'efficace funzionamento del mercato interno per una vasta gamma di portafogli individuali e collettivi di investimento»<sup>122</sup>.

---

del 2018 l'entità di 30,7 trilioni di dollari, con un incremento del 34% rispetto al 2016. Ovunque nelle aree citate, con l'eccezione dell'Europa, la quota di mercato è cresciuta, con quote sull'*asset under management* totale che vanno dal 18% del Giappone al 63% dell'Australia e della Nuova Zelanda; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 62, riporta i dati di *BlackRock* dai quali si evince che nel decennio 2010-2020 da un lato si è decuplicata anche in Europa la domanda di fondi che integrano le strategie *ESG* tra le scelte di investimento, e, dall'altro, non solo investitori istituzionali come i fondi pensione e i fondi sovrani ma anche una larga fetta di clienti *retail* hanno riorientato il proprio capitale verso strategie di investimento sostenibili.

<sup>117</sup> Si v. STANDARD CHARTERED PRIVATE BANK, *Standard Chartered Sustainable Investing Review 2020*, 2020, 7: «of the affluent and HNW investors around 45 per cent indicated they were considering putting 15 to 25 per cent of their funds in sustainable investments while 40 per cent of them would invest 5 to 15 per cent over the next three years».

<sup>118</sup> G. STRAMPELLI (nt. 117), 61 s.

<sup>119</sup> Cfr. G. STRAMPELLI (nt. 117), 62.

<sup>120</sup> THE DELOITTE GLOBAL 2021 MILLENNIAL AND GEN Z SURVEY, *A Call for accountability and Action*, 2021, 15 ss.

<sup>121</sup> È, ovviamente, quello delle gestioni di portafogli attive l'ambito maggiormente interessato a verificare la sostanziale e non formale conformità degli *asset* inseriti in portafoglio ai connotati finanziari "green", "sustainable" e "social", e sono dunque gli investitori e gli intermediari dediti alle gestioni patrimoniali attive quelli che sostengono i costi delle *due diligence* sui prodotti finanziari "green", "sustainable" o "social": v. F. D'ARCO, *Non tutto ciò che è "green" brilla per "sostenibilità"*, in <http://advisoronline.it>, in *Focus ESG*, 2019, consultato da ultimo il 7 febbraio 2021. È chiaro, poi, che per le gestioni attive l'integrazione dei fattori *ESG* sarà più stringente, mentre per le gestioni passive a modificarsi saranno i criteri di indicizzazione, per cui gli *index funds* utilizzeranno esposizioni ottimizzate sui criteri *ESG* anziché sulla capitalizzazione di mercato: G. STRAMPELLI (nt. 117), 58.

<sup>122</sup> Così il *Considerando* n. 10 del Regolamento UE 2019/2089, sugli indici di riferimento di transizione climatica (*supra*, nt. 83). Osserva il *Considerando* n. 11 che "sul mercato sono comparse diverse categorie di indici di basse emissioni di carbonio con diversi livelli di ambizione. Mentre alcuni indici di riferimento mirano a ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio di investimenti standard, altri puntano a selezionare solo i componenti che contribuiscono al raggiungimento dell'obiettivo dei 2°C stabilito nell'accordo di Parigi. Malgrado le differenze a livello di obiettivi e strategie, molti di tali indici di riferimento vengono comunemente promossi come indici di riferimento di basse emissioni di carbonio". Avverte, tuttavia, il *Considerando* n. 12 che "approcci divergenti in materia di metodologie degli indici di riferimento provocano la frammentazione del mercato interno, in quanto non è chiaro per gli utilizzatori di tali indici se un determinato indice di basse emissioni di carbonio è in linea con gli obiettivi dell'accordo di Parigi o mira semplicemente a ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio di investimenti standard. Per porre un freno alle affermazioni potenzialmente illegittime degli amministratori circa la natura di indici di basse emissioni di carbonio dei loro indici di riferimento, è probabile che gli Stati membri adottino proprie norme per proteggere gli investitori da confusione e ambiguità sulle finalità e sul livello di ambizione delle varie cate-

4.1. (Segue): *e dei green, social, sustainable e sustainable-linked bonds*. – Quel sotto-insieme della finanza sostenibile che è il c.d. *impact investing*, che affianca la finanza tradizionale e accoglie un modello di investimento responsabile ed etico finalizzato sia al rendimento finanziario che nel contempo a conseguire un risultato di forte impatto socio-ambientale in termini di sostenibilità<sup>123</sup>, non si limita a escludere l'investimento in settori e imprese non sostenibili ma «fa dell'impatto sociale o ambientale un obiettivo primario dell'investimento, la ragione dello stesso»<sup>124</sup>.

È nota la crescita costante delle emissioni di *green bonds*, a partire dal 2007 e durante la crisi pandemica da *Covid-19*<sup>125</sup>, sia per iniziativa di istituzioni finanziarie pubbliche caratterizzate da una *mission* sociale<sup>126</sup>, sia, in una seconda fase, ad opera di banche<sup>127</sup> e investitori privati, anche nel resto d'Europa<sup>128</sup>. Accanto ai *green bonds* si

---

gorie di cosiddetti indici di basse emissioni di carbonio usati come indici di riferimento per i portafogli di investimenti a basse emissioni di carbonio».

<sup>123</sup> Il segmento è in forte crescita da alcuni anni: V. D'ANGERIO, *Gli investimenti sostenibili sfiorano 31mila miliardi di dollari*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 aprile 2019, che cita i dati, relativi al 2018, elaborati dalla *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*.

<sup>124</sup> B. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impresa soc.*, 2021, 118.

<sup>125</sup> Si è osservato che proprio in conseguenza della pandemia da *Covid-19* e della crisi socioeconomica e finanziaria che ne è scaturita, si riscontra una attenzione maggiore verso gli strumenti finanziari a impatto sociale positivo più che verso gli strumenti «green» in senso stretto. In questa direzione sembrava muoversi il mercato a partire dai primi mesi del 2020: si v. M. MONTI, *L'irresistibile ascesa dei Covid-19 bond, 100 miliardi di dollari entro il 2020*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 maggio 2020. Nel corso del 2020, infatti, i *green bonds* sono stati utilizzati quasi esclusivamente per iniziative legate al clima e alle energie rinnovabili, che nei primi 11 mesi del 2020 hanno toccato quota 208 miliardi di dollari, in calo del 13% rispetto ai 240 miliardi del corrispondente periodo del 2019: *Il Sole 24 ore*, 9 gennaio 2021. Si v. ad esempio il *Covid-19 Social Response Bond* emesso da Cassa Depositi e Prestiti ad aprile 2020, una emissione in due *tranche* con scadenza a 3 e a 7 anni, per un valore di 500 milioni di euro ciascuna, con sottoscrizione riservata a investitori istituzionali, e i cui proventi sono dedicati a finanziare misure di risposta alla crisi sanitaria (ad esempio, l'implementazione della capacità di risposta del sistema sanitario nazionale) ed economica, in particolare facilitando l'accesso al credito delle PMI italiane; i *social bond senior preferred* con scadenza sessennale emessi da BPER Banca s.p.a., il cui collocamento, anche in questo caso presso investitori istituzionali, è terminato a marzo 2021. L'obbligazione, emessa nell'ambito dell'*Environmental, Social e Sustainability Bond Framework* (disegnato in aderenza ai *Green Bond Principles*, ai *Social Bond Principles* e alle *Sustainability Bond Guidelines*) finanzia attraverso il programma EMTN (quindi per mezzo di obbligazioni con scadenza a medio termine) un portafoglio selezionato di PMI a cui sono state concesse erogazioni coperte dalla garanzia pubblica introdotta dal d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito dalla l. 5 giugno 2020, n. 40, per fronteggiare l'emergenza *COVID-19*, il c.d. decreto liquidità.

<sup>126</sup> La prima emissione da parte di organismi sovranazionali è stata, com'è noto, quella della BEI nel 2007; tra i *green bonds* statali, fu prima la Polonia nel 2016, seguita dalla Francia nel 2017. Nel 2017 il valore dei *green bonds* emessi a livello mondiale era pari a circa 173,5 miliardi di dollari USA e 174,9 miliardi nel 2018 (+0,8%); il valore dell'emissione dei *social bonds*, invece, è aumentato a meno di 3 miliardi di dollari USA nel 2016; a 11,2 miliardi nel 2017 (+363,3%) e a 13,9 miliardi nel 2018 (+24,1%); si v. *Environmental Finance, Sustainable Bonds Insight* (2019), disponibile in <https://www.environmental-finance.com/pages/sustainablebonds-insight-2019.html>. Nel 2019 si è assistito a una crescita complessiva del mercato di *social, sustainable e green bonds* pari al +52% rispetto al 2018, con un crescente interesse per strumenti a impatto sia sociale che ambientale, c.d. *sustainability bond*, *ivi*.

<sup>127</sup> Cfr. ENVIRONMENTAL FINANCE, *Sustainable Bonds Insight* (2020), in <https://www.environmental-finance.com/pages/sustainable-bonds-insight-2020.html>.

<sup>128</sup> Le emissioni di *green bonds* governativi si sono fortemente diffuse in Francia (2017), Olanda (2019), Belgio (2020), Germania (2020): M. CAPPONI, *È boom di green bonds*, in *Milano Finanza*, 2 luglio 2020. Quanto in particolare alla Germania, a dicembre 2020 l'agenzia federale *Finanzagentur* ha collocato *green twin bonds* quinquennali, corrispondenti a un controvalore monetario totale di 11 miliardi di euro, con un



collocano, per assonanza, i “*climate-aligned*” *bonds*, strumenti finanziari obbligazionari che non sono *green* in senso stretto, ma i cui emittenti operano in settori che sostengono la transizione verso un’economia a basso impatto ambientale.

È più recente, ma più imponente in termini quantitativi, anche la diffusione dei *sustainability bonds*<sup>129</sup>, che hanno ormai ampiamente superato i *green bonds* in termini di volume di *asset* e patrimoni gestiti, e che le proiezioni di investimento danno in crescita nella decade 2020 – 2030<sup>130</sup>; così è in crescita anche il settore dei *social bonds*<sup>131</sup>, segmento di mercato non ancora maturo<sup>132</sup> ma che al pari dei *sustainability bonds* ha avuto una crescita relativa più elevata rispetto ai *green bonds*, anche con emissioni riservate alla clientela professionale<sup>133</sup>.

Anche nel caso dei *social bonds*, peraltro, gli effetti della crisi economico-finan-

differenziale di rendimento, rispetto ai governativi classici, che si colloca tra 1 e 2 punti base. La politica dei *twin green bonds*, che peraltro sono conformi ai *Green Bond Principles* così come definiti dalla *Capital Market Association*, prevede l’emissione di un’obbligazione *green* con la stessa scadenza e la stessa cedola di un’obbligazione convenzionale, e con la possibilità, per l’acquirente, di scambiare in qualsiasi momento il *green bond* con il *bond* gemello tradizionale. I due strumenti finanziari hanno, evidentemente, caratteristiche speculari: il *green bond* ha un valore più alto del suo corrispettivo tradizionale, ma quest’ultimo è più liquido, a causa del più elevato volume di emissione; lo svantaggio della minore liquidità del *green bond* è compensato dal suo più elevato valore di scambio. A questa prima emissione di *green twin bonds* governativi ha corrisposto una domanda di 33 miliardi di euro.

<sup>129</sup> Secondo i dati Unicredit, nel corso del 2020 i *sustainability bonds* – sorta di strumento intermedio tra *green bonds* e *social bonds* – hanno conosciuto una crescita del 67%, con 63 miliardi di emissioni. Complessivamente, a fine novembre 2020 le emissioni di *sustainability bonds* si attestavano a 403 miliardi di dollari, contro i 294 dello stesso periodo del 2019: dati del *Il Sole 24 ore*, 9 gennaio 2021. La prima emissione, per un controvalore monetario totale di 500 milioni di euro e scadenza a marzo 2029, è stata quella di *Tikehau Capital*, gruppo di *asset management* globale specializzato in investimenti alternativi. Secondo i dati *Bloomberg* i *sustainability bonds* nel 2021 sono più che raddoppiati rispetto all’anno precedente, raggiungendo un controvalore di 303 miliardi di euro; adde PwC Luxembourg, *ESG Transformation of the Fixed Income Market*, 2022, cit., p. 20.

<sup>130</sup> ENVIRONMENTAL FINANCE, *Trends in sustainable bonds issuance and a look ahead to 2021*, 22 febbraio 2021.

<sup>131</sup> Un’analisi di *NN Investment* mostra che i *social bonds* sono aumentati del 43% durante il periodo della pandemia da *Covid-19*, raggiungendo un controvalore monetario di 66 miliardi di dollari. L’obiettivo delle emissioni è finanziare progetti sanitari o di occupazione. Il sorpasso dei *green bonds* da parte di *social bonds* è ormai evidente: soltanto ad aprile 2020 le emissioni di *social bonds* hanno eguagliato i 32 miliardi di dollari. Tra queste si v., ad esempio, in Francia l’emissione del marzo 2018 di Danone in collaborazione con *Crédit Agricole CIB*, che ha raccolto circa 300 milioni di euro, in [https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/ensociabond/2018/socialbond/Danone\\_2018\\_Social\\_Bond\\_Reporting.pdf](https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/ensociabond/2018/socialbond/Danone_2018_Social_Bond_Reporting.pdf); il *social bond* da 4 miliardi di euro collocato il 24 giugno 2020 dall’agenzia francese per l’occupazione *Unédic*: si v. M. CAPPONI, *Boom di emissioni di social bond*, Milano Finanza, 2 luglio 2020; in Italia il programma di *social bonds* di UBI banca espressamente dedicato al sostegno, sia a titolo di finanziamento che a titolo di liberalità, di iniziative ad elevato impatto sociale e a favore dell’innovazione sociale, che offrono ai sottoscrittori un rendimento allineato con i rendimenti di mercato.

<sup>132</sup> Di un vero e proprio mercato dei *social bonds* si può parlare solo a partire dal biennio 2017-2019, riporta B. LENZI (nt. 125), 119 s.

<sup>133</sup> Si v. ad esempio i *social bond senior preferred* con scadenza sessennale emessi dal gruppo BPER, il cui collocamento è terminato a marzo 2021. L’obbligazione, emessa nell’ambito dell’*Environmental, Social and Sustainability Bond Framework* (il “*Framework*” disegnato, in aderenza ai *Green Bond Principles*, ai *Social Bond Principles* e alle *Sustainability Bond Guidelines* edite dalla *International Capital Market Association-ICMA* a valere sul programma *EMTN* da 6 miliardi di euro) finanzia un portafoglio selezionato di PMI a cui sono state concesse erogazioni coperte dalla garanzia pubblica prevista nel d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modificazioni dalla l. 5 giugno 2020, n. 40 – c.d. decreto liquidità – per fronteggiare l’emergenza *Covid-19*.

ziaria seguita alla pandemia da *Covid-19* hanno lasciato un segno importante sul segmento, in termini di tipologie di iniziative finanziate<sup>134</sup>.

A partire dal 2016 è in crescita, infine, anche il mercato degli *ESG-themed Exchange-Traded Funds (ETFs)*<sup>135</sup>, e i dati mostrano *performance* elevate degli *ETF* con elevati requisiti *ESG*<sup>136</sup>.

Complessivamente, quello di *green bonds*, *sustainable bonds* e *social bonds*, il c.d. macro-segmento finanziario *GSSS*, ha segnato un +52% nel 2019 rispetto al 2018<sup>137</sup> e un volume di affari complessivo nel 2020 di 491 bilioni di dollari<sup>138</sup>, ed è risultato ancora in crescita nel 2021<sup>139</sup>; nel biennio 2021-2022 le emissioni di *green bonds* hanno fatto osservare un ulteriore *exploit* commerciale<sup>140</sup>.

Ciò nonostante i prodotti finanziari *GSSS* risultano, allo stato, privi di una definizione normativa unitaria e dedicata<sup>141</sup>.

Non è di aiuto per questo aspetto la normativa europea, che come abbiamo visto dal punto di vista concettuale è pragmaticamente ancorata al modello di finanza sostenibile genericamente intesa<sup>142</sup>, cioè individua e accomuna i prodotti e i servizi finanziari che

<sup>134</sup> Mentre, infatti, prima della pandemia la vocazione finanziaria dei *social bonds* era legata prevalentemente al *social housing* e alla creazione di posti di lavoro, adesso vengono utilizzati soprattutto per finanziare progetti relativi a sanità, mantenimento dell'occupazione e sostegno di PMI, così da essere indicati nel report di "NN Investment" come *Covid-19 bonds*. Un esempio è quello dell'*Unédic*, l'agenzia governativa francese che si occupa del sostegno alla disoccupazione, che il 15 maggio 2020 ha emesso il più grande *social bond* tra quelli lanciati finora, del valore di 4 miliardi di euro.

<sup>135</sup> Secondo le stime di *J.P. Morgan* datate 2018 gli *ESG-themed Exchange-Traded Funds* comprendono *asset* finanziari per un controvalore complessivo di 11 bilioni di dollari ripartiti in 120 fondi nel mondo: J.P. MORGAN, *Sustainable Investing is Moving*. Retrieved, in <https://www.jpmorgan.com/global/research/esg>, 9 January 2019; C.S. FERRUA ROTARU, *Challenges and Opportunities for Sustainable Finance*, in *The Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, Vol. 25, 1, 2019, 2.

<sup>136</sup> Si v. *Invesco MSCI World, Europe e USA ESG Universal Screened*, la gamma di *ETF* INVESCO che punta a replicare la *performance* di una versione personalizzata del *MSCI ESG Universal Index*. Si tratta di *ETF* pensati da un lato per aumentare l'esposizione complessiva delle società che mostrano un forte profilo *ESG* e un *trend* positivo nel miglioramento di quel profilo, dall'altro per escludere dall'indice le società coinvolte in pratiche aziendali controverse, o prive di punteggio *ESG*. L'Indice è, dunque, costruito sulla base del *MSCI World Index* escludendo titoli che (anche alternativamente): 1) non sono stati valutati o classificati da *MSCI* sulla base delle loro credenziali *ESG*; 2) hanno affrontato controversie significative con riguardo a tematiche *ESG* negli ultimi tre anni; 3) sono coinvolti nella produzione di armi convenzionali e non, armi nucleari, sabbie bituminose, carbone termico o tabacco. Ai titoli ritenuti idonei viene, dunque, assegnato un "punteggio combinato" *ESG*, che riflette sia la valutazione di *MSCI* sul *rating ESG* attuale del titolo che anche l'andamento di tale *rating*. Il punteggio combinato *ESG* viene, quindi, applicato per riponderare i titoli idonei nell'Indice.

<sup>137</sup> B. LENZI (nt. 152), 120, nt. 19.

<sup>138</sup> Si v. ENVIRONMENTAL FINANCE, *Trends in sustainable bonds issuance and a look ahead to 2021*, 22 febbraio 2021.

<sup>139</sup> Cfr. *2020 Annual Impact Investor Survey*, 11 giugno 2020; *2021 Impact Investing Market Trends*, 18 maggio 2021; *PwC's 2021 Global Investor Survey. The Economic Realities of ESG*, dicembre 2021; Climate bond Initiative, *Sustainable debt Market, Summary 3<sup>rd</sup> quarter*, 2021.

<sup>140</sup> Cfr. Environmental Finance, *Sustainable Bonds Insight 2022*, in <https://www.environmental-finance.com/pages/sustainable-bonds-insight-2022.html>, ove la stima – proveniente dagli stessi *Environmental finance data* – per cui le emissioni di *green bonds*, che avevano raggiunto i 326 bilioni di dollari americani nel 2019 e i 606 bilioni nel 2020, hanno raggiunto quota 1,3 trilioni nel 2021. La tendenza si conferma in aumento per il futuro: v. i dati (aggregati per emissioni *corporate* e governative) di PwC Luxembourg, *ESG Transformation of the Fixed Income Market, 2022*, in <https://pwc.to/3K2vVKe>.

<sup>141</sup> Osserva B. LENZI (nt. 125), 120 s., la mancanza di un quadro normativo volto a disciplinare specificamente questi strumenti, i quali sono immaginati e, allo stato, regolati per via di prassi.

<sup>142</sup> V. *supra*, par. 3.

perseguono obiettivi ecosostenibili, e si cura di implementare gli investimenti privati indirizzati verso attività economiche ecosostenibili<sup>143</sup>, muovendo dal versante economico del fenomeno, senza troppe preoccupazioni di ordine classificatorio.

Non sono specificamente *regolati*, e neanche *nominati* e quindi *tipizzati*, dunque, dall'art. 1 t.u.f., né figurano nell'Allegato C del t.u.f. Il MEF non ha, dunque, integrato l'elenco, aperto ma comunque tassativo, degli strumenti finanziari ex art. 18 t.u.f. al fine di includervi queste specie<sup>144</sup>.

La ragione di questa apparente indifferenza è che i *green*, *sustainable* e *social bonds*, negoziati in uno specifico segmento del mercato obbligazionario<sup>145</sup>, sono, strutturalmente, obbligazioni o titoli di debito di diritto comune, rispetto ai quali si caratterizzano unicamente per il *motivo* dell'emissione, ovvero per lo specifico progetto sostenibile che la accompagna, essendo il requisito "green", "sustainable" o "social" proprio dell'investimento, e non degli strumenti finanziari (sebbene si distingua tra obbligazioni con destinazione specifica dei proventi e obbligazioni *legate* alla sostenibilità, c.d. *sustainability-linked*).

A ben vedere, però, il "recinto" degli strumenti finanziari che possono essere emessi a finanziamento di progetti *social*, *green* e *sustainable* è alquanto affollato, in quanto insieme alle obbligazioni societarie comprende anche obbligazioni bancarie e titoli di debito. Per quanto, poi, le emissioni collegate a progetti *green*, *social* e *sustainable* siano nella pratica quasi esclusivamente obbligazioni, nulla osta in linea di principio, pur con qualche dubbio, a che possano essere emessi per finalità *green*, *social* e *sustainable* anche strumenti finanziari "partecipativi" ex art. 2346, comma 6, c.c., forniti di diritti amministrativi escluso il voto (generale) nelle assemblee<sup>146</sup>.

A testimonianza dell'ampiezza del novero dei *green*, *social* e *sustainable bonds* depone del resto, già di per sé, la presenza di emissioni di *titoli di debito green*, categoria che come è noto si colloca, per la sua ampiezza, al confine rispetto all'attributo della tipicità che deve caratterizzare qualunque categoria di strumenti finanziari<sup>147</sup>.

Eppure lo stesso Parlamento europeo ha sottolineato che «la finanza sostenibile va al di là di investimenti verdi e a favore del clima e dovrebbe tenere conto anche di criteri sociali e di governance»<sup>148</sup>, e che la classificazione delle obbligazioni *green* non è

<sup>143</sup> V. in particolare i *Considerando* nn. 10-13 del menzionato Regolamento UE 2020/852 (nt. 99).

<sup>144</sup> È bene ricordare che spetta al ministro delle finanze, ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), t.u.f., inserire nel catalogo tassativo di cui all'art. 1, comma 2, t.u.f., nuove categorie di strumenti finanziari «al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie (...)».

<sup>145</sup> Il segmento *green bonds* e il segmento *social bonds* sono attivi a partire dal 13 marzo 2017 sul mercato MOT ed EXTRAMOT di borsa italiana.

<sup>146</sup> B. LENZI (nt. 125), 122, nt. 25, esprime l'opinione che con maggiore difficoltà possano essere emessi come *social bonds* e *green bonds* anche quegli strumenti finanziari assimilabili alle obbligazioni, che, ai sensi dell'art. 2411, comma 3, c.c., comunque siano denominati condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. Si può aggiungere che una riflessione analoga vale anche per gli strumenti finanziari "partecipativi" muniti di diritti patrimoniali, ex art. 2346, comma 6, c.c.

<sup>147</sup> M. ONZA-L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa*, 2009, I, 580 ss.; da ultimo G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN-C. SANDEI, *Il diritto del Fintech*, Padova, 2020, 7 ss.

<sup>148</sup> Si v. la Risoluzione del Parlamento europeo del 29 maggio 2018 sulla finanza sostenibile (2018/2007(INI)), d'ora in avanti, per brevità Risoluzione del Parlamento europeo sulla finanza sostenibile, *Considerando* B.

solo una questione di etichettatura, ma anche normativa<sup>149</sup>.

Ciò conferma l'opportunità di una riflessione più attenta alle categorie normative, oltre che agli aspetti prettamente finanziari del fenomeno, e di una appropriata *tassonomia normativa* degli strumenti di finanza sostenibile.

5. *Conclusioni. Post-Millennials e finanza sostenibile (?)* – I trend demografici mostrano che i *Post-millennials*, o *Gen-Z*, sono piuttosto propensi ad avvalersi di forme di finanza disintermediata per scegliere i propri investimenti<sup>150</sup>, anche perché le difficoltà occorse al credito bancario a partire dalla crisi finanziaria 2007-2009 hanno provocato una crisi di fiducia nella finanza tradizionale<sup>151</sup>.

In termini di cultura digitale i *Post-millennials* sembrano, dunque, molto evoluti, e quindi anche gli strumenti della finanza digitale appaiono come preziosi alleati del piano di ripresa e resilienza post *Covid-19*<sup>152</sup>, salva una certa contrazione del *trading* algoritmico e quel ritorno al *voice trading*<sup>153</sup> che rappresentano probabilmente la reazione degli operatori alla maggiore volatilità del mercato e ai rischi di mercato, credito e liquidità che la pandemia da *Covid-19* ha portato con sé<sup>154</sup>.

In termini di cultura finanziaria, e sebbene la coscienza eco-ambientale sia sempre più un fattore comune e trasversale alle generazioni<sup>155</sup>, i trend demografici mostrano una più elevata propensione *green and sustainable* delle più giovani coorti di investitori<sup>156</sup>. Alcuni studi di *marketing* sembrano in effetti evidenziare, in termini di preferenze di risparmio, una propensione dei *Post-Millennials* per la finanza sostenibile piuttosto netta, che non si riscontrava nei *Millennials*, nonostante questa idea sia diffusa in letteratura<sup>157</sup>.

---

<sup>149</sup> Risoluzione del Parlamento europeo sulla finanza sostenibile, *Considerando* n. 15, ove si osserva che «le obbligazioni rappresentano solo una parte del mercato degli investimenti, scarsamente regolamentata e, di conseguenza, esposta al rischio di commercializzazione ingannevole, e che l'UE attualmente non dispone di una norma unificata in materia di obbligazioni verdi, che dovrebbe basarsi su una futura tassonomia sostenibile dell'UE; osserva che le obbligazioni verdi dovrebbero essere soggette a verifica e supervisione delle autorità pubbliche e dovrebbero prevedere una rendicontazione periodica in relazione agli impatti ambientali degli attivi sottostanti».

<sup>150</sup> N. LINCIANO-P. SOCCORSO-R. LENER (nt. 15), 30; BOFA GLOBAL RESEARCH, *OK Zoomer: Gen Z Primer*, 10 novembre 2020.

<sup>151</sup> N. LINCIANO-P. SOCCORSO-R. LENER (nt. 15), 30; BOFA GLOBAL RESEARCH (nt. 151).

<sup>152</sup> M.T. PARACAMPO (nt. 42), 29.

<sup>153</sup> P. LUCANTONI-F. MATTASSOGLIO, *Il Covid-19 e le reazioni del mercato finanziario*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, (nt. 13), 295.

<sup>154</sup> V. *supra*, par. 1.

<sup>155</sup> V. SOONTONSMAI, *Predicting intention and behavior to purchase environmentally sound or green products among Thai consumers: An application of the Theory of Reasoned Action*, Unpublished Doctor of Philosophy, Nova Southeastern University, 2001, citato da T.B. CHEN-L.T. CHAI, *Attitude towards the environment and green products: consumers' perspective*, in *Management Science and Engineering*, 4, 2010, 30.

<sup>156</sup> T.B. CHEN-L.T. CHAI (nt. 156), 30; M. TOPIC-B. MITCHELL, *Generation Z & Consumer Trends in Environmental Packaging. Project Report*. The Retail Institute, Leeds, 2019, 13.

<sup>157</sup> M. BONERA-A.P. CODINI-G. MINIERO, *The great Millennials' trouble: leading or confused green generation? An Italian insight*, in *Italian Journ. of Marketing*, 2020, 303 s. Osservano gli AA. che «[t]he first result of the empirical analysis contrasts with the literature and empirical evidence, usually describing Millennials as pro-environment oriented (...) On the other hand, our findings do not support the theories evidencing the existence of a negative correlation between young generations and environmental sensitivity». I dati a riguardo sono ambivalenti: secondo i sondaggi i *post-Millennials* sono ancora abbastanza otti-

Questa spiccata predilezione dei *post-Millennials* per i prodotti finanziari che sono (o sono percepiti come) sostenibili<sup>158</sup> sembrerebbe essere così radicata<sup>159</sup> da mettere in secondo piano anche le caratteristiche finanziarie dei prodotti prescelti.

Va detto però che la spinta verso la finanza sostenibile e verso tipologie di prodotto finanziario ecocompatibile o “verde” talvolta è soltanto l’effetto di una personale sensibilità verso le tematiche ambientali, o di una ormai diffusa *moral suasion*, o è puramente un atteggiamento di moda, come nel caso dei c.d. *social green*<sup>160</sup>, e non sempre si coniuga a reali conoscenze e competenze. Tantomeno può dirsi che questa preferenza conduca sempre a forme di investimento sostenibili<sup>161</sup>; in qualche caso, anzi, si traduce in scelte di portafoglio non consapevoli, emotive e frutto di preferenze irrazionali o comunque emozionali<sup>162</sup>, o di comportamenti gregari e puramente emulativi<sup>163</sup>. È, infatti, appurato che il “corredo emotivo” ha un ruolo importante in questo tipo di decisione finanziaria<sup>164</sup>.

---

misti in merito alle proprie possibilità finanziarie, ma va sottolineato che la fiducia circa la concreta possibilità di accumulare ricchezze non è sinonimo di fiducia nei mercati finanziari: l’87% si sente sicuro di *investire*, ma il 70% detiene ancora i propri risparmi e gli investimenti sul conto corrente; il 60% mostra *sfiducia nei mercati finanziari* e il 46% ritiene che *investire* sia *troppo rischioso*; il 65% crede che il proprio *futuro finanziario* sarà migliore, ma il 52% non conosce il proprio *score* creditizio. Oltre a ciò, il 49% dei *Millennials* è interessato al *Fintech*, ma il 64% afferma di preferire un confronto faccia a faccia con un consulente finanziario, e nonostante siano nativi digitali, solo il 40% smetterebbe di usare denaro contante se le carte potessero essere utilizzate per tutte le transazioni: fonte *Blackrock, BI, Federal Reserve*.

<sup>158</sup> K.T. SMITH, *An Examination of Marketing Techniques that Influence Millennials’ Perceptions of Whether a Product is Environmentally Friendly*, in *Journ. of Strategic Marketing*, 2010, 10 ss.

<sup>159</sup> È noto che l’attenzione della *Gen Z* verso il c.d. *impact investing*, o *responsible investing*, è elevatissima. *Accenture* stima che entro il 2050 trenta trilioni di dollari americani saranno investiti in forme di *social responsible investing*: ACCENTURE, *The Digital Disruption in Banking: Demons, Demands, and Dividends*, 2014 North America Consumer Digital Banking Survey, november, 2014; C.S. FERRUA ROTARU (nt. 136), 2. Il successo della tematica *ESG* è tale che ormai tutti i gestori di fondi di investimento, compresi *private equity funds* e *hedge funds*, detengono almeno il 30% di capitali *SRI*.

<sup>160</sup> L’investitore definito *social green* “seems to be “green” not for feeling a devotion towards the planet, but mostly for showing off this attitude”, quindi per posa: M. BONERA-A.P. CODINI-G. MINIERO (nt. 158), 303.

<sup>161</sup> Si v. IPSOS, *Il mondo dopo la pandemia, una roadmap per l’Italia*, Rapporto AIPB-Capital Group, ove si rileva che nella seconda parte del 2020 tra i decisori finali della popolazione italiana maggiorenne il 73% non conosceva gli investimenti *SRI*; il 26% li conosceva ma non ne possedeva; e solo l’1% li possedeva. Analizzando solo la quota di chi li conosce, il 47% ha dichiarato di avere intenzione di investire in modo socialmente responsabile, un numero in calo di circa 9 punti rispetto alla prima parte dell’anno, anche se in miglioramento rispetto al 2019.

<sup>162</sup> La scelta condizionata da emotività non è necessariamente irrazionale, essendo l’emotività componente riconosciuta anche delle scelte (apparentemente) più motivate e razionali: U. MORERA, *Giudicare i rapporti economici. Profili cognitivi*, in *AGE*, 2018, 525 s.

<sup>163</sup> Sull’*herding behavior* nelle scelte di portafoglio si v. H. SHEFRIN-M. STATMAN, *Behavioral Portfolio Theory*, in *Journ. of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n. 2, 2000, 127 ss., alternativa alla “mean-variance portfolio theory” di Markowitz; A. SHLEIFER, *Inefficient Markets: an Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford Univ. Press, 2000, *passim*; N. BARBERIS-R. THALER, *A Survey of Behavioral Finance*, NBER WP n. 9222, 2001, anche in G.M. CONSTANTINIDES-M. HARRIS-R. STULZ (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam, Elsevier, 2003, 1053 ss., da cui si cita; B. ALEMANNI, *L’investitore irrazionale: scelte d’investimento e gestione di portafoglio nella behavioural finance*, Roma, Bancaria, 2003, 91 ss.; E. RIGHINI, *Behavioural Law and Economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano, 2012, 19 ss.; G. LIACE (nt. 34), 972; ID., *L’investitore tra deficit cognitivi e bias comportamentali*, in *AGE*, 2018, 451 ss.; ID., *Sulle emozioni e le reazioni dell’investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 148 s., testo e nt. 40.

<sup>164</sup> Si v. U. MORERA (nt. 163), 525 s.

Bisogna, inoltre, mettere in conto che alcune caratteristiche comuni alle molteplici forme dell'*impact investing*, come una remunerazione economica tendenzialmente generata nel lungo periodo e il ripudio dello *short termism*, potrebbero deludere l'investitore *retail* e non rispondere ai suoi *desiderata*<sup>165</sup>. Spesso l'investitore si figura, infatti, la scelta dell'*impact investing* come un modello che privilegia strategie e forme di impiego delle risorse finanziarie virtuose e ad elevato impatto ambientale senza avere (sgradevoli) ricadute sull'orizzonte temporale, sul rischio e sul rendimento dell'investimento; cosa che invece, nonostante l'*impact investing* sia improntato a obiettivi di rendimento finanziario, può accadere<sup>166</sup>.

Oltre a ciò, va detto che anche strumenti di *fintech* come le *distributed ledger technology*, prima fra tutte la *blockchain*, sono ambivalenti rispetto agli obiettivi di una *sustainable finance*: da un lato le transazioni effettuate attraverso *blockchain* agevolano la trasparenza delle transazioni – in quanto il protocollo è tale per cui ogni transazione è tracciata – contribuendo, così, a migliorare l'efficienza delle attività di intermediazione di capitale, dall'altro hanno un elevatissimo costo energetico e sono esse stesse altamente inquinanti<sup>167</sup>.

È da verificare, quindi, se questa elevata propensione a parole verso la *sustainable finance* si traduca in una propensione di fatto, cioè in scelte finanziarie e di investimento, e la risposta a riguardo sembra dovere essere, allo stato, dubitativa. In effetti i dati confermano che l'attenzione verso i temi della sostenibilità orienta i comportamenti di acquisto di beni di consumo<sup>168</sup>, non anche l'acquisto di prodotti finanziari *green*<sup>169</sup>, e sarebbe un errore pensare che i prodotti *green* e *sustainable* possano di per sé soddisfare le esigenze finanziarie degli investitori (solo) in quanto *green* e *sustainable* piuttosto che per le loro intrinseche caratteristiche finanziarie<sup>170</sup>.

<sup>165</sup> Ricorda B. LENZI (nt. 125), 116, testo e nt. 2, che «[l]a finanza sostenibile rigetta lo “short-termism”, inteso come quella “practice of finance that is focused on near-term profits rather than strategic fundamentals. It is reflected in analysis, allocation and trading that seeks to extract value over a time horizon where the underlying economic returns do not have the time to materialize”», e che questa è la filosofia sottesa all'Action Plan 2018 dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*» (v. Action Plan: Financing Sustainable Growth, *supra*, nt. 83).

<sup>166</sup> «La finanza di impatto non comprende atti di liberalità, ma vi è sempre un'aspettativa di rendimento economico che motiva l'investitore»: B. LENZI (nt. 125), 118, nt. 11.

<sup>167</sup> Alcuni studi attestano, ad esempio, che ogni singola transazione di *bitcoin* produce 635 kWh, fabbisogno energetico pari a 21 famiglie statunitensi per un giorno. È recente la bozza di protocollo *Proof of Stake*, meno inquinante rispetto a *Proof of Work*, ma la questione dei danni che la *blockchain* in genere – e la *global value chain* in particolare – procurano all'ambiente è aperta: cfr. i dati raccolti da THE EUROPEAN HOUSE – AMBROSETTI, *Banking on Climate Change – Fossil Fuel Finance Report Card 2019*, Milano, The European House – Ambrosetti, 2020; *Banking on Climate Change. Fossil Fuel Finance Report Card 2019*. In generale, il problema irrisolto che tutte le ICT come la *blockchain* presentano è il corretto smaltimento della gran quantità di rifiuti che generano.

<sup>168</sup> M. TOPIC-B. MITCHELL (nt. 157), 13.

<sup>169</sup> T.B. CHEN-L.T. CHAI (nt. 156), 33; M. TOPIC-B. MITCHELL (nt. 157), 14.

<sup>170</sup> J.A. OTTMAN-E.R. STAFFORD-C.L. HARTMAN, *Avoiding green marketing myopia: Ways to improve consumer appeal for environmentally preferable products*, in *Environment Science and Policy for Sustainable Development*, 48, 2006, 24: «to minimize environmental impacts by significant orders of magnitude requires the blending of good engineering with good economics as well as changing consumer preferences...Research indicates that many green products have failed because of green marketing myopia-marketers' myopic focus on their products' “greenness” over the broader expectations of consumers or other market players (such as regulators or activists)».

Che la diffusa sensibilità verso le tematiche ambientali si traduca in scelte finanziarie consapevoli è, dunque, tutto da dimostrare.

Inoltre, la preferenza dei *Post-millennials* per forme di investimento sostenibile non è sinonimo di *financial literacy*, come si evince dai dati dell'analfabetismo finanziario funzionale delle giovani generazioni<sup>171</sup>.

E qui si ritorna al tema della *financial literacy* quale fattore chiave per la crescita economica nel dopo pandemia<sup>172</sup>, e al fatto che la correlazione tra *financial literacy* e *financial education* è piuttosto lasca: l'educazione finanziaria non è presente nella gran parte dei percorsi scolastici, così come non sono presenti programmi di educazione alla finanza sostenibile<sup>173</sup>.

Lo sviluppo dei servizi finanziari *fintech* richiede, invece, un forte cambio di passo dei percorsi educativi non solo in termini di cultura digitale ma anche di cultura finanziaria<sup>174</sup>.

Oltre a ciò, sono, allo stato, insufficienti anche gli studi sul comportamento finanziario delle generazioni più giovani di investitori<sup>175</sup>.

Ad ostacolare la preferenza dei *post-Millennials* per la *green and sustainable finance* contribuisce, dunque, il basso livello di alfabetizzazione finanziaria: *financial unliteracy* e *sustainable finance* non sembrano, in effetti, andare d'accordo. Per di più la tecnologia ha fallito finora la promessa di agevolare e velocizzare il livello di alfabetizzazione in genere, alfabetizzazione finanziaria in particolare, delle giovani generazioni<sup>176</sup>. I dati sono antecedenti la pandemia da *Covid-19*, e dunque sarebbe interessante vedere se il passaggio alle forme di didattica a distanza imposto dalla crisi pandemica abbia determinato cambiamenti significativi a riguardo, ma finora non si è osservata

<sup>171</sup> Si consideri che gli indici normalmente utilizzati per stimare il livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione adulta sono *numerycy (interest), compound interest, inflation, e risk diversification*: cfr. L. KLAPPER-A. LUSARDI-P. VAN OUDHEUSDEN, *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey*, in [http://gflc.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit\\_paper\\_16\\_F2\\_singles.pdf](http://gflc.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf), 2015. Nel caso italiano, sul versante delle giovani generazioni, oltre sei studenti su dieci non sanno calcolare un ipotetico rendimento di denaro depositato in banca; circa quattro su dieci non riescono a valutare il peso specifico del tasso di interesse su un finanziamento; oltre sette su dieci non sanno tradurre il tasso d'interesse in una somma reale: Fonte: *Redazione scuola. Il Sole 24 ore*, 25 novembre 2020.

<sup>172</sup> M. SANDER, *Success Factors for Robo-Advisory: Now and Then*, in P. SCHOLZ (editor), *Robo-Advisory: Investing in the Digital Age*, Cham, Palgrave-McMillan, 2021, 266.

<sup>173</sup> Si v., per esempio, i programmi della rete internazionale *Teach for All*, coerente ai programmi dell'Agenda Europa 2030 e presente in 59 Paesi, in <https://teachforall.org>; e per i programmi di didattica della sede italiana della rete v. <https://www.insegnareperlitalia.org>.

<sup>174</sup> OECD, *G20/OECD INFE Policy Guidance Digitalisation and Financial Literacy*, OECD, 2018, 20: «young people can be supported through the formal school curriculum: wherever this includes financial education, its content should be enhanced with financial education for DFS, even more so in the light of the use of digital tools and the preference for digital experiences of the younger generations, which may outweigh those of their parents»; M.T. PARACAMPO (nt. 42), 37.

<sup>175</sup> Già l'art. 4, comma 1, del codice del consumo prevedeva che «[l]'educazione dei consumatori e degli utenti è orientata a favorire la consapevolezza dei loro diritti e interessi»; e l'art. 4, comma 2, prevedeva (e prevede) che «le attività destinate all'educazione dei consumatori, svolte da soggetti pubblici o privati (...) sono dirette ad esplicitare le caratteristiche di beni e servizi e a rendere chiaramente percepibili benefici e costi conseguenti alla loro scelta; prendono, inoltre, in particolare considerazione le categorie di consumatori maggiormente vulnerabili».

<sup>176</sup> OECD, *Results from PISA 2015 Financial literacy. Country note Italia*, (nt. 22), 1 ss.; OECD, *Key Issues for Digital Transformation in the G20*, Oecd, 2017, (nt. 22), 31 ss.

una correlazione diretta tra la crescente alfabetizzazione digitale e il livello di alfabetizzazione finanziaria<sup>177</sup>.

Un secondo ostacolo è rappresentato dal fatto che la *tensione finanziaria* che accompagnerà le più giovani generazioni di investitori, riduci prima dalla crisi finanziaria 2007-2009 e poi dalla crisi economico-finanziaria conseguita alla pandemia da *Covid-19*, difficilmente potrà coniugarsi con prodotti finanziari che in tutta probabilità si riveleranno più costosi sia in termini economici che in termini di oneri informativi, e che non promettono rendimenti più alti<sup>178</sup>. Il rischio è, cioè, che nella contesa tra *preoccupazione finanziaria e aspirazione green* non sia quest'ultima a prevalere, e che tra un puro e semplice *interesse* verso i temi della sostenibilità e la *sustainable finance* vi sia ancora un salto considerevole<sup>179</sup>.

È vero che i dati mostrano un incremento costante degli investimenti sostenibili, ma è vero anche che i dati si riferiscono per la gran parte all'intera popolazione adulta.

A ciò si aggiunge il fatto che la *Gen Z* incontrerà maggiori difficoltà rispetto alle generazioni precedenti nell'accumulo di valore, e dunque la propensione a detenere risparmio *liquido* in forma di depositi bancari e postali per ragioni precauzionali sarà il principale *competitor* degli investimenti finanziari sostenibili<sup>180</sup>.

Questa stessa generazione si troverà anche a fronteggiare una fase storica di minori rendimenti finanziari medi<sup>181</sup>, costi più elevati degli *asset* immobiliari<sup>182</sup>, un mercato del lavoro provato dalla crisi pandemica, nel quale entrano, di fatto, in piena recessione<sup>183</sup>.

<sup>177</sup> OECD, *G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries*, 2017, in [www.oecd.org/daff/fin/financial-education/G20-OECD-INFE-report-adult-financial-literacy-in-G20-countries.pdf](http://www.oecd.org/daff/fin/financial-education/G20-OECD-INFE-report-adult-financial-literacy-in-G20-countries.pdf); OECD (nt. 170), 9.

<sup>178</sup> J.A. OTTMAN-E.R. STAFFORD-C.L. HARTMAN (nt. 171), 25; T.B. CHEN-L.T. CHAI (nt. 156), 28 s.; I. NADERI-E. VAN STEEMBURG, *Me first, then the environment: young Millennials as green consumers*, in *Fairfield University Business Faculty Publ.*, 2018, 4 ss.

<sup>179</sup> J.A. OTTMAN-E.R. STAFFORD-C.L. HARTMAN (nt. 171), 34, *ivi* osservando che «there are many lessons to be learned to avoid green marketing myopia...the short version of all this is that effective green marketing requires applying good marketing principles to make green products desirable for consumers»; T.B. CHEN-L.T. CHAI (nt. 156), 33; I. NADERI-E. VAN STEEMBURG (nt. 179), 7.

<sup>180</sup> BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, aprile 2021, 15 ss.

<sup>181</sup> Naturalmente un primo ostacolo cui la *Gen Z* va incontro è la crisi occupazionale di molti settori economici. Relativamente all'Italia, la pandemia ha accentuato il divario generazionale: secondo i dati ISTAT il tasso di occupazione dei cittadini italiani di età compresa tra i 15 e i 34 anni tra il terzo trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2020 è passato dal 42,2% al 40% (il dato complessivo è passato dal 45,2% al 44%). In termini di aspettative reddituali, *Credit Suisse* stima, inoltre, che la *Gen Z* guadagnerà un terzo in meno sugli investimenti in azioni e obbligazioni rispetto alle generazioni precedenti, e avrà rendimenti reali medi annuali attesi sui portafogli di investimento del 2%, circa un terzo in meno rispetto al 5% delle tre generazioni precedenti (*Millennials, Gen X e Baby boomers*). L'analisi del *Credit Suisse* ha preso in considerazione i rendimenti medi degli investimenti dal 1900 e li ha previsti per il futuro per la *Generazione Z*: fonte *Credit Suisse Global Investment Returns, Yearbook 2021*, Credit Suisse, marzo 2021, 21 ss.

<sup>182</sup> Il forte aumento della domanda e l'esaurimento delle scorte, con il conseguente aumento del prezzo degli immobili, rendono nel contempo meno facile anche l'investimento e la creazione di ricchezza in *asset* immobiliari: T. BORDEN, *It's actually a horrible time to buy a house*, in *Insider*, 23 marzo 2021.

<sup>183</sup> H. HOFFOWER-J. KAPLAN, *The class of 2020 on what it's like to face down crumbling colleges, a frozen job market, and COVID-19 disrupting your entry into adulthood*, in *Insider*, 22 maggio 2021; H. HOFFOWER, *The pandemic is putting Gen Z on track to repeat millennials' money problems*, in *Insider*, 5 dicembre 2020.



È certo, dunque, che la pandemia da *Covid-19* avrà un impatto concreto e forte sulla futura capacità reddituale delle coorti della *Gen Z*<sup>184</sup>, ed è pertanto naturale che nei suoi componenti diminuisca, rispetto alle generazioni precedenti, la fiducia nella possibilità di accumulare un'adeguata ricchezza nei mercati finanziari<sup>185</sup>; fiducia che peraltro era già oscillante presso i *Millennials*<sup>186</sup>.

---

<sup>184</sup> BANK OF AMERICA (nt. 17), 5: *ivi* si stima che “\$10tn of lifecycle earnings could be lost by today’s students due to Covid lockdowns”.

<sup>185</sup> BLACKROCK, *People and money 2020*; ACCENTURE CONSULTING, *Intergenerational Wealth Transfer Challenges*, April 2015; BLACKROCK AND THE WISDOM COUNCIL, *Generation Game Panel discussion: Is there really a generational divide?*; UBS, *Millennials. The global guardians of capital*, UBS, June 2017; H. HOFFOWER, *La Gen Z avrà difficoltà a diventare ricca*, in *Business Insider Italia*, 16 aprile 2021. Sulla correlazione negativa tra *capacità reddituale* e *ricchezza finanziaria* nel primo anno della pandemia da *Covid-19* si v. BANCA D’ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, aprile 2020, 16 ss.; BANCA D’ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, novembre 2020, 13 ss.

<sup>186</sup> V. *supra*, testo e nt. 158.

# THE EU'S "GREEN" FINANCE. CAN "EXIT", "VOICE" AND "COERCION" BE ENLISTED TO AID SUSTAINABILITY GOALS?

di *David Ramos Muñoz, Elia Cerrato García e Marco Lamandini* \*

SOMMARIO: I. INTRODUCTION. – II. A TOOLKIT FOR ALL (INCLUDING "GREEN") PROMISES: "EXIT", "VOICE" AND "COERCION", AND THE INSTRUMENTS SUBJECT TO THEM. – III. THE REALITY: A FRAMEWORK BASED ON TRANSPARENCY AND "EXIT". PROPOSALS FOR INCREMENTAL IMPROVEMENT. – 1. Standardisation. Green bonds and taxonomy and transparency. – 2. Transparency beyond green bonds: securitisation and sovereign instruments, and... what about the rest of the market? – 3. Transparency and signalling beyond debt instruments: benchmarks and non-financial information (NFI). – 4. Sovereigns, public funding and the greening of the European Investment Bank (EIB). – 5. Enlisting the institutional architecture of the European Environment Agency (EEA) to enhance transparency. – IV. THE DESIRABLE NEXT STEP: "VOICE"-BASED MECHANISMS, OR "GREENNESS AND GOVERNANCE". – 1. Gatekeeper-based strategies: ratings and financial advice. – 2. Financial intermediaries' fiduciary duties (I): internal perspective. – 3. Financial intermediaries' fiduciary duties (II): external perspective. – 4. Sustainability and coordination problems: "green" trustees and proxy advisors? – 5. Sovereigns, public finances and environmental sustainability: from "exit" to "voice"? – V. THE BIG QUESTION MARK: "COERCION-BASED MECHANISMS", ENFORCEMENT AND PRUDENTIAL RULES. – 1. Direct coercion (I). Green default and liability for misstatements. – 2. Direct coercion (II). "Greening", duties of care and loyalty, and company interest? – 3. Indirect coercion (I). A "brown" penalizing factor in prudential rules and central bank purchases of corporate debt? – 4. Indirect coercion (II). Sovereigns and public finances: can someone bell the cat? – VI. CONCLUSIONS.

I. INTRODUCTION. – *"Adaptation means anticipating the adverse effects of climate change and taking appropriate action to prevent or minimise the damage they can cause, or taking advantage of opportunities that may arise. Early adaptation action saves money".*<sup>1</sup>

1. While 2020 will be the "year of Covid-19", the XXI<sup>st</sup> will be the century of climate change and of a totally new environmental approach to reality. There is no other more defining problem for humanity. Following in the footsteps of the Paris Agreement<sup>2</sup> the

---

\* The views expressed herein are those of the authors and not of the institutions with which they are affiliated. All errors remain our own.

<sup>1</sup> EU ACTION ADAPTATION TO CLIMATE CHANGE, [https://ec.europa.eu/clima/policies/adaptation\\_en](https://ec.europa.eu/clima/policies/adaptation_en) (last visited May 21, 2020).

<sup>2</sup> UNITED NATIONS FRAMEWORK CONVENTION ON CLIMATE CHANGE (UNFCCC), THE PARIS AGREEMENT (2015) <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> (last visited May 21, 2020).

European Commission adopted the decarbonization objectives for 2050,<sup>3</sup> a pledge that has been reinforced by the “European Green Deal” of the new Commission.<sup>4</sup> And yet, since markets are slow to take the hint, the Commission has found itself limited in its room for manoeuvre in fiscal and energy policy, both of which fall mostly with Member States, and show uneven progress.

2. It was only a matter of time until policymakers set their sights on finance. Here specialist bodies can rely on science and expertise without an uphill battle with special interests and squabbling parliamentary factions. Hence the Financial Stability Board (FSB), the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD),<sup>5</sup> the Network for the Greening of the Financial System (NGFS) of central banks and prudential supervisors,<sup>6</sup> and industry bodies, such as the International Capital Markets Association (ICMA) Green Bond Principles (GBP)<sup>7</sup>, or the Transition Pathway Initiative (TPI) sponsored by asset owners-and-managers to track the quality of companies’ management of greenhouse gas emission against international benchmarks.<sup>8</sup>

3. European policymakers’ aspiration is to lead the process. Europe is particularly receptive to sustainability arguments, and finance has become the linchpin of integration with the Banking and Capital Markets Union. Thus, the EU Commission Action Plan on Sustainable Finance<sup>9</sup> signalled an ambitious program of reforms, including a Technical Expert Group (TEG), a unified green taxonomy, reporting requirements, benchmarks and a vast array of other measures.<sup>10</sup> The plan’s policy ambition is remarkable. The question is, is it enough?

---

<sup>3</sup> See Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, A Clean Planet for all A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy, COM(2018) 773 final (Nov. 28, 2018), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0773>.

<sup>4</sup> See Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions, The European Green Deal, COM(2019) 640 final (Dec. 11, 2019), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN> [hereinafter Green Deal Communication].

<sup>5</sup> TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD), <https://www.fsb-tcfd.org/> (last visited May 21, 2020).

<sup>6</sup> NETWORK FOR THE GREENING OF THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS): <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>. (last visited May 21, 2022).

<sup>7</sup> GREEN BOND PRINCIPLES (GBP): <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>. (last visited May 21, 2022).

<sup>8</sup> TRANSITION PATHWAY INITIATIVE (TPI): <http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/tpi/> (last visited May 21, 2022).

<sup>9</sup> See Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions on an Action Plan: Financing Sustainable Growth, (COM 2018) 97 final (March 8, 2018) [hereinafter EU Commission Action Plan 2018].

<sup>10</sup> Some of these initiatives were reiterated (albeit more generally). See the Green Deal Communication, *supra* note 4, at 16-17. See also *infra* n. 67. The ECB has set in motion a new initiative that encourage banks to disclose climate-related risks transparently. The initiative is still at an early stage, since the ECB launched a public consultation on its guide on May 20, 2020. This guide aims to integrate climate-related risks and enhance transparency regarding the ECB’s understanding of the prudent management of environ-

4. The first doubts arise if, instead of focusing on “green” instruments’ growth (impressive), we compare them with the total market volume (puny).<sup>11</sup> Since carving out a market niche is not enough, the Commission Action Plan also refers to the “mainstreaming” of sustainability.<sup>12</sup> Yet, if the goal is not just to make it easier to find green investments for those who are convinced, but to “green” the whole market, another problem becomes evident: the law needs to deal not only with the “engaged” person who will behave in accordance with the new goals out of conviction, but also with the recalcitrant who will not, and will exploit every opportunity to serve their own interest. This is the proverbial selfishness of the “bad man” of Oliver Wendell Holmes, and, in Holmes’ vision, the law is what the bad man fears.<sup>13</sup> Although this may not fully capture the phenomenon of the “law” in its entirety, it is useful to filter the excessive buzz and talk about an issue, and it will be our guiding idea to assess the credibility of the Commission’s Sustainable Finance strategy and its associated measures.

5. Under this premise, and stripped to its bare conceptual bones, the “sustainability” of a financial instrument is a “promise”, a “green promise”, by which an issuer or offeror commits to do certain things (e.g. earmark funds for certain projects), or achieve certain goals (e.g. comply with targets). At a basic level, this is not different from the promise to pay 6% interest, reimburse the principal, or maximize company value. This comparison allows all the nuances and specialties, but also helps to assess the mechanisms enlisted by the “law” to secure the fulfilment of the promise in a cold, objective light, by comparing “green” promises with “conventional” (or “financial”) promises.

6. From that perspective, the “bad man” who has made a promise, in the financial markets at least, is afraid that (i) disappointed investors will sell the instrument, and funds will flow elsewhere; (ii) opponents will start challenging his decisions; and (iii) he will be penalized for going against the law, or coerced into compliant behaviour. In this article we will develop this idea into a general framework (Section 2), then use the next sections to

---

mental risks under the current prudential framework. See EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), GUIDE ON CLIMATE-RELATED AND ENVIRONMENTAL RISKS RISK MANAGEMENT AND DISCLOSURE (2020), [https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/climate-related\\_risks/ssm.202005\\_draft\\_guide\\_on\\_climate-related\\_and\\_environmental\\_risks.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/climate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.en.pdf) [hereinafter ECB guide on climate-related risks]. In the same vein, see BANQUE DE FRANCE, *The role of central banks in the greening of the economy* (2021), <https://www.banque-france.fr/en/intervention/role-central-banks-greening-economy>.

<sup>11</sup> See EUROPEAN COMMISSION, STUDY ON THE POTENTIAL OF GREEN BOND FINANCE FOR RESOURCE-EFFICIENT INVESTMENTS, 2016, 22, <https://ec.europa.eu/environment/enveco/pdf/potential-green-bond.pdf> (In 2016, green bonds only represented 0.13% of the bond market according to the European Commission). See also EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, REPORT ON EU GREEN BOND STANDARD, 2019, 19, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf) (In 2017 and 2018, green bond issuances represented approximately the 2% of global bond issuances) [hereinafter Report on EU Green Bond Standard].

<sup>12</sup> See EU Commission Action Plan 2018, *supra*, note 9, at 4, 8. (The word is used in relation to “risk management”).

<sup>13</sup> O.W. HOLMES, *The Path of the Law*, in *1 Boston L. School Mag.* 1, 1896-1897, 3:

If you want to know the law and nothing else you must look at it as a bad man, who cares only for the material consequences which such knowledge enables him to predict, not as a good one, who finds his reasons for conduct, whether inside the law or outside of it, in the vaguer sanctions of conscience.

explore the substance of the tools, proposed, considered, or not considered but available if we draw from the experience with financial promises, namely “exit” (Section 3), “voice” (Section 4), and “coercion” (Section 5), to finally draw some conclusions (Section 6).

II. *A TOOLKIT FOR ALL (INCLUDING “GREEN”) PROMISES: “EXIT”, “VOICE” AND “COERCION”, AND THE INSTRUMENTS SUBJECT TO THEM.* – 7. Once we have laid out our “mission” (to compare “green” and “financial” promises based on the legal tools available to ensure their fulfilment) we need a roadmap, a framework that helps compare the two kinds of promises. Our initial inspiration is Alfred O. Hirschman’s observation that, whereas economics emphasized competition, political science emphasized participation, and that, while both were partly right, both were wrong in neglecting the importance of the other, hence his distinction of “Exit” and “Voice”, i.e. mechanisms that facilitate a person’s (the investor) exit from the relationship, and mechanisms that help the disappointed party have a say in the decision.<sup>14</sup>

8. Thus, if an issuer’s business sells to the public “green securities”, i.e. securities that promise to use the proceeds to fulfil certain sustainable goals, as soon as it is reliably reported that proceeds are being used in non-compliant ways, or if a recalcitrant company refuses to mend its ways, and internalize a part of the externality it is creating, investors have at least two options. Some investors will be in favour of “getting out”, and putting their money elsewhere.<sup>15</sup> Others, however, may prefer to stay and correct the unsatisfactory performance by exerting influence.<sup>16</sup> From a legal perspective, though, in addition to “Exit” and “Voice” it is also essential to consider “Coercion” mechanisms, i.e. those that force the promisor by penalizing non-performers, asking him to compensate the promisee, or ostracizing the former from the market (i.e. extreme versions of “exit”).

9. A second step is to identify the different financial instruments that are susceptible of “greening”, because they have a “green” promise embedded in them, or because their issuer or offeror has pledged to make its overall activity more sustainable. This encompasses bonds (distinguishing between corporate and securitized or structured bonds), shares or equity instruments, and sovereign debt. Combining the taxonomy of tools and instruments leaves the following table:

INSTRUMENT	EXIT	VOICE	COERCION
Bonds (corporate debt)			
Securitization/structured debt			
Shares & equity instrument			
Sovereign debt			

<sup>14</sup> A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, 1 ed, Cambridge-Massachusetts-London, 1970.

<sup>15</sup> Exit consists of terminating the one’s relationship with a corporation following the unsatisfactory performance (e.g., a shareholder sells her interest, a supplier ceases delivery). See A.O. HIRSCHMAN, *cit.*, 10-15. See also R.J. GILSON-R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.* 565, 2003, 594-595.

<sup>16</sup> “Voice” is an attempt to correct an objectionable state of affairs. See A.O. HIRSCHMAN, *op. cit.*

10. The idea in the following sections is to fill in the table, in light of the feasibility of each strategy, and to do so using a visual “color-coding”. In so doing, we will fall on the side of optimism, not cynicism. This means that (i) as long as the specific tool is being proposed, it will be coloured in light grey for those being proposed, and light grey and boldface, for those implemented or close to implementation). Yet, (ii) there may be other mechanisms that would be equivalent to those that exist to secure financial promises, but are not being discussed for green promises, and/or face important practical or conceptual obstacles, which will be coloured in “dark grey”. Finally, (iii) for those mechanisms that, although constituting a mere extrapolation from financial promises, face obstacles so formidable that their implementation is very unlikely, we reserve the colour “black”.

11. Someone may object here that our comparison is unfair, that “green promises” are different from financial promises and should have different accountability mechanisms. Our reply is “yes and no”. We do not say that “financial promises” and “green promises” are the same, only that financial promises are the bedrock of deep and sophisticated capital markets because they are credible, and they are credible because their fulfilment is protected by many different tools. If the final table offers a relatively green landscape, we will conclude that we are walking towards the greening of financial markets (at least in the EU). If patches of light grey sit together with cast areas of dark grey and black, we will conclude that the “bad man” can feel safe, and that green promises mostly depend on the people who already believe in them. Even if there are reasons why certain tools used for financial promises cannot be used for green promises (other than sheer lack of credibility) at least that will be the beginning of a sincere discussion.

III. *THE REALITY: A FRAMEWORK BASED ON TRANSPARENCY AND “EXIT”. PROPOSALS FOR INCREMENTAL IMPROVEMENT.*

INSTRUMENT	EXIT	
Bonds (corporate debt)	Standards (Green Bonds)	Using the existing institutional architecture of the European Environmental Agency (EEA) to enhance transparency.
	Taxonomy	
Structured debt	Financial institutions’ disclosures	
	<i>Green Securitised Bonds</i>	
Shares & equity instruments	Benchmarks	
	<b>Non-Financial Disclosures</b>	
Sovereign debt & public finance	<i>Green Sovereign Bonds</i>	
	<b>European Investment Bank</b>	

12. Corporate bonds are debt securities issued by corporations and sold to investors. “Green bonds” are corporate bonds whose proceeds “shall be exclusively used to finance or re-finance in part or in full new and/or existing Green Projects” as defined by a

specific standard and verified by accredited verifiers.<sup>17</sup> This transparency-based effort is supplemented by the development of a “Taxonomy” of environmentally sustainable activities where green funds may be allocated. In light of their saliency as the more visible project of financial sustainability, it is logical to start there (3.1). One criticism is the risk of “greenwashing”, i.e. of gaining an unfair competitive advantage by marketing financial products as environmentally friendly, when they are not so.<sup>18</sup> Yet, since our goal is to focus on the availability of legal mechanisms, rather than their actual use, we will take the official statements at face value, leaving empirical claims aside.

13. Instead, in our view the main problem is that green bonds still represent just around 1% of the whole bond market,<sup>19</sup> which looks quite meagre in light of the task ahead. Thus, in addition to a standard for “green bonds”, i.e. instruments where the proceeds shall be exclusively used to meet green goals, we ask ourselves how the rules promote the “greening” of all financial products, using the same “exit-based” tools, i.e. where the firm informs about its environmental performance, and investors decide whether to stay or walk away. As we transcend the ‘niche’ market of green instruments and encompass the whole debt market progress is hesitant and sketchy (3.2.). Conversely, important progress is taking place in equity markets, through benchmarks and non-financial information (NFI) (3.3.). Some progress is also present in public fund markets, thanks to the leadership of the European Investment Bank (EIB) a re-channelling of flows that may nudge sovereigns towards greening their investments (3.4.). Finally, to close the section we analyse the convenience of enlisting the independent expertise of the European Environment Agency (EEA) in the efforts to increase transparency and facilitate exit by environmentally conscious investors (3.5.).

1. *Standardisation. Green bonds and taxonomy and transparency.* – 14. The activities carried out by the TEG to promote transparency include:

15. *The Green Bond Standard.* These are voluntary recommendations proposed as a basis for defining the environmental criteria of green bonds with the aim at encourag-

<sup>17</sup> See Report on EU Green Bond Standard, *op. cit.*, 11, Annex 1.

<sup>18</sup> See Lyon and Montgomery did a comprehensive literature review of the studies devoted to the term and practice. See T.P. LYON-A.W. MONTGOMERY, *The Means and End of Greenwash*, in 28 *Org. & Env't* 223, 2015, 223-247. (Although their approach is broader, i.e. they include the greenwashing of consumer products, and throw in the greenwashing of bonds together with other products as “corporate” greenwashing, their definition of “greenwashing” as “misleading communication” is in line with the transparency-exit basis used here). See Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, COM (2018) 353 (May 24, 2018), (approval of the final compromise text), EUR. PARL. & EUCO DOC. ST 14970 2019 COR 1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC035> [hereinafter Proposal for a Taxonomy Regulation – Compromise text]. (It is designed to combat greenwashing, to which we will refer below. Recital (9) states that “Greenwashing refers to the practice of gaining an unfair competitive advantage by marketing a financial product as environmentally friendly, when in fact it does not meet basic environmental standards”).

<sup>19</sup> See Commission Action Plan, *cit.*, 5 with reference to G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, G20 GREEN FINANCE SYNTHESIS REPORT (2016), [http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis\\_Report\\_Full\\_EN.pdf](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf) [hereinafter G20 Green Finance Study Group Report].

ing the market participants to issue and invest in EU green bonds.<sup>20</sup> The Standard will also propose the establishment of a mandatory reporting on use of proceeds (allocation report) an environmental impact report, and a mandatory verification of the Green Bond Framework and final allocation report by an external reviewer.<sup>21</sup>

16. *The EU Green Taxonomy.* The Technical Expert Group (TEG) set up by the European Commission is working on the promotion of more transparency, such as a disclosure framework. This would be based on a set of conditions for financial market participants in order to gradually increase the transparency and create a unified classification system (“Taxonomy”) on what can be considered an environmentally sustainable economic activity (the Taxonomy’s official label is that of a “framework to facilitate” sustainable investment<sup>22</sup>).

17. All these elements are important steps forward, but all of them focus on the same logic: by enhancing transparency on environmental (and other ESG goals) they facilitate investors’ decision to invest and disinvest, and by making an express assessment of clients’ preferences investment firms and insurance companies also signal to their clients that ESG goals are a relevant factor in the investment decision, and that they can “vote with their feet” when ESG policies are not satisfactory.

2. *Transparency beyond green bonds: securitisation and sovereign instruments, and... what about the rest of the market?* – 18. The initiatives analysed above show a pattern: the “green bond” standard is more specific and targeted, helping structure instruments whose goal is to foster “green investment”, while the “taxonomy” initiative is broader in scope, as it intends to provide uniform criteria for determining whether an economic activity is environmentally sustainable. Both try to enhance certainty, but the taxonomy has the potential for “greening” the market, as issuers see the advantage of presenting their activities as economically sustainable.

19. In principle, if sustainability factors are relevant for investment decisions, it would be logical to expand disclosure and reporting duties (with the necessary adaptations) to all financial instruments. This is in line with the Prospectus Regulation, which provides that the prospectus shall include necessary information for the investor to make an informed assessment of the financial condition of the issuer’s business and

---

<sup>20</sup> See Report on EU Green Bond Standard, cit.

<sup>21</sup> See *Id.*, 13 (for a summary of the key features). See also *Id.*, 9-12 (The TEG Report recommendations include creating a *voluntary* standard, align the projects funded by green bonds with the EU Taxonomy (to avoid greenwashing), ensure accreditation by external verifiers, which would, themselves, be subject to registration, encourage institutional investors to take sustainability factors into consideration for their investment policies, and enhance disclosure of green bond holdings, and other kinds of incentives).

<sup>22</sup> EU Commission Proposal for a Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, COM (2018) 353 final (May 24, 2018) [hereinafter Proposal for a Taxonomy Regulation]. See also the EU TECHNICAL EXPERT GROUP, FINAL REPORT ON SUSTAINABLE FINANCE, 2020, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf) [hereinafter TEG Taxonomy Technical Report].



the risk of profitability associated with the corporate bond.<sup>23</sup>

20. Yet, although the taxonomy of “green” instruments is quite comprehensive, and the “green bond standard” is, in principle, expansive in its definition, neither encompasses all kinds of financial instruments, or debt instruments for that matter. Given that some of those instruments represent the largest part of the market in debt instruments, it is worth analysing the reasons and implications of such differentiated treatment.

21. First, the taxonomy’s scope of application encompasses “financial products”, as defined in the regulation on disclosures relating to sustainable investments;<sup>24</sup> which does not encompass securitisation instruments. The taxonomy is based on a logic of reporting for collective investment products, and thus what is reported as “sustainable” is a fund, pension scheme or portfolio. Thus, securitisation funds (like, e.g. private equity funds) are not included in this definition, but would be if, say, they were to be marketed as “green”.<sup>25</sup> Yet, a fund of securitisation instruments can hardly be marketed as “green” if there is no standard of what can be considered a “green securitisation” bond. The Report on the Green Bond Standard (GBS) by the Technical Expert Group includes practically no references to securitisation instruments.<sup>26</sup> This is despite the fact that, by the TEG’s own admission, bank loans are still the largest source of financ-

---

<sup>23</sup> See Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC (Text with EEA relevance), 2017 O.J. (L168) [hereinafter Prospectus Regulation] (Art. 6.1 of Prospectus Regulation provides that:

“a prospectus shall contain the necessary information which is material to an investor for making an informed assessment of: (a) the assets and liabilities, profits and losses, financial position, and prospects of the issuer and of any guarantor; (b) the rights attaching to the securities; and (c) the reasons for the issuance and its impact on the issuer. That information may vary depending on any of the following: (a) the nature of the issuer; (b) the type of securities; (c) the circumstances of the issuer...”

Art. 16 of Prospectus Regulation establishes that the risk factors included in a prospectus “a prospectus shall be limited to risks which are specific to the issuer and/or to the securities and which are material for taking an informed investment decision”.

Nonetheless, see Recital (7) of the legislative resolution of 11 February 2021 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/1129 as regards the EU Recovery prospectus and targeted adjustments for financial intermediaries to help the recovery from the COVID-19 pandemic, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0047\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0047_EN.html). In the European Parliament’s view, “the Commission should, in the context of the [Prospectus Regulation] assess whether it is appropriate to integrate sustainability-related information... and assess whether it is appropriate to make a legislative proposal in order to ensure coherence with sustainability objectives and the comparability of sustainability-related information across Union financial services law”.

<sup>24</sup> See Art. 2 (c) of the Proposal for a Taxonomy Regulation, cit., with reference to art. 2 (12) of the Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance), 2019 O.J. (L317) [hereafter Regulation on Sustainability Disclosures] (which includes within the definition of “financial product” a “portfolio managed” in accordance with the definition of portfolio management, “an alternative investment fund (AIF)”, “an IBIP”, a “pension product”, a “pension scheme”, “a UCITS”, or “a PEPP”).

<sup>25</sup> See TEG Taxonomy Technical Report, *op. cit.*, 58.

<sup>26</sup> See *Id.*, 40 (includes a reference to the regime of registration of external verifiers for Simple Transparent, Standardised (STS) Securitisation as a model for the centralized system of registration for external verifiers that is proposed for the GBS, and page 51 refers to the preferential prudential treatment of securitization products (among others) as an example for possible ways forward for green bonds).

ing for the corporate sector in Europe, while corporate bond markets are dominated by investment grade issuers and the issuances are concentrated in a few countries.<sup>27</sup>

22. Furthermore, the Loan Market Association (LMA) and the Asia-Pacific Loan Markets Association (APLMA), with ICMA's support, have already elaborated a Green Loan Standard,<sup>28</sup> which could be used as a basis for a market in securitized green bonds. Yet, the Report only makes a general reference to the potential for "synergies" between EU-GBS with the Green Loans Market.<sup>29</sup>

23. It is understandable that the more urgent aim is to put in place a standard that helps to "green" the plainer vanilla bonds, but there is not even a mention to the need to explore further the necessary adjustments for securitised bonds. This is surprising for several reasons. First, the TEG declares as its goal that "[t]he EU-GBS should be open to existing green bond transactions and to all types of issuers"<sup>30</sup> and securitisation is practically the only way small and medium enterprises (SMEs) can access capital markets, and benefit from a pro-green tide sweeping those markets.<sup>31</sup> SMEs can hardly benefit from an initiative conceived for larger issuers, which need a rating, not to mention the ability to place bonds in the market. Second, securitisation is a key focus of the Capital Markets Union (CMU),<sup>32</sup> which should make it salient for anyone trying to develop initiatives concerning debt instruments. Third, the rationale for GBS financing is to have an asset-based or project-based targeted financing, with funds separated from the sponsor's main activities, subject to enhanced reporting and external (expert) verification.<sup>33</sup> Do these aspects sound familiar? They should. They are at the core of securitisation, and its regulatory framework.<sup>34</sup> Thus, considering how much the rationale of securitization and the rationale for GBS have in common, it is strange that no one has put the two together.

---

<sup>27</sup> See *Id.*, 51.

<sup>28</sup> See LOAN MARKET ASSOCIATION. ASIAN PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION, GREEN LOAN PRINCIPLES (2018), [https://www.lma.eu.com/application/files/9115/4452/5458/741\\_LM\\_Green\\_Loan\\_Principles\\_Booklet\\_V8.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/9115/4452/5458/741_LM_Green_Loan_Principles_Booklet_V8.pdf) (last visited May 21, 2020).

<sup>29</sup> See TEG Taxonomy Technical Report, *op. cit.*, 51.

<sup>30</sup> *Id.*, 24.

<sup>31</sup> See S. KIDNEY *et. al.* *Stimulating private market development in green securitisation in Europe : the public sector agenda*, 2017, [https://www.cccep.ac.uk/wp-content/uploads/2017/02/Kidney-et-al\\_policy-paper\\_Feb-2017.pdf](https://www.cccep.ac.uk/wp-content/uploads/2017/02/Kidney-et-al_policy-paper_Feb-2017.pdf).

<sup>32</sup> See Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on an Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final (Sept. 30, 2015) [hereinafter Action Plan on Building Capital Markets Union].

<sup>33</sup> *Id.*, 27, 28, 29, 31.

<sup>34</sup> Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012, 2017 O.J. (L347) (arts. 7 (transparency), 9 (credit granting), or 28 (third-party verifying STS compliance)).

24. This “silos” approach reaches unintended inconsistencies if one looks, e.g. at the EBA Work Programme 2020.<sup>35</sup> Activity 17 is defined as “Banking markets, securitisation, covered bonds and sustainable finance”, i.e. *both* securitization and sustainable finance form part of *the same* activity. And yet, when one sees the detail of the ongoing work, both lines of work are completely disconnected.<sup>36</sup>

25. A second type of debt instrument are sovereign bonds. They do not receive an explicit mention in the Taxonomy documents. Yet, unlike securitised instruments, sovereign bonds are often mentioned in the GBS.<sup>37</sup> No mention is made, however, of the potential challenges that they pose, and unofficial documents discussing the issue also tend to overlook (or sidestep) the issue of the structural and unavoidable conflict of interest that arises in a situation where the State is engaged both as a debtor-issuer, but also as regulator.

26. If the steps involved in the issuance include engaging stakeholders, establishing the green bond framework, identifying eligible green investments, arrange independent review, issue the green bond and monitor and report,<sup>38</sup> engagement of stakeholders, identification of investments and issuance involve debtor-like behaviour, while creating the framework and monitoring and reporting involve regulatory-like behaviour. Of all the steps only the independent verification is external, and thus non-conflicted, and typically takes place before the issuance.<sup>39</sup> The small size of the market makes the issuances currently outstanding appear more salient, and this can be a deterrent against abuse, or “green washing” for the moment, but as issuances grow in size, it is unclear whether the safeguards in place will be enough to overcome the intrinsic conflict posed by these instruments.

27. Another important consideration is that all these initiatives seem to be “niche-based”, i.e. their aim is to help enhance certainty and clarity for the market in “green” debt instruments, to boost its growth from the current below 1% of the debt market<sup>40</sup> to

---

<sup>35</sup> See EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *The EBA 2020 Work Programme*, 2019, 22, <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2970032/4c85f578-fe16-4cd7-920a-bbe0ac54b9eb/EBA%202020%20Work%20Programme.pdf> [hereinafter the EBA 2020 Work Programme].

<sup>36</sup> *Id.*, 22 (this is, at least, the impression that we drew when reading the description of Activity 17. To avoid being unfair towards the EBA, which generally does a remarkable job, we include the actual text:

The new European framework for the simple, transparent and standardised securitisations regulation (the STS Regulation), which came into force in January 2019, sets out a large number of mandates for the EBA. The EBA’s work on the STS Regulation will focus on TS, GL and reports for the new STS Regulation. There will also be follow-up work conducted related to the new directive on covered bonds. In addition, the EBA will contribute to the Commission’s work on sustainable finance, particularly regarding the taxonomy for sustainable finance and the green bonds standards, as well as the work required by the specific mandate for the EBA included in the CRD, the CRR, the IFD and the IFR, and in the Commission action plan for sustainable finance.) (underlined added).

<sup>37</sup> See Report on EU Green Bond Standard, *op. cit.*, 17, 23, 26, 28, 47, 48, 58.

<sup>38</sup> See CLIMATE BOND INITIATIVE (CBI), *Sovereign Green Bonds Briefing*, 2017, 4, [https://www.climatebonds.net/files/files/Sovereign\\_Briefing2017.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Sovereign_Briefing2017.pdf) [hereinafter Climate Bonds Initiative Briefing].

<sup>39</sup> In the case studies of Poland, The Netherlands, Belgium and Fiji, Sustainalytics was engaged, while France engaged Vigeo Eiris, Nigeria engaged DNV GL and Indonesia engaged CICERO. See Climate Bonds Initiative Briefing, *op. cit.*, 6 – 11.

<sup>40</sup> See EU Commission Action Plan 2018, *cit.*, 5, with reference to G20 Green Finance Study Group Report, *supra*, note 19.

help it become larger. Yet, the obvious question is what happens with the remaining 99% of the debt market. Considering that one of the stated aims of the Commission Action Plan is to help sustainability become “mainstream”,<sup>41</sup> this compartmentalized approach to “green investment” does not seem fully aligned with it.

28. Financial advice is another matter for policy-making attention (in the transparency-oriented approach). The Commission’s effort of mainstreaming sustainability is related to “risk management”.<sup>42</sup> To this aim belong the initiatives consisting in introducing sustainability in ratings and market research.<sup>43</sup> As per the mainstreaming of sustainability in investment decision-making, i.e. the fostering of the consideration of sustainability factors by investors in their investment decisions, the TEG also suggested amending Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)<sup>44</sup> and Insurance Distribution Directive (IDD),<sup>45</sup> or adopting new delegated acts under the same Directives<sup>46</sup> in order to integrate ESG considerations as part of the duties applicable under those regulations. This amends the transparency requirements towards investors of ESG factors, in order to ensure that investors’ preferences with regard to these factors are duly considered in the disclosures to investors,<sup>47</sup> and in providing investment advice.<sup>48</sup> We will discuss in a next session how effective and far-reaching these considerations can be.<sup>49</sup>

---

<sup>41</sup> See EU Commission Action Plan 2018, cit., 4, 7.

<sup>42</sup> *Id.*, 41.

<sup>43</sup> See *infra* § 4.1.

<sup>44</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (Text with EEA relevance), 2014 D.O. (L173), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

<sup>45</sup> Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution (recast) (Text with EEA relevance), 2016 D.O. (L26), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32016L0097>.

<sup>46</sup> Perhaps the most important MiFID II delegated act is the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, (Text with EEA relevance), 2017 D.O. (L87), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0565> [hereafter MiFID II Delegated Regulation]. The most important delegated act related to the IDD is Commission Delegated Regulation (EU) 2017/2359 of 21 September 2017 supplementing Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council with regard to information requirements and conduct of business rules applicable to the distribution of insurance-based investment products (Text with EEA relevance), 2017 D.O. (L341), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R2359> [hereafter IDD Delegated Regulation].

<sup>47</sup> Regulatory Technical Standard (RTS). See proposed regulation amending Regulation (EU) 2017/565 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, EUR. PARL. & EUCO DOC. Ares (2018)2681500, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/PIN/?uri=PI\\_COM%3AAres%282018%292681500](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/PIN/?uri=PI_COM%3AAres%282018%292681500).

<sup>48</sup> Regulatory Technical Standard (RTS). See proposed regulation amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice and portfolio management, (2018) EUR. COM. DOC. (Explanatory Memorandum), [https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-act-2018\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-act-2018_en.pdf).

<sup>49</sup> See *infra* § 4.

3. *Transparency and signalling beyond debt instruments: benchmarks and non-financial information (NFI)*. – 29. In the context of green finance, tensions can arise beyond the debtor-creditor relationship. The roles performed by shareholders, directors, managers and stakeholders within the company can give rise to conflicts of interest (principal/agent relations<sup>50</sup>). Changing from short-term to long-term goals (value creation<sup>51</sup>) can create tensions, and the same can happen with decisions to reorient capital flows towards sustainable investments. Transparency is essential also in this context.

30. *Low-carbon benchmarks*. This includes the Regulation (EU) 2019/2089 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks,<sup>52</sup> a Regulation for the creation of two categories of low-carbon benchmarks (voluntary labels): a EU Climate-Transition benchmark, which will offer a low-carbon alternative to the commonly used benchmarks, and the Paris-aligned benchmark, which will only comprise investment portfolios in line with a 1.5° target.

31. Administrators of benchmarks shall disclose first whether or not they offer one of the two cited benchmarks; and second, whether or not their benchmarks pursue ESG objectives<sup>53</sup> in order to enable market participants to make well-informed choices. Thus, when weighting underlying assets, the administrator of an EU Climate Transition Benchmark should (1) explain how the benchmark contributes to ESG objectives, and (2) take into account companies that have an objective to reduce their carbon emissions. The publicity of such information would enable asset managers to choose the most appropriate benchmark for their investment strategy. Accordingly, many investors who wish to adopt a climate-conscious investment strategy would choose companies that use EU Climate-Transition Benchmark or the Paris-aligned benchmark to invest in their low-carbon investments portfolios.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> The “canonical” version of the conflict between ownership and control was formulated in M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in 3 *Journal of Financial Economics* 305, 1976, 305–360. The extension of its logic to other agency conflicts, such as the one between majority and minority shareholders, or firm and creditors, is discussed in J. ARMOUR *et al.*, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, in R. KRAAKMAN *et al.* (eds), *The Anatomy of Corporate Law*, II ed., Oxford, 2009.

<sup>51</sup> Note that we are still focusing on “exit” strategies, i.e. those whose goal is to make it easier for environmentally conscious investors to “vote with their feet” (including enhancing disclosure to facilitate investment and dis-investment choices). This is different from “voice” strategies, that, e.g. try to shape the conduct of gatekeepers and intermediaries so that they can channel the preferences of those investors in a constructive way (see *infra* §§ 4.1-4.4). Those voice-based strategies are, in turn, different from coercion-based strategies that may consist in repurposing directors’ duties, and which pose formidable challenges (see *infra* § 5.2.).

<sup>52</sup> Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks (Text with EEA relevance), 2019 O.J. (L317), <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2089/oj#d1e529-17-1> [hereinafter Benchmarks Regulation]. Pursuant to Art. 19a of Benchmarks Regulation, benchmark administrators “which provide an EU Climate Transition Benchmark or an EU Paris-aligned Benchmark shall comply with this Regulation by 30 April 2020”.

<sup>53</sup> See Benchmarks Regulation, *cit.*, Recital (20), which states that: “...the benchmark administrator should disclose how the carbon emissions of the underlying assets were measured, their respective values, including the total carbon footprint of the benchmark, and the type and source of data used... The published information should also include details on the frequency of reviews and the procedure followed”.

<sup>54</sup> See Benchmarks Regulation, *supra* note 52, at Recital (14) which states that:

32. *Guidelines for non-financial (especially climate-related) disclosures.* The above efforts to increase transparency must be related as well to the rules requiring large firms to disclose information related to environmental impact, such as “details of the current and foreseeable impacts of the undertaking’s operations on the environment, and, as appropriate, on health and safety, the use of renewable and/or non-renewable energy, greenhouse gas emissions, water use and air pollution”.<sup>55</sup> This is the EU response to global initiatives such as the UN Global Compact, the Guiding Principles on Business and Human Rights implementing the UN ‘Protect, Respect and Remedy’ Framework,<sup>56</sup> the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises,<sup>57</sup> the International Organisation for Standardisation’s ISO,<sup>58</sup> or the Global Reporting Initiative.<sup>59</sup> The frameworks elaborated under the aegis of these global initiatives can be used for reporting purposes under EU rules.<sup>60</sup>

33. To this we must add the measures to enhance the disclosure by financial market participants of climate-related risks, and their impact in specified reporting areas (e.g., business model, policies and due diligence processes),<sup>61</sup> which specifically concern financial institutions.

34. Yet, although the above initiatives show evident progress in attitudes towards the relevance of sustainability goals, we must note that they are, primarily, “exit-based” strategies, i.e. their goal is to enhance the information available to investors to help them direct or reorient their choices towards companies that have an objective to reduce their carbon emissions. The incorporation of the two above-mentioned measures could ensure a higher level of investor protection, considering that market participants follow the requirements demanded by the benchmarks. Yet, the full extent of the mechanisms’ effectiveness cannot be appraised unless their combined effect is assessed beyond the mere decision to buy or sell, i.e. their true measure as accountability-inducing mechanisms requires a further analysis of “voice”, or “governance” mechanisms (infra 4), as well as “coercion” for non-compliance (infra 5).

---

In order to maintain the proper functioning of the internal market for the benefit of the end investor, to further improve the functioning of the internal market, and to ensure a high level of consumer and investor protection, it is appropriate to amend Regulation (EU) 2016/1011 by introducing a regulatory framework which lays down minimum requirements for EU Climate Transition and EU Paris-aligned Benchmarks at Union level..

<sup>55</sup> See Recital (7) Directive 2014/95/EU of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups (Text with EEA relevance), 2014 O.J. (L330), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> [hereinafter NFI Directive].

<sup>56</sup> See S. BIJLMAKERS, *The UN Guiding Principles on business and human rights, Corporate Social Responsibility, Human Rights, and the Law* 45, 2018, 45-63.

<sup>57</sup> These include the ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD) GUIDELINES FOR MULTINATIONAL ENTERPRISES 2011 EDITION (CHINESE VERSION), 2013 (and specific guidelines by sector, including minerals, extractive, garment and footwear, agriculture, etc.).

<sup>58</sup> See the ISO 26000 ON CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR), ISO STANDARD 26000, <https://www.iso.org/obp/ui#iso:std:iso:26000:ed-1:v1:en>.

<sup>59</sup> See, e.g. GLOBAL REPORTING INITIATIVE, GRI STANDARDS FOR SUSTAINABILITY REPORTING (CONSOLIDATED VERSION), <https://www.globalreporting.org/standards> (last visited 21 May 2020).

<sup>60</sup> See Recital (9) of NFI Directive, *supra*, note 55.

<sup>61</sup> See Art. 4 of Regulation on Sustainability Disclosures, *supra*, note 24.

4. *Sovereigns, public funding and the greening of the European Investment Bank (EIB)*. – 35. The basis of the “exit” strategy is the competition mechanism.<sup>62</sup> In our case, if different projects are competing for funds, and a large volume of funds ceases to be available, this is likely to lead the managers to correct whatever faults have led to exit. Under this very basic logic, sovereign states and their governments need not be considered differently from private firms and can thus be persuaded to become greener if that leads to better access to funding.

36. Yet, since public funds are grounded on the principles applicable to fiscal policy, e.g. sovereignty, or democratic accountability, changes in the framework that may shift funds away from some States must be treated with prudence and caution. Any change will always be easier if it affects funds that a State is not expecting, but may suddenly become available, rather than funds a State has come to rely upon. This may make the “exit” less salient, and thus less pressing, but will definitely facilitate the change.

37. By that account, development banks are the more suitable institutions to pioneer the transition. The European Investment Bank (EIB) has a mandate that seems perfectly designed for this, as it is committed “to the balanced and steady development of the internal market in the interest of the Union”, facilitating the financing of projects “for developing less-developed regions”, “modernising or converting undertakings or for developing fresh activities”, or “projects of common interest to several Member States”.<sup>63</sup> Nowadays, what can be more in line with this message than the modernisation of infrastructure and/or production mechanisms to align them with sustainability goals?

38. It is not surprising that the EIB has become the “green bank” as of late, having announced an ambitious set of targets,<sup>64</sup> accompanied by a new Lending Policy,<sup>65</sup> which identifies the existence of a funding gap and market externalities,<sup>66</sup> and outlines an ambitious four-pronged strategy, of funding directed to unlocking energy efficiency, decarbonising energy supply, supporting innovative technologies, and securing enabling infrastructure.<sup>67</sup>

---

<sup>62</sup> A.O. HIRSCHMAN, *op. cit.*, 1-3.

<sup>63</sup> Art. 309 TREATY OF FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION [TFEU] [hereinafter TFEU], <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12012E%2FTXT>.

<sup>64</sup> The EIB Board of Directors approved a new set of targets ahead of the November 2019 UN climate change conference in Madrid. See EUROPEAN INVESTMENT BANK (EIB), EU BANK LAUNCHES AMBITIOUS NEW CLIMATE STRATEGY AND ENERGY LENDING POLICY (2019), <https://www.eib.org/en/press/all/2019-313-eu-bank-launches-ambitious-new-climate-strategy-and-energy-lending-policy.htm> (last visited May 21, 2020). See also San Fleming and Leslie Hook, *EIB to Phase Out Lending to Fossil Fuel Projects by 2021*, FINANCIAL TIMES, Nov. 2019.

<sup>65</sup> See EUROPEAN INVESTMENT BANK (EIB), *EIB energy lending policy*, 2019 [hereinafter EIB Energy Lending Policy].

<sup>66</sup> EIB, *Energy Lending Policy*, *cit.*, 7, 12, 14, 15.

<sup>67</sup> *Id.*, 18-26. The ECB is willing to accept high supervisory standards be applied consistently across the Eurozone. Thus, our proposal would be in line with the supervisory expectations of the ECB in relation to climate-related risk management framework. See ECB guide on climate-related risks, *op. cit.*

5. *Enlisting the institutional architecture of the European Environment Agency (EEA) to enhance transparency.* – 39. The implementation of mechanisms that promote transparency facilitates the re-orientation of flows and re-allocation of resources and ultimately affects the design of financial markets. Yet, there is a risk of multiple initiatives developing in parallel, without giving rise to a coordinated “transparency infrastructure”, that puts sustainability goals on a level with financial goals, and green promises with financial promises. In this regard, one question is whether the existing institutional architecture for the environment, especially the European Environment Agency (EEA) could be enlisted to increase of transparency and build a common approach to incorporate sustainability into supervisory practices.<sup>68</sup>

40. The EEA is an independent EU agency that provides Member States and other EU institutions with information on the environment. The main objective of the EEA and Eionet is to report objective, reliable and comparable information with a twofold objective: first, to inform Member States to take appropriate environmental measures, and second, to inform the public about the state of the environment and the effectiveness of environmental policies.<sup>69</sup> To this end, the EEA staff includes experts on environment and sustainable development and communication, while the European environment information and observation network (Eionet) brings together hundreds of specialized institutions.<sup>70</sup>

41. The activities carried out by EEA are predetermined in a five-year work programme, and they can be divided into three categories: (1) reporting on policy implementation, objectives and targets of the EU policy; (2) supporting the EU’s Sustainable Action Plan by assessing systemic challenges across sectors; and (3) coordinating the networks of institutions in participating countries.<sup>71</sup> This role tries to help Member States integrate environmental considerations into economic policies. However, insofar as the EEA’s mandate is limited to data collection on the quality, pressures and sensitivity of the environment,<sup>72</sup> its reports have no “teeth”, and its conclusions not operational.

42. The norm that should help create a Taxonomy on sustainable investment suggests that the EEA should be part of a public-private platform on sustainable finance to

---

<sup>68</sup> See EUROPEAN ENVIRONMENT AGENCY (EEA), *Europe’s state of the environment 2020: change of direction urgently needed to face climate change challenges, reverse degradation and ensure future prosperity* 8 (2019), <https://www.eea.europa.eu/highlights/soer2020-europes-environment-state-and-outlook-report>.

<sup>69</sup> Art. 1.2 of Regulation (EC) No 401/2009 of the European Parliament and of the Council of 23 April 2009 on the European Environment Agency and the European Environment Information and Observation Network (Codified version), 2009 O.J. (L126), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32009R0401> [hereinafter Regulation on the EEA].

<sup>70</sup> See EUROPEAN ENVIRONMENT AGENCY (EEA), [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eea\\_en](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eea_en) (last visited May 21, 2022). (The EEA and the national contact points of participating countries coordinate Eionet activities on their territories, including data collection to assess environmental policies to elaborate reports that provide information on environmental policy).

<sup>71</sup> *Id.*, 70.

<sup>72</sup> Art. 3.1 of Regulation on the EEA, cit. Art. 3.2 states that socioeconomic dimension shall be taken into account’ when furnishing information regarding the areas of work within the EEA’s scope of action.



assist the European Commission with issues related to EU sustainability taxonomy.<sup>73</sup> This Platform would be formed by representatives of the EEA, the European Supervisory Authorities (ESAs), the European Investment Bank (EIB) and the European Union Agency for Fundamental Rights (EU – FRA),<sup>74</sup> and focus on ascertaining whether an economic activity is environmentally sustainable, carrying out tasks, such as: (1) assessing environmental footprint, (2) taking into account the potential risks of both creating inconsistent incentives and of certain assets becoming stranded after losing value due to the transition to a more sustainable economy; (3) identifying the long-term impacts of the economic activity; and (4) reporting periodically to the Commission on capital flows towards sustainable investments.<sup>75</sup> Thus, although the platform is ambitious in the number of agencies included, it is not ambitious in the role it may play, and it does not alter the EEA’s mandate, nor puts it in a predominant position: the EEA would continue to collect data and communicate its outcomes to their collaborators, and advice the Commission through the platform.<sup>76</sup>

43. And yet, some features of the system suggest that the EEA may be well-placed to play a more important role to improve the transparency and monitoring the fulfilment of green promises. Sustainable finance’s nature, operational features, financial and environmental outcomes are heterogeneous; thus, building a “coherent financial system that supports sustainable solutions”<sup>77</sup> requires a consistent approach, which needs the expertise from many disciplines. The EEA could work closely with the TEG on harmonising the EU taxonomy on green finance, and have a more prominent role given the agency’s expertise in climate change adaptation and mitigation.<sup>78</sup> Moreover, the EEA is in a good position to become a specialized environmental agency in charge of checking the core content of “green” transparency (e.g., green bond standards and green benchmarks cited above) measured against the necessary EU green taxonomy.<sup>79</sup>

---

<sup>73</sup> See the Proposal for a Taxonomy Regulation, cit. See also A. BARKMAN *et. al*, *Investing for sustainability, Electricity Reform in Europe: Towards a Single Energy Market* 142, 2009, 142–171. EEA, [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eea\\_en](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eea_en) (last visited May 21, 2022), cit.

<sup>74</sup> The original proposal included the European Investment Fund (EIF) and did not include the EU-FRA, these were, respectively, excluded and included in the current compromise text with the Parliament. See Art. 15.1 of Proposal for a Taxonomy Regulation – Compromise Text, cit.

<sup>75</sup> See Art. 14.1 of the Proposal for a Taxonomy Regulation, cit., defines the requirements for technical screening criteria, which in broad terms refers to economic activities that can have an impact on the environment with the aim at avoiding significant harm to the “relevant environmental objectives”.

<sup>76</sup> See Art. 15 of the Proposal for a Taxonomy Regulation, cit.

<sup>77</sup> See the Green Deal Communication, cit.

<sup>78</sup> See EEA, CLIMATE CHANGE ADAPTATION, <https://www.eea.europa.eu/themes/climate-change-adaptation> (last visited May 21, 2020), On climate change mitigation, see EEA, CLIMATE CHANGE MITIGATION, <https://www.eea.europa.eu/themes/climate> (last visited May 21, 2022).

<sup>79</sup> In fact, the Commission has announced the launching of a new environmental action programme to complement the European Green Deal, which integrated a new monitoring mechanism to ensure that Member States meet their environmental objectives. The EEA could help enforce this new mechanism. See the Green Deal Communication, cit.

44. As regards the monitoring of sustainable investments, ESMA has recently pointed out that supervisors' mission is influenced by the investors preferences, given that they are shifting towards investments that integrate ESG factors.<sup>80</sup> According to ESMA, this situation, in turn, creates new challenges to promote the stability of financial markets. For example, in relation to Supervisory Convergence, ESMA notices that sustainability is a pervasive factor across different regulatory domains, which makes the creation of a common approach for incorporating sustainability risks a priority.<sup>81</sup> It suggests that ESMA and NCAs work together to develop supervisory practices and requirements in relation to sustainability factors.<sup>82</sup> This includes the creation of a training plan for NCAs in order to enable them to foster supervisory practices regarding sustainability, especially in those areas where sustainable finance has not been addressed yet. However, the EEA, as a specialized environmental agency, can be the entity that (1) promotes supervisory convergence regarding green promises by improving financial supervisors' understanding on how they should take into consideration sustainability; (2) supports ESMA and NCAs with technical advice that draws on its experience of environmental policy analysis and research; and (3) identifies risks related to sustainable finance; particularly, in green promises.<sup>83</sup>

45. The adjustment of the EEA as a specialised environmental agency would instil a market-design component into the transparency tool. This would not displace market instruments like market standards, market ratings and exit mechanisms from their valuable nodes into the green ecosystem of the law of finance but would dramatically enhance transparency credibility and thus would make the green promise embedded in the marked based transparency tools performative and operational.

46. Furthermore, the EEA can act as a joint supervisor together with ESMA and other ESAs and help implement voice mechanisms.<sup>84</sup> To this end, we should reshape the EEA's role, but this change does certainly not have to disrupt or overlook its current assignments, i.e., providing Member States and the Community with reliable and precise environmental information. Our suggestion would entail a minor but worthwhile shift. We emphasize that promoting the integration of environmental information

---

<sup>80</sup> According to ESMA, sustainable finance impacts on a wide range of activities: Supervisory Convergence, Single Rulebook and Direct Supervision. See EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Strategy on Sustainable Finance* 13, 2020, 4, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052\\_sustainable\\_finance\\_strategy.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf).

<sup>81</sup> *Id.*

<sup>82</sup> *Id.*

<sup>83</sup> ESMA suggests implementing guidelines or supervisory briefings on disclosure practices for credit ratings to foster transparency in the reporting of non-financial information, a task that could also be assumed by the EEA. In this sense, ESMA's proposal include the development of harmonized local supervisory practices to assess market participants, risks and transaction that are of relevance in sustainable finance, so NCAs can understand how to integrate sustainability in their supervisory roles. See 33-9-320 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings* (2019), [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320\\_final\\_report\\_guidelines\\_on\\_disclosure\\_requirements\\_applicable\\_to\\_credit\\_rating\\_agencies.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf).

<sup>84</sup> See *infra* Section 4.

into monitoring programs is within the scope of action of the agency just as much as reporting technical knowledge on environmental policy is.<sup>85</sup> The Regulation on the EEA already states that, to achieve the goals of environmental protection and improvement laid down by Community environmental action programmes and the Treaty, the agency shall provide the Community and Member States with “the necessary technical and scientific support”.<sup>86</sup> The regulation does not elaborate on what constitutes “technical and scientific support”, however it stresses that the EEA shall actively seek the cooperation of other Community bodies and programmes.<sup>87</sup>

47. The regulation even grants the possibility for cooperation between the EEA and institutions in third countries in areas of common interest.<sup>88</sup> This, in turn, leads to believe that if the EEA shall cooperate with institutions in third countries, a fortiori it would be optimal that the EEA can liaise with ESMA and other ESAs in order to address the challenges posed by green promises. Moreover, sustainable finance is an area of mutual interest for both financial supervisors and the EEA.<sup>89</sup> By acting as a joint supervisor for green financial intermediaries committed to ESG policies and risks management techniques, the EEA can provide technical knowledge or scientific support as to the “green” substantive content. By doing so, the EEA would contribute the substance to the monitoring exercise, whilst financial supervisors would contribute the form. The conception of “green”, once objectivized, can be transformed to an operational rule or standard, capable of being enforced under the law of finance.

48. An example of our suggestion of micro-supervision of green promises would be the following:

---

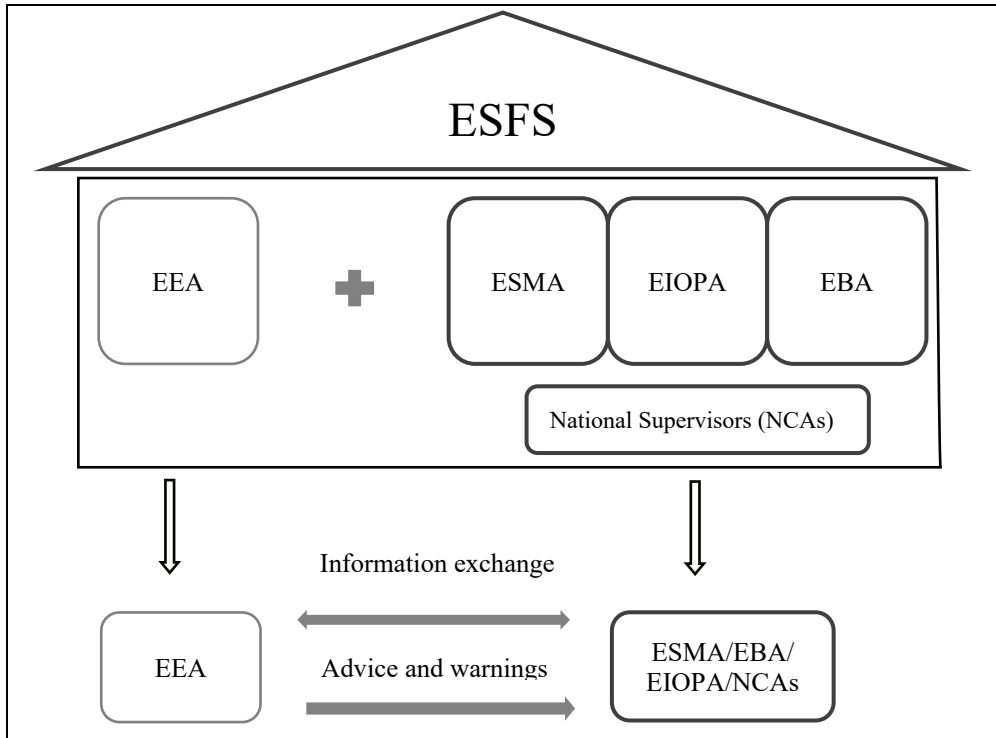
<sup>85</sup> See Art. 2 (g) of Regulation on the EEA, *op. cit.*, states that the agency state that European environmental information should be incorporated into international environment monitoring programmes by comparison with the monitoring programmes developed by United Nations and its specialized agencies.

<sup>86</sup> See Art. 1.2 (b) of Regulation on the EEA, *op. cit.*

<sup>87</sup> See Art. 15 of Regulation on the EEA, *op. cit.* (It names some institutions with whom the EEA should cooperate although the list seems to be open to whichever institution that may need EEA’s support. Paragraph 15.2 provides that the “[a]gency shall also cooperate actively with other bodies such as the European Space Agency, the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), the Council of Europe and the International Energy Agency as well as the United Nations and its specialised agencies, particularly ...”).

<sup>88</sup> See Art. 15.3 of Regulation on the EEA, *op. cit.* (It integrates the possibility for cooperation with “those institutions in countries which are not members of the Community which can provide data, information and expertise, methodologies of data collection, analysis and assessment which are of mutual interest and which are necessary for the successful completion of the Agency’s work”).

<sup>89</sup> *Id.*



49. Since the EEA can assume a greater role for the technical assessment of the merit of sustainability factors and, accordingly, it might accept supervisory mandates (e.g., in relation to green benchmarks or green bonds), once infringement is technically detected by the EEA, enforcement action would then be taken by the competent financial supervisor (ESMA, EBA and EIOPA, and/or and National Competent Authorities (NCAs)). Therefore, the EEA’s analysis would be used as an external verification mechanism that would help streamline decision-making processes and enhance accountability and would strengthen financial supervision’s credibility in respect to green promises. The European System of Financial Supervision (ESFS), the current network centred around the European Supervisory Authorities (ESAs), and through it, national financial supervisors would thereby be reinforced to ensure consistent supervision of green promises through the EU, with full understanding of the merit of such promises (and of their real-world fulfilments). In this way, partially re-shaping the EEA role as a specialised environmental agency could immensely contribute to the implementation, and credibility, of the EU Commission green taxonomy and the strengthening of non-financial disclosures.

IV. *THE DESIRABLE NEXT STEP: “VOICE”-BASED MECHANISMS, OR “GREENNESS AND GOVERNANCE”*.

INSTRUMENT	VOICE
Bonds (corporate debt)	Ratings, Advice
Structured (securitised) debt	Intermediaries organizational rules
	Fiduciary duties and engagement
	“Green trustee”
Shares & equity instruments	<b>Proxy advisors</b>
	Intermediaries’ fiduciary duties and engagement
	Corporate governance and duties
Sovereign debt and public finances	A “Sustainable” Stability and Growth Pact

50. The measures analysed in the previous section should help create a framework where improvements in transparency help investors direct their choices towards suitable investments, by “voting with their feet”. Nonetheless, the strategy can be greatly amplified if completed with mechanisms that help investors channel their “voice” and contribute to decision-making. This involves rules concerning intermediaries and specialized parties, as well as corporate governance. Alas, evidence of progress on this front is mixed. Here we discuss the tools that are on the table, e.g. those related to ratings and financial advice or the inclusion of sustainability factors in organizational rules (4.1 and 4.2), and those that are not, e.g. a re-orientation of financial advisors’ fiduciary duties, or a “green trustee” for bond offerings (4.3 and 4.4).

1. *Gatekeeper-based strategies: ratings and financial advice.* – 51. Ratings and financial advice enhance transparency, and thus their basic functioning appeals to “exit” dynamics. Yet, the addition of expert judgment put them within gatekeeping mechanisms, one of the bedrocks of modern corporate governance.<sup>90</sup> If gatekeepers, or trusted third parties, churn out a steady flow of information that helps to assess an instrument (or company) sustainability credentials, not only environmentally-conscious investors will use them to vote with their feet: managers and company boards will also pay attention, and integrate these goals into their strategy. Furthermore, financial advisors in particular also have direct contact with clients and adding a sustainability perspective can make investors’ more conscious of its importance.

52. Current proposals hint in that direction: building on a transparency-based core, they try to effect a change the framework in a way that embeds sustainability goals

<sup>90</sup> See J.C. COFFEE, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US* (2012). *B.U.L. Rev.* 237, 2004, 301-364.

more deeply into corporate governance and decision-making. Initiatives on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks stated that a lack of regulatory framework made more difficult and costly for investors to make informed investment choices, and could give rise to divergent outcomes and market fragmentation, which makes it necessary to integrate “mandatory disclosures at the level of the financial market participants and financial advisors on how ESG risks are integrated in the investment decision and advisory process”, to achieve the objectives of transparency and reducing investors’ search costs.<sup>91</sup> Yet, the proposals also suggest that, beyond helping investors vote with their feet, ratings and financial analysis can be used as an external verification that helps streamline decision-making process and enhance accountability. Financial advice, for its part, is formulated in relatively broad terms, which may include going beyond mere disclosure, and encompass a better engagement with the offering companies.<sup>92</sup>

53. An example of this is the European Commission’s Sustainable Action Plan proposal that MiFID II and IDD firms should ask their clients about their ESG preferences and take them into account when assessing the range of financial instruments and insurance products to be recommended.<sup>93</sup> This suggestion, which is part of the European Commission’s aim to amend delegated acts under MiFID II and IDD,<sup>94</sup> would enable clients to “voice” their preferences and ensure that they are sufficiently taken into consideration when providing portfolio management services or advice under MiFID II and IDD. However, proposals are still in a very initial stage (e.g. the comprehensive study on sustainability in ratings and research promised for 2019<sup>95</sup> will be available only in 2020, and this is only a first step towards regulatory action) which is why we label them with a light green.

---

<sup>91</sup> See Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, COM (2018) 354 (final) (May 24, 2018) §§ 2-3, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0354>. This resulted in Regulation on Sustainability Disclosures, cit., 24.

<sup>92</sup> The Proposal for a Taxonomy Regulation – Compromise text, *supra*, note 18, in its Recital (11) states that: Member States should be required to use a common concept of environmentally sustainable investment when setting up requirements for market actors for the purpose of labelling financial products or corporate bonds marketed as environmentally sustainable at national level”, i.e. focusing on transparency and labelling. However, it also adds that “For the same reasons, fund managers and institutional investors that hold themselves out as pursuing environmental objectives should use the same concept of environmentally sustainable investment when disclosing how they pursue those objectives (underlining added).

A more ample formulation, which suggests that financial advisors may not only indicate which “green” labels they use, but also how they act towards the companies they invest in to make them “greener”.

<sup>93</sup> The aim of the consultation launched by the European Commission in this regard is to amend delegated acts under IDD and MiFID II. See EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY (EIOPA), *Technical Advice on the Integration of Sustainability Risks and Factors in the delegated acts under Solvency II and IDD* (2019), [https://www.eiopa.europa.eu/content/technical-advice-integration-sustainability-risks-and-factors-solvency-ii-and-insurance\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/technical-advice-integration-sustainability-risks-and-factors-solvency-ii-and-insurance_en). (last visited September 2022).

<sup>94</sup> See *Supra* §3.2.

<sup>95</sup> See Commission Action Plan 2018, *op. cit.*, 8. (The tender for the study was closed in August 2019, see <https://etendering.ted.europa.eu/cft/cft-display.html?cftId=5281>). See SUSTAINABILITY, *SustainAbility appointed by European Commission to conduct sustainability ratings and research study*, 2020, <https://sustainability.com/who-we-are/in-the-media/sustainability-appointed-by-european-commission-to-conduct-sustainability-ratings-and-research-study/>.

54. Even assuming that these meritorious proposals become law, it is important to be aware at their challenges and limitations. Agencies' ratings, and advisors' labels may help improve bond offerors' sustainability governance through more transparency.<sup>96</sup> However, for that to work the new rules need to be clear about what they mean for gatekeepers' internal procedures, and external relations.

2. *Financial intermediaries' fiduciary duties (I): internal perspective.* – 55. Among gatekeepers, financial intermediaries have the crucial role: they are the primary bridge between investors' preferences and issuers of instruments. If financial intermediaries assimilate sustainability's importance, they will signal its presence to investors, some of whom might not have been aware that they can decide upon these parameters and will use it to convey investors' shift in emphasis to the companies issuing the instruments.

56. For that to occur, however, sustainability needs to be incorporated top-to-bottom. In a 2019 speech, Andrea Enria, head of the SSM point at the relevance of "culture and governance" for good banking and risk management.<sup>97</sup> His insights are as true for "conventional" variables, such as financial risk, as they are for less conventional ones, like sustainability or environmental risk: a proper risk "culture" is nurtured through consciousness about the "three lines of defence": business areas, compliance and risk management, and the board itself.<sup>98</sup> Only if firms perceive that they need to change these will "sustainability" be truly incorporated into firms' culture, and financial intermediaries' will act like a bridge between issuers and investors conveying not only messages about financial, but also environmental risks and returns. Yet, to achieve this feat, to go beyond mere formalistic compliance and change firms' culture in the already crowded environment of financial regulation and its myriad provisions, apart from rules' pure "regulatory" dimension, i.e. their mandates, prohibitions and incentives, we need to consider their "expressive" function,<sup>99</sup> i.e. their ability to convey a broader, clear, more profound message about the necessity that the firm and its actors "think" in sustainability terms.

57. The Commission Action Plan included the measures on disclosure towards investors (outlined before) in a broader project to adapt advisors' "fiduciary duties", because "current EU rules on the duty of institutional investors and asset managers to consider sustainability factors and risks in the investment decision process are neither sufficiently clear nor consistent across sectors".<sup>100</sup> Thus, the Commission's rationale was twofold: first, "institutional investors and asset managers still do not systematically consider sustainability factors and risks in the investment process", and, second, they "do not sufficiently disclose to their clients if and how they consider these sustainabil-

<sup>96</sup> See EU Commission Action Plan 2018, *op. cit.*

<sup>97</sup> See A. ENRIA, *Just a few bad apples? The importance of culture and governance for good banking*, (speech), Conference of the Federation of International Banks in Ireland, 2019, <https://www.banking-supervision.europa.eu/press/speeches/date/2019/html/ssm.sp190620-f9149fe258.en.html>.

<sup>98</sup> *Id.*

<sup>99</sup> C.R. SUNSTEIN, *On the Expressive Function of Law*, in 144 *U. Pa. L. Rev.* 2021, 1996, 021-2053.

<sup>100</sup> See EU Commission Action Plan, 2018, 8.

ity factors in their decision-making”.<sup>101</sup> Thus, disclosure to investors is more the outcome of a deeper process, and may be perfunctory in nature, and ineffective in practice, unless sustainability is prioritized also within a firm’s internal processes.

58. Yet, as we move from the Commission’s broader goals set in its Action Plan to ESMA’s more concrete Consultation Paper on the integration of sustainability risks and factors into MiFID II, the agency takes a more hesitant view towards any comprehensive change in firms’ organizational requirements to adjust them to the needs of sustainability. Yes, the idea should be to ensure that firms “incorporate ESG considerations within their processes, systems and controls in order to ensure the investment and advisory process correctly takes them into account”,<sup>102</sup> but at the same time comprehensive changes in the MiFID framework should be avoided.<sup>103</sup>

59. To be fair, ESMA’s proposals are well directed, structurally based, and touch upon the “three lines of defence”. They discuss intermediaries’ duties when assessing an investment’s suitability for a client<sup>104</sup> (front line); they accompany these points about the firm-client relationships with proposals to change “product governance”,<sup>105</sup> and top these up with proposals of structural changes in general organizational requirements of investment firms, their risk management, and a new perspective on conflicts of interest to ensure that ESG goals are taken into consideration.<sup>106</sup> The approach of ESMA’s Consultation Paper was maintained in ESMA’s Final Report.<sup>107</sup>

60. The approach’s rationale is correct: proposals try to incorporate sustainability goals not only as relational tools shaping the rapport with investors, but also as structural tools, shaping the internal organization of firms, to effect top-to-bottom (or bottom-to-top) change. Still, from the perspective of law’s “expressive” function, the message is not always as clear-cut. ESMA has expressed the need to change specific provisions, but balked at the prospect of effecting comprehensive change, and include sustainability as a key factor across organizational provisions.<sup>108</sup> This impression of ambivalence is reinforced if we consider ESMA’s advice from the perspective of the “bad man”.

---

<sup>101</sup> *Id.*

<sup>102</sup> See 35-43-1210 ESMA, *Consultation Paper. On integrating sustainability risks and factors in MiFID II* (2018) §2 (*Organisational requirements*), at 6, <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-integrating-sustainability-risks-and-factors-in-mifid-ii> [hereafter: ESMA Consultation Paper MiFID II and Sustainability Risks].

<sup>103</sup> *Id.*

<sup>104</sup> *Id.*, *supra*, note 103, at §4 (*Suitability*).

<sup>105</sup> *Id.*, *supra*, note 104, at § 3 (*Product Governance*).

<sup>106</sup> *Id.*, *supra*, note 105, at 5, 8 and 12, and p. 11, with references to the proposed changes in Arts. 21, 23 and new Recital (59bis) of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (Text with EEA relevance), 2017 O.J. (L87) [hereinafter MiFID II Delegated Regulation].

<sup>107</sup> See 35-43-1737 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 2019, <https://service.betterregulation.com/document/385225> [hereinafter ESMA Final Report MiFID II and Sustainability Risks].

<sup>108</sup> See ESMA, *Consultation Paper MiFID II and Sustainability Risks*, *cit.*:



61. Consider *risk management*, where ESMA proposed to amend the homonymous article 23 of MiFID II Delegated Regulation,<sup>109</sup> by including at the end of the provision regulating firms' duty to establish adequate risk policies the need that those firms "take into account" sustainability risk.<sup>110</sup> A new recital would stress this point by involving different bodies and decision levels within the firm,<sup>111</sup> while another recital should stress that firms should take into consideration conflicts of interest arising from "the distribution of sustainable investments" to avoid using this "as an excuse to sell own-products or more costly ones, or to generate churning of clients' portfolios, or to misrepresent products or strategies as fulfilling ESG preferences where they do not".<sup>112</sup> Then, proposals on product governance would require that a product "meets the identified needs, characteristics and objectives of the target market, including by examining the following elements: [...] (b) the financial instrument's ESG characteristics (where relevant) are consistent with the target market;" an idea that is reinforced by the duties imposed to manufacturers and distributors of financial products to ensure that these are consistent with "the needs, characteristics and objectives, and ESG preferences (where relevant)".<sup>113</sup> What is the combined message conveyed by these proposed changes? How are they likely to be perceived by their addressees, and how would they be perceived by a bad man?

62. Considering that ESMA seemed to confirm participants' views that its approach was principles-based, and that it was not trying to tell firms how to weigh sustainability factors in risk management or product governance,<sup>114</sup> the above measures can be interpreted in at least three different ways: (i) sustainability factors should pervade risk assessment and product design and distribution as a whole; (ii) sustainability factors should influence risk assessment and product design and distribution only for instruments affected by climate-based risks (e.g. instruments issued by companies in exposed

---

ESMA considers that the suggested change to Article 23 of the MiFID II Delegated Regulation meets the objectives set out in the Commission's request for advice, in terms of organisational requirements. However, introducing sustainability risks in other articles of the organisational requirements section does not appear appropriate. In other articles of this section, the concept of 'risk' is only referred to very broadly or not mentioned at all. Therefore, singling out sustainability risks (amongst the various risks that are relevant for firms) is unnecessary to achieve the Commission's objectives and would be disproportionate. This approach does not preclude the possibility for ESMA to provide investment firms with further guidance in the future on this matter if need be (for example, through new Q&As).

<sup>109</sup> See ESMA, *Final Report MiFID II and Sustainability Risks*, cit., 16.

<sup>110</sup> See Article 23 (1) (a) of MiFID II Delegated Regulation, *op. cit.*, (currently reads:

Investment firms shall take the following actions relating to risk management: (a) establish, implement and maintain adequate risk management policies and procedures which identify the risks relating to the firm's activities, processes and systems, and where appropriate, set the level of risk tolerated by the firm". The proposal would add the following: "In doing so, investment firms shall take into account sustainability risk (underlined added).

<sup>111</sup> See ESMA, *Final Report MiFID II and Sustainability Risks*, cit., at 16: "compliance function, internal audit function, management body and senior management should also consider aspects related to sustainability risk in their respective duties".

<sup>112</sup> See ESMA, *Final Report MiFID II and Sustainability Risks*, cit., 16.

<sup>113</sup> *Id.*, 21, (reformed Arts 9(14), 10(2) and 10(5) of MiFID II Delegated Regulation, cit.).

<sup>114</sup> See ESMA, *Final Report MiFID II and Sustainability Risks*, cit., at 5, 18 and 19.

sectors); or (iii) sustainability factors should influence a firm's assessment only for investors who have expressed sustainability-related preferences.

63. Far from mere semantic differences, approach (i) would result in top-to-bottom adjustment and influence how all products are presented to investors; approach (ii) would force a more careful analysis, but only of industries exposed to climate risk, which would introduce a bias towards climate-adaptation, but not climate-mitigation, i.e. it would discount firms exposed to climate risk, but not to the firms causing the problem in the first place; and approach (iii) would segregate clients, and shape decisions on product manufacturing and distribution, and risk assessment only for the market niche of ESG-conscious investors.

64. These hypothetical understandings would reflect different views about the meaning of "voice": under one view investors should be given "voice" when they have expressly asked for it. Under another, sustainability would be considered relevant enough in and of itself to be incorporated into the internal processes of the firm. This, in turn, would result in making the issue "salient" to investors, and possibly "nudge" them to consciously evaluate their preferences.<sup>115</sup> The intermediate option (option (ii)) would simply expand the intermediary's time horizon of risk assessment. A "pure rationality" perspective would consider all the views to be equivalent. A behavioural approach would consider them radically different. If we believe that choices are more meaningful when the chooser is aware of the different options, the contrast between options would be tantamount to comparing a solution that tackles the full market of financial instruments, or a marginal part of it.

65. Unfortunately, the proposals do not clarify what kind of vision is being enacted. The same textuality in regulatory rules can give rise to very different implementations, depending on how supervisors (and firms) interpret the meaning of the rules, a process in which the rules' expressive function is crucial. The proposed approach consists in targeted reforms of very specific rules, without a clear statement about the need to accompany those by deeper, more comprehensive and consequential change. This does not send a clear message and can hinder the rules' efficacy in changing financial firms' overall culture.

3. *Financial intermediaries' fiduciary duties (II): external perspective.* – 66. The internal perspective of firms' processes needs to be accompanied by an analysis of their "external" interplay with investors and firms. These are shaped by firms' "fiduciary duties", and their interplay with regulatory duties contained in MiFID II or IDD rules. "Fiduciary" duties, such as the duty of care, duty to look after clients' interests, or conflicts of interests, are anchored in private law,<sup>116</sup> and follow a "principal-agent"

<sup>115</sup> R. H. THALER-C.R. SUNSTEIN, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, Penguin Books, 2009.

<sup>116</sup> See, e.g. V. COLAERT-M. PETERS, *Is There a Case for a Cross-Sectoral Duty of Care for the Financial Sector?*, in Veerle Colaert et al. (eds.), *Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019, 319-341 and, in that same volume, D. BUSCH et al., *An 'Assist-Your-Customer Obligation' for the Financial Sector?*, in Veerle Colaert et al. (eds.), *Financial Regulation. Levelling the Cross-*

logic: special duties or checks-and-balances on decision-making are needed, or otherwise the asymmetry of information will be too great, and investors' interests will not be served.<sup>117</sup> Yet, the tendency of MiFID II or IDD rules is to use the principal-agent logic for inspiration, but use a market-design logic for implementation, and concentrate on mandatory rules that dictate firms' structures and procedures.<sup>118</sup> This may enhance certainty about internal changes, but makes it hard to visualize how firms will actually behave externally i.e. vis-à-vis their investors. It is more difficult to surmise how fiduciary duties can be expanded to encompass sustainability<sup>119</sup> absent a clear message. When it comes to the incorporation of sustainability goals to firms' behaviour, policy-makers' attitudes seem hesitant.

67. There is, in the first place, the traditional trade-off between short- versus long-termism. While green finance is on top of the agenda, it will have to face down market pressure to be effectively implemented:<sup>120</sup> maximization of short-term goals can result in unsustainable investments, while investment in ESG goals require a long-term orientation.<sup>121</sup> Unless long-termism is effectively incorporated in the decision-making feedback loop sustainable investments stand little chance. To correct short-termism in the financial sector the European Commission requested European Supervisory Authorities (ESAs) to develop an action plan intended to be used as a basis for considering potential future policy options.<sup>122</sup> In particular, the ESAs are expected to (1) investigate sources of market pressure on the financial sector; (2) assess to what extent short-termism can be considered a disruptive effect; and (3) provide advice in those areas where regulators can address the issue.

---

*Sectoral Playing Field*, 2019, at 343-375. See also D. BUSCH-G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017.

<sup>117</sup> M. LAMANDINI-D. RAMOS, *EU Financial Law*, Wolters Kluwer-CEDA, 2016, 511-530, 647-663.

<sup>118</sup> *Id.*, 733-742. (For the distinction between "market-reliant", "principal-agent" and "market design"). See also *Id.*, Preface, at XXXI-XL.

<sup>119</sup> See ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, 2017, 45-50, <https://www.oecd.org/cgfi/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>. (According to the OECD, in common law jurisdictions, many asset owners consider fiduciary duties as an obstacle to ESG integration (narrow interpretation of fiduciary duty). Nonetheless, the OECD also posits that: "narrow interpretation of fiduciary duty, which excludes non-financial factors from both portfolio management and from the assessment of beneficiaries' interests, is out of step with legal opinion and regulation, which no longer aim to exclude the possibility of integrating ESG factors into investment governance").

<sup>120</sup> ESMA has already been identified market pressure as an obstacle to green finance's development. See EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Survey on undue short-term pressure on corporations from the financial sector*, (2019), at 1, <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/collection-evidence-undue-short-term-pressure-financial-sector-corporations> [hereinafter ESMA Survey Explanatory Note].

<sup>121</sup> See ESMA Survey Explanatory Note, cit., 1. (Responses of asset managers to the ESMA's questionnaire that reject the definition of short-termism gave by ESMA are available at: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/collection-evidence-undue-short-term-pressure-financial-sector-corporations>).

<sup>122</sup> See EUROPEAN COMMISSION, CALL FOR ADVICE TO THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES TO COLLECT EVIDENCE OF UNDUE SHORT-TERM PRESSURE FROM THE FINANCIAL SECTOR ON CORPORATIONS, [https://eiopa.europa.eu/Publications/Advices/190201-call-for-advice-to-esas-short-term-pressure\\_en.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Advices/190201-call-for-advice-to-esas-short-term-pressure_en.pdf) (last visited May 22, 2020).

68. *Engagement.* Shareholder engagement should be a key part of this process. Excessive short-termism can only be corrected (and sustainability incorporated across the board) if channels are open for shareholders to communicate concerns and influence senior management and company boards,<sup>123</sup> or directly dictate policy by proxy voting, if guided by comprehensive ESG guidelines.

69. Yet, some concerns remain. Many investors tend to be rationally apathetic. Activist investors can aid long-term goals, but also hinder them, if their preferences are short-term, and not sustainability oriented. Boards have great discretion to interpret shareholder resolutions or weigh their relevance and can decide that they do not address a “significant policy issue” for a company.

70. In this sense, the problem is not in what the current initiatives say, which is good, but what they do not say. First, no mention is made to a possible link between ESG goals and investment managers’ fiduciary duties.<sup>124</sup> Second, there is no clear framework by which institutional investors can integrate ESG factors into their self-perceived duties, despite those investors’ are a major influence in corporate governance, and corporate governance is what ultimately determines the success or failure of strategic changes, (including shifts toward sustainable investments).<sup>125</sup>

71. A “green fiduciary standard” would not need new specific duties; only an expanded, more enlightened understanding of the meaning of the duties of care and loyalty. Financial firms, including institutional investors, investment managers and advisors of different kinds form the links of the investment chain that connect issuing firms with the public. Only if these entities perceive that their fiduciary duties comprise the obligation to ensure that end-investors are aware of the risks, and can communicate their ESG preferences and expectations in the advisory process,<sup>126</sup> and that issuers are made

---

<sup>123</sup> According to ESMA, “engagement is defined as any monitoring and interaction by institutional investors with investee companies, including the exercise of voting rights and other activities to influence the investee company such as activist strategies”. See ESMA Survey Explanatory Note, cit., 4. Directive 2017/828 of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, 2017 O.J. (L132) [hereinafter Revised Shareholder Rights Directive] (adopted by the EU in 2017, strengthens shareholders’ rights and encourages more long-term shareholder engagement).

<sup>124</sup> *Id.*, 7. (The Commission received eight responses to the inception impact assessment on institutional investors and asset managers’ duties regarding sustainability (13 November 2017 to 11 December 2017). All of them supported the Commission’s work to ensure that sustainability factors are assessed, consistently taken into account and disclosed by institutional investors and asset managers. Moreover, they all referred to issues such as transparency and disclosure, supervision of ESG integration, clarity of investors’ duties in the existing EU legislation, comparability and reliability of available data or risk management and governance arrangements).

<sup>125</sup> “It is clear that the universe of board rules with which listed companies must comply has been significantly extended by the corporate governance rules”. See P. DAVIES, *The Board of Directors: Composition, Structure, Duties and Powers, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, (speech), Nov. 7-8, 2000, 29, <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857291.pdf>.

<sup>126</sup> Moreover, since institutional investors and asset managers shall act in the best interest of their clients and, in doing so, they undertake to assess which investment products are more suitable for final investors. The Commission conducted targeted interviews with stakeholders (January to February 2018). 23

aware of end-investors concerns, and financial firms' own perspective, will reforms give rise to a better, more constructive, engagement process. This perception, however, cannot be nurtured unless the law sends a clear message of comprehensive change. As we saw in the previous section, a piecemeal approach, based on targeted amendments of specific rules, does not suffice.

72. The conflict between the clear awareness that a narrowness of decision-making perspective in each of the individual links can, once combined, cause massive problems in the aggregate, and the struggle to tackle the problem by re-allocating responsibilities across the investment chain is not something new. After the financial crisis an inquiry in the United Kingdom exposed the risks of short-termism and compartmentalization across the investment chain, and the resulting Kay Review advocated for fiduciary duties that enhanced regulatory standards, were not contractually overridden, and applied across the investment *chain*.<sup>127</sup> Yet, the Law Commission's Report that followed<sup>128</sup> concluded that fiduciary duties as they stood did not follow this pattern, nor were they likely to do so: courts were reluctant to impose fiduciary duties beyond regulatory duties, e.g. in contracts with professional clients, allowed fiduciary duties to be contractually overridden, and configured by the contract, and did not apply them beyond the specific relationship.<sup>129</sup>

73. Legislators are cautious even when what is at stake are shareholders' (i.e. not bondholders') rights, which are the linchpin of directors' fiduciary duties, and should thus be a top priority when regulating how financial intermediaries make directors accountable for the exercise of those duties. The Shareholders' Rights Directive, which was reformed in 2017 to favour shareholder engagement, included rules on institutional investors and asset managers "engagement policies".<sup>130</sup> However, these (1) are primarily transparency duties, i.e. institutional investors and asset managers have to "develop and publicly disclose an engagement policy that describes how they integrate shareholder engagement in their investment strategy"; and (2) based on a comply-or-explain logic, i.e. investors/managers can develop and disclose the policy, or explain why they choose not to.<sup>131</sup>

---

entities were interviewed. The vast majority of interviewed entities confirmed the need to clarify at EU level whether institutional investors' and asset managers' duties involve assessing ESG-related risks and taking them into account if they are relevant. See Committee on Economic and Monetary Affairs, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, (Nov. 2018), § 3, (*Stakeholder consultation*), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0354>. See *supra*, note 91.

<sup>127</sup> See J. KAY, *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*, JULY 2012, [hereinafter Kay Review].

<sup>128</sup> 350 LAW COMMISSION, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, 30, 2014.

<sup>129</sup> For a summary of the comparison, see M. LAMANDINI-D. RAMOS, *op. cit.*, 674-675.

<sup>130</sup> "[I]ncluding strategy, financial and non-financial performance and risk, capital structure, social and environmental impact and corporate governance, conduct dialogues with investee companies". See Art. 3g (1) (a) of Revised Shareholder Rights Directive, *op. cit.*

<sup>131</sup> See Article 3(g) of Shareholders Revised Rights Directive, *op. cit.*

74. Legislative attitudes (cautious or bold), and institutional investors' incentives will ultimately decide whether changes in company culture will take place. Institutional investors are the main bridge between companies and the public, and differently perceived fiduciary duties could push them towards deeper, more constructive engagement: emphasizing "voice" over "exit" would also help effect granular change, since institutional investors work with data and precise and objective information, rather than subjective perception.

75. And yet, the Kay Review already suggested that "[t]he structure of the industry favours exit over voice, and gives minimal incentives to analysis and engagement", even though all asset managers accepted that engagement was part of the duties of institutional investors.<sup>132</sup> If this was the situation when pure financial risk was involved, what are the chances of a more constructive engagement on sustainability? O.W. Holmes' "bad man" would not hesitate in his answer.

4. *Sustainability and coordination problems: "green" trustees and proxy advisors?* – 76. Perhaps, if asset managers and conventional financial intermediaries do not see their role in a different light, the answer might be in entrusting specialized parties with that task. After all, one can see the investment public's problem as a combination of (i) an information problem (of information availability, and, more important, saliency); and (ii) a coordination problem to make their voice heard. Financial intermediaries can tackle both, but if we focus on the latter, it is possible to draw useful lessons from the example of parties that specialize in addressing coordination problems for "conventional" financial promises: trustees (for debt instruments) and proxy advisors (for equity instruments).

77. In regular bond offerings the indenture/debenture/bond trustee (hereafter: bond trustee) helps overcome the coordination problem between multiple investors, especially upon the enforcement of their interests upon default.<sup>133</sup> The underpinning problem is that the function of the trustee, which is relevant and comprehensive (i.e., to represent investors' interests), often contrasts with the contractual stipulations that regulate that role, which are narrow and formalistic.<sup>134</sup> Courts have tried to solve this dilemma by focusing on the trustees' implied duties, and distinguishing between a pre-default stage (where duties are more ministerial) and post-default stage (where duties are more expansive).<sup>135</sup> Scholars have concentrated on courts' standard of review; some have ar-

<sup>132</sup> See Kay Review, *op. cit.*, 5.34.

Many respondents clearly regarded engagement with companies as a cost. One of the largest UK asset managers, with both active and passive funds under management, told us that "engagement with investor companies requires investment of time and resource which can be seen as an encumbrance in a situation where mandates are being awarded based on fees.

<sup>133</sup> See ICMA & NAFMII, *International Practices of Bond Trustee Arrangements* (2018).

<sup>134</sup> D. RAMOS MUÑOZ, *In Praise of Small Things: Securitization and Governance Structure*, in 5 *Cap. Mkt. L.J.* 363, 2010, 370.

<sup>135</sup> In the United States some courts have considered bond trustees contract-based, and only pseudo-fiduciary in nature (see *Hazard v Chase National Bank*, 159 Misc 57, 287 N.Y.S. 541 (S Ct 1936), or, more recently, *AG Capital Funding Partners, L.P., et al. v. Street Bank and Trust Company*, N.Y. 3d WL 2510628 (2008)) while others have considered their role as more imbued of fiduciary duties than that of

gued that bond trustees should be subject to the “business judgment rule” to promote a more managerial approach,<sup>136</sup> while some of us are more reluctant and prefer a case-by-case approach, based on the trustee’s function in the bond offering.<sup>137</sup>

78. In this light, one clear inference is that sustainability goals would require a more engaged role by the trustee during the lifetime of the offering. The trustee would have to promote steady information flows to acquaint investors with the ways in which an issuer plans to give effect to its “green promises”, and, conversely, to help them voice their concerns. All this would ensure that bondholders have a “voice”, and that issuers can provide more granular information to enhance reliability and trust. This, in turn, would require some re-conceptualization of the trustee’s role into an effective monitoring trustee, like those used by the European Commission to verify the fulfilment of engagement taken by private parties in the form of remedies under State aids or competition rules. Unlike financial promises, “green” promises are less binary, the notion of “default” more elusive, and thus the distinction between “pre- and post-default” duties more fluid, also because default may not automatically lead to acceleration, but to a careful weighing of options. This would influence the duties, but also other aspects, notably the fees.

79. The possibility of a “green trustee” would be even more important in the context of securitized or other structured debt, where what is monitored is not a single debtor, but a pool of loans, which may need more expertise. Securitization specialties were considered relevant enough by some rating agencies in the past to advocate a stronger role for the trustee in normal securitizations, despite the main promise was a financial promise, and default was more easily identifiable. In securitised “green debt” it would be difficult to resist the need towards a specialized role that could address bondholders’ coordination problem in a definitely more complex context.

80. And yet, the Sustainable Finance Action Plan does make any mention of the possibility to use “green trustees”, or similar mechanisms to address bondholders’ coordination problem.

81. Another promising avenue seems that of proxy advisors, for equity instruments. Their role is precisely to advise shareholders, or institutional investors on voting policies.<sup>138</sup> EU rules on proxy advisors only require them to adhere to a code of conduct,

---

“normal” trustees (see *Dabney v Chase National Bank*, 196 F2d 668 (2d Cir 1952), appeal dismissed, 346 U.S. 863, 74 S. at 102, 103, 98 L Ed 374 (1953), or, more recently, *Beck v. Manufacturers Hanover Trust Co.*, 650 F. Supp. 48 (S.D.N.Y. 1986)). What seems to be accepted is that pre- and post-default stages is the main distinction. In the United Kingdom, some courts have discussed whether duties and liability can be excluded by contract, with some courts reaching an affirmative conclusion (*Citibank v MBIA Citibank NA v MBIA Assurance SA & Ors* [2006] EWHC 3215 (Ch) (Eng)) while some statutory rules seem to exclude it (see, e.g. UK COMPANIES ACT, §750 (2006) (Eng)). D. Ramos Muñoz, *supra*, note 134, at 393-396.

<sup>136</sup> S. L. SCHWARCZ, *Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee*, in 59 *Ala. L. Rev.* 1037 (2007-2008), at 1037-1073.

<sup>137</sup> D. RAMOS MUÑOZ, *op. cit.*, at 386.

<sup>138</sup> Art. 2(g) of the Revised Shareholders Rights Directive, *supra*, note 123, defines a “proxy advisor” as “a legal person that analyses, on a professional and commercial basis, the corporate disclosure and, where

or explain why they do not do so, and to disclose information concerning their information, methodology, procedures, dialogue with the companies, management of conflicts of interest.<sup>139</sup> Different proxy advisors are already adhering to codes that promote sustainability,<sup>140</sup> which means that they can put pressure on others to do the same. How much institutional investors will heed their advice,<sup>141</sup> and how much company directors will heed institutional investors' views remains to be seen, but at least this represents an open channel to voice shareholders' sustainability concerns. It is however critical, in this perspective, that proxy advisors base their views on a thorough and rational understanding of the true green impact of company's decisions, and not just on a complacent, only declaratory adherence to green promises if we want to achieve a knowledge-based transition to a credible green new paradigm, and not just a green rhetoric in and for the boardrooms.

82. The re-shaping of the EEA's role in the terms we cited above<sup>142</sup> could also immensely help in this, by including the possibility for the EEA to act as appointing, or certifying, authority of green trustees and a joint supervisor of proxy advisors. This mandate would be governed by the Regulation of the EEA, in particular, by the provision establishing that the EEA shall provide "the necessary technical and scientific support".<sup>143</sup> Therefore, the EEA could provide ESMA with technical support by acting as a joint supervisor of green gatekeepers (e.g., green rating agencies) and of proxy advisors.

83. First, the EEA (i) is an independent agency which (ii) collects environment data and uses it to stimulate the development of techniques to implement adequate environmental protection and restoration policies (preventive measures).<sup>144</sup> Second, whereas trustees represent bondholders' interests green trustees should ensure that investors get access to proper sustainable information and heed investors' concerns. For that reason, the EEA is an adequate institution to align issuers and bondholders' positions in order to address the coordination problem cited.

84. The same logic would apply for proxy advisors. The EEA collects and process relevant data in order to provide complete, reliable and comparable information on environmental matters. The EEA's technical knowledge on environmental matters contribute the creation of a uniform code of conduct for green promises which proxy advisors should adhere to. Likewise, the EEA can monitor and report on the suitability of

---

*relevant, other information of listed companies with a view to informing investors' voting decisions by providing research, advice or voting recommendations that relate to the exercise of voting rights".*

<sup>139</sup> Art. 3(j) of the Revised Shareholders Rights Directive, *op. cit.*, 123,138.

<sup>140</sup> See INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS), *International Sustainability Proxy Voting Guidelines*, 2019.

<sup>141</sup> Some authors suggest that their influence may be overestimated. See G. BALP, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, 14 *Eur. Comp & Fin. L. Rev.* 1, 2017, 1-36.

<sup>142</sup> See section §3.5.

<sup>143</sup> See Art. 1.2 (b) of Regulation on the EEA, *op. cit.*

<sup>144</sup> See Art. (i)-(k) of Regulation on the EEA, *op. cit.*



the information disclosed by proxy advisors by monitoring the information that proxy advisors disclose and analyse whether it is suitable for further uses aimed at facilitating sustainable investments.

5. *Sovereigns, public finances and environmental sustainability: from “exit” to “voice”?* – 85. If the peculiarities of public finances make “exit” mechanisms more difficult, the challenge is even greater with “voice” based mechanisms. After all, sovereignty means that states cannot meddle in each other’s affairs, and the democratic principle means that a state is accountable to its citizens, and not to other states.

86. And yet, we cannot ignore the precedents that allow EU institutions to have a “voice” in the fiscal policies of other states. This occurs in the case of the Eurozone Stability and Growth Pact.<sup>145</sup> This includes a framework for strengthening coordination and surveillance of budgetary discipline,<sup>146</sup> including a preventive arm,<sup>147</sup> and a corrective arm, in the form of an institutional structure for “excessive deficit procedures”.<sup>148</sup> The latter includes quite intrusive rules, which allow the surveillance by the European Commission and Council in the budgetary process.<sup>149</sup>

87. This structure is based on a series of rules inspired on the goal of “sound” budgetary policy, and debt “sustainability”.<sup>150</sup> It appears that, if the objective is sufficiently important so as to compromise the stability of the countries concerned, they are ready to accept the monitoring of a core part of their sovereignty.

---

<sup>145</sup> See Arts. 121, 126 and 136, and Protocol 12 TFEU.

<sup>146</sup> Art. 136 TFEU.

<sup>147</sup> See, e.g. Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, 1997 O.J. (L209).

<sup>148</sup> Art. 126 and Protocol 12 TFEU. See also Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, 1997 O.J. (L209), or Council Regulation (EC) No 479/2009 of 25 May 2009 on the application of the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to the Treaty establishing the European Community, 2009 O.J. (L145).

<sup>149</sup> See for example Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States, 2011 D.O (L306). See also Regulation 472/2013 of 21 May 2013 on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States in the euro area experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability, 2013 D.O. (L140), and Regulation 473/2013 of 21 May 2013 on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area, 2013 D.O. (L140) [hereinafter Regulation 472/2013 and Regulation 473/2013 are the Two-Pack Regulation].

<sup>150</sup> Sustainability is already the key concept in both Two-Pack regulations, *supra*, note 149. See e.g. Art. 1 (1) (a), 2(1) or 6 of Regulation 472/2013, or Recitals (17), (24), (27), (32), or Arts. 5 (2) (c) 7 (4) or 9 (2) Regulation 473/2013. Art. 6 of Regulation 472/2013, *cit.*, already indicates that “[t]he assessment of the sustainability of the government debt shall be based on the most likely macroeconomic scenario [...] using the most up-to-date information [...] The Commission shall also assess the impact of macroeconomic and financial shocks and adverse developments on the sustainability of government debt” (underlined added), while Art. 7 (4) of Regulation 473/2013 provides, for the assessment of the draft budgetary plan, that “The overall assessment shall include sensitivity analyses that provide an indication of the risks to public finance sustainability in the event of adverse economic, financial or budgetary developments” (underlined added) and Art. 9 (2) of the same Regulation provides that the economic partnership programme, “shall identify and select a number of specific priorities” to address “structural weaknesses in the Member State concerned”.

88. If environmental sustainability is truly “this generation’s defining task”,<sup>151</sup> which means that there is hardly any goal more important, there should be room to build on existing monitoring structures, to use “voice” mechanisms, such as monitoring by Commission and Council, to ensure that, at least in closely integrated areas, such as the Eurozone, fiscal spending is oriented towards fulfilling the Paris Climate goals. As a matter of principle, this would only require re-interpreting the references to “fiscal sustainability” in a broader sense, which also encompasses environmental sustainability. Considering the nature that environmental shocks can have in finances, both private and public, the link between environmental risk, financial risk, and fiscal sustainability should not be hard to establish.

89. As a matter of policy... and politics, though, this would be a drastic “cultural” change, not due to the link between climate risk and fiscal/financial risk (which is solid) but to states’ mutual trust to openly discuss their tax-and-spend policies’ environmental impact (which is weak).

V. THE BIG QUESTION MARK: “COERCION-BASED MECHANISMS”, ENFORCEMENT AND PRUDENTIAL RULES.

INSTRUMENT	COERCION
Bonds (corporate debt) Structured (securitised) debt	Prospectus liability
	Prudential rules. “Brown penalising factor”
	Central banks & sustainability
Shares & equity instruments	Business judgment rule Duty of loyalty and company interest
	Sovereign stability mechanisms & sustainability Prudential rules. “Brown penalising factor”

90. “Exit” and “Voice” are the two mechanisms identified by Alfred Hirschman as the possible reactions to discontent with organizations. As already noted, he emphasized that economists, with their emphasis on competition, neglected the role of “voice”, while political scientists, with their interest in political participation, neglected the role of “exit”.<sup>152</sup> Yet, following this logic, economists, political scientists and Hirschman himself would be neglecting the role of enforcement and other coercion mechanisms that are lawyers’ bread-and-butter. We offer a preliminary (and thus brief) analysis on the difficulties associated to coercion-based mechanisms, both direct and indirect, which explains the preponderance of “dark grey” and “black”. Among “direct” coercion mechanisms we include the liability arising from falsehoods contained in a prospectus, or other public information (for debt instruments) (5.1.) as well as from a breach of (reshaped) duties of care and loyalty (for equity instruments) (5.2.). In this

<sup>151</sup> See the Green Deal Communication, *op. cit.*

<sup>152</sup> See A.O. HIRSCHMAN, *op. cit.*, 90.

section, however, we also discuss the potential of “indirect” coercive mechanisms, such as the application a “brown penalizing factor” under prudential rules or in central bank (bond purchase) policies (5.3.) or in sovereign debt markets (5.4.).

1. *Direct coercion (I). Green default and liability for misstatements.* – 91. When we approach the issue of liability resulting from a failure to comply with the “green promise” we need to differentiate between the liability resulting from “default”, as contemplated by the bond instrument, and the liability arising from false information contained in the prospectus, or the information periodically disclosed to the market.

92. Liability resulting from a “green default” is primarily contractual, and, as such, will be articulated in the offering documents themselves. These must determine how to assess a specific default, i.e. whether it is serious enough to result in an increase in the cost of debt, or in the acceleration of payments. Yet, preliminary evidence is not encouraging. Although some have highlighted the possibility of investors seeking damages for a “green default”,<sup>153</sup> others point out that, since use of proceeds, ongoing maintenance or withdrawal of second-opinion reviews and annual reporting are not included as direct covenants in the terms and conditions of the bonds, failure to use bond proceeds for green projects (even deliberate mis-use), inadequate (or non-existent) reporting are not events of default, or events that allow acceleration or early redemption, nor are they step-up events, which trigger an increase in payable coupons.<sup>154</sup> It is hard to overemphasize the importance of this: if the final sanction is unavailable, this affects the credibility of any “voice-based” mechanism (e.g. trustee, financial intermediaries’ pressure) that ultimately rests upon the enforceability of the basic “green promise”.

93. The impact of sustainability on prospectus liability is even more uncertain. The Prospectus Regulation requires the inclusion of “material” information or risk factors that could have affected the investment decision of the beneficiary or investor,<sup>155</sup> and attaches liability to the issuer, offeror or person responsible for drawing up the prospectus when that information is false or makes omissions likely to affect its import.<sup>156</sup>

94. However, whether a risk is material or not is a matter of interpretation that would depend on the information published by the issuer and the preferences demanded by the investor. This creates a double problem, in relation with the disclosure duties for “green instruments”, and in relation to climate-related, or sustainability risks in general.

---

<sup>153</sup> KPMG, *Sustainable Insight Gearing up for green bonds*. KEY CONSIDERATIONS FOR BOND ISSUERS, 2015; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, 2015, 12.

<sup>154</sup> M. DORAN-J. TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, in *Int'l Fin. L. Rev.*, 2019, <https://www.iflr.com/Article/3893838/Critical-challenges-facing-the-green-bond-market.html>.

<sup>155</sup> See Prospectus Regulation, *op. cit.*, 23, (Recitals (41), (54), (66), and Art. 6(1)).

<sup>156</sup> See Art. 11 of Prospectus Regulation, *op. cit.*, 23.

95. In relation to green instruments, the Prospectus Regulation makes no mention of the need that the issuer, offeror or similar party includes information of the extent to which the offering serves a green purpose in the prospectus. The “green” use of the proceeds may be the key feature of green bonds offerings, but absent a clear legal obligation, the issuers/offerors will have a strong incentive to include as much information as possible outside the prospectus, e.g. during road shows, and to relax the application of “green” verification and reporting standards on an ongoing basis.<sup>157</sup>

96. This also raises important doubts on a liability scenario. Aspects such as what makes a bond “green”, or how proceeds may be used, will likely be key information for investors when weighing investment options, but to what extent is less clear. For instance, if only the 80% of the proceeds are allocated in strict accordance with the pre-defined criteria, that percentage might not satisfy the investment criteria for some green bond investors but might do so for others. What would happen if an investor who purchased a green bond argued that the issuer’s disclosure was misleading with respect to what made the bond “green”? The only available source in the current Prospectus Regulation is the civil liability regime, whose application depends on the national regulation of each Member State<sup>158</sup> and which applies to the persons responsible for the information given in a prospectus in case of omitting material information (misleading).

97. Another problem would concern the sustainability risk associated to instruments that are not “green bonds”, but have a strong sustainability link because (i) the company makes assurances in that respect, even if it does not wish to categorize the instrument as a “green bond”, or (ii) because the company itself has pledged a strong commitment to sustainability; or simply (iii) because the company itself is exposed to sustainability risk. One can argue that climate-conscious investors would like to receive information not only about the business’ financial condition, but also about the underlying activity. Yet, it is unclear whether the failure to disclose green goals would attach civil responsibility on the basis of omitting material information or providing inaccurate or inconsistent information.<sup>159</sup> Existing guidelines on non-financial information do

---

<sup>157</sup> C. GARGARO *et al.*, *EU Sustainable Finance Regulation, White & Case Client alert*, 2019, <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2019-06/eu-sustainable-finance-regulation.pdf>.

<sup>158</sup> See Art. 11(2) of the Prospectus Regulation, *cit.* (It establishes that “Member States shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on civil liability apply to those persons responsible for the information given in a prospectus”).

<sup>159</sup> The formal answer to the question of whether sustainability can be a source of “material” falsities or omissions is “yes”. Recital (54) of the Prospectus Regulation, *supra*, note 23. (It states that:

“Among others, environmental, social and governance circumstances can also constitute specific and material risks for the issuer and its securities and, in that case, should be disclosed. To help investors identify the most material risks, the issuer should adequately describe and present each risk factor in the prospectus. A limited number of risk factors selected by the issuer should be included in the summary.

Yet, there are no further indications as to what constitutes a “material” omission, e.g. whether this would concern solely situations where the firm directly suffers environmental risk (e.g. a company affected by food prices, or a construction company affected by the risk of drought or floods), or also comprise cases where the company contributes to climate change, and is subsequently penalized by sanctions or punitive regulation, or even by worsening market perception”).

not provide a sufficiently clear basis.<sup>160</sup> Terms such as “material”, “inaccurate” or “inconsistent” should be interpreted on a case by case basis given that they are not defined in those rules.

98. Even if the falsity or omission is considered “material” another relevant question is what damage may be requested, and the cause-and-effect relationship with the falsity. In conventional, plain-vanilla bonds the expected returns are financial, and thus there will be a direct relationship between, say, a falsity that affects the financial performance of the bonds, and the market price of those bonds, so that there will be some objective elements to assess the damage. In the case of “green bonds”, or instruments where the investment decision is partly motivated by the use of proceeds, the harm resulting from relevant falsities or omissions cannot, in purity, be assessed by reference to the decrease in market price, or any other market-imposed penalties. It is an opportunity cost, in the sense that the investor would have been better investing her money someplace else. Yet, this automatically raises the question of what should be the source of comparison: some market measure? the investor’s average portfolio of non-green assets? This causation requirement may be even more elusive in relation to instruments that are not expressly “green” but suffer a financial hit as a result of sustainability factors. The provision of specific liquidated damages clauses or penalty clauses in the prospectus to “ensure” the green promise would partly solve the enforcement problem, adding to the credibility of the promise. However, this is not an established practice, and for obvious reasons, because it is unlikely that issuers may take the initiative spontaneously to commit to pay damages if they fail to abide by their promises. Failing this, the damage may be well established, and even the connection with sustainability or ESG factors, but such connection will be hindsight-based, and that may not satisfy the threshold to argue that the issuer/offeror should have taken these factors into consideration on an *ex ante* basis.

99. These difficulties make us necessarily cautious when assessing the effectiveness of initiatives such as GBS. At the end of the day, they rely on transparency and better information to assess when investments are sustainable, but “green bonds” ultimately rely on investors’ ability to enforce their rights against the “bad man”. Thus, if we believe that a chain is as strong as its weakest link, this one is a very weak chain indeed.

2. *Direct coercion (II). “Greening”, duties of care and loyalty, and company interest?* – 100. A large part of the credibility of a pivot towards sustainability goals across the whole financial system ultimately rests upon the susceptibility of the fiduciary duties of company directors to be interpreted in a way that encompasses

---

<sup>160</sup> The non-financial guidelines lay down some instructions as to the companies that should disclose non-financial information; what information should be disclosed, including ESG factors; and how companies can report the non-financial information. Nonetheless, since the guidelines are not binding, they do not provide a liability scheme for breaching the guidelines. See NFI Directive, NFI Directive, *op. cit.* (as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups).

those goals.<sup>161</sup> Mandatory rules are the red lines that cannot be crossed, but directors' fiduciary duties are the compass that sets the course once all red lines have been complied with, which is why they have such prescriptive and expressive force. Consider, for example, the case of a company that publishes a comprehensive strategy on sustainable finance. The company's commitment to fulfil sustainable objectives would apply constantly, unless it infringes any mandatory rule. Whether such pervasive duties apply depend on whether they can be considered as determinative of the appropriate course of action in the best interest of the company for the benefit of its members as a whole.

101. The question is whether it is possible to understand that the "company interest" of "for-profit" corporations goes beyond the economic interest of a hypothetical shareholder in short-term returns. Since taking into account sustainable, social or "non-shareholder" interests can sometimes be congruent with shareholder interests, and sometimes not, the board of directors is the authority that decides whether the company interest is consistent with the beneficiaries of the investment.<sup>162</sup> Some US/UK courts have exhorted directors to use their best efforts to maximize shareholders' value or wealth; whilst others have held forth on the importance of socially responsible conduct.<sup>163</sup> Under either approach, the standard of review has been the business judgement

---

<sup>161</sup> In previous sections we have discussed the fiduciary duties of financial intermediaries such as investment advisors and portfolio managers as "voice" mechanisms, in the understanding that a reassessment of those duties ultimately translates into changes in the way they interact with their clients, and the companies they invest in. Unlike those, here our focus is on the duties directly applicable to company boards. In both cases the assumption is that (non-financial) companies are the ones making decisions with a direct impact on climate-related issues. From that vantage point, financial intermediaries can persuade the companies, while their own fiduciary duties are a direct source of coercion.

<sup>162</sup> In *Associated Students v. Oregon*, 82 Or. App. 145, 728 P.2d 30 (Or. App. 1987), (the court held that the trustees of a charitable trust do not need to meet the University's resolution directing divestments (three million dollars) in companies doing business in South Africa, if the divestment resolution breached the prudent investor rule. The court held that despite the plaintiffs had "a particular interest in the allotment of scholarships" from a charitable endowment, their allegations did "not relate to that interest" and so they had no standing). Conversely, see *Board of Trustees v. Baltimore*, 317 Md. 72, 562 A.2d 720 (Md. App. 1989), (the City of Baltimore passed ordinance requiring the city's public pension funds to divest from companies doing business in South Africa. The plaintiffs (trustees) sued the City arguing that the ordinance reduced their investment universe and this was against the duty of prudence. The Court held that "by considering the social consequences of investment decisions", a trustee does "not necessarily violate the duty of loyalty", and as a consequence some divestment is acceptable with the bounds of prudence).

<sup>163</sup> In *Long v. Norwood Hills Corp.*, 380 S.W.2d 451, 476 (Mo. App. 1964). (The court held:

Plaintiff cites many precedents to show that the ultimate object of every ordinary trading corporation is the pecuniary gain of its stockholders and that it is for this purpose the capital has been advanced". The court further established that it had "no quarrel with plaintiff insofar as the rules of law stated therein govern the actions of majority stockholders and the boards of directors of corporations).

In *A. P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*, 13 N.J. 145, 98 A.2d 581, 1953 N.J. LEXIS 186, 39 A.L.R.2d 1179 (N.J. 1953), (the claimant usually donated sums of money to a range of charities. There is a state statute that allows the corporation to donate to charities, but the defendants allege that the corporation's certificate of incorporation, which was incorporated prior to the statute, does not allow the gift-giving and the claimant cannot donate money without authorization from stockholders. Claimant argues that company gift-giving increases the goodwill of the corporation. The court does not accept defendants' reasoning arguing that the potentially infinite operational life of corporations would lead them to live under various sets of laws).

rule, which ultimately shows a tension between directors' authority and their accountability.<sup>164</sup>

102. From the perspective of maximization of shareholder wealth, managers would be accountable to maximize shareholders' value. From a "stakeholder" theory maximization includes social concerns and the need to pursue objectives towards society, where the latter objective goes beyond the simple maximization of shareholders' value.<sup>165</sup> According to the first view, even if the concept of "company interest" is not clearly defined by company laws, corporations should seek to maximize profits or return on capital; whilst in accordance with the second view, if a company publishes an explicit interest in promoting low-carbon investment portfolios, the interest of stakeholders and collective long-term developments should be taken into account by the directors in order to suitably promote the company interest.<sup>166</sup>

103. The existing regulation does not impose a legal obligation for the directors/managers to consider ESG factors, but it only provides recommendations. However, when the objective of a company is, say, to reduce its carbon emissions towards an overall alignment with the target of the Paris Climate Agreement, one can argue that the directors should have regard not only to the maximization of profits but also to the impact of the company's operation to the environment.<sup>167</sup> Negative externalities are in this

---

<sup>164</sup> See R. BARLETT-E. TALLEY, *Law and Corporate Governance*, in B. HERMALIN-M. WEISBACH, (eds), *1 The Handbook of the Economics of Corporate Governance* 760, Amsterdam, 2017.

<sup>165</sup> For a discussion on Benefit Corporations see K. HUNT *et. al*, *Nudging Inclusive Banking and Micro Finance towards Self-Sustainability (The Ethical Role of Regulation and Self-Regulation)*, in C. RUSSO *et al.* (eds), *Research Handbook on Law and Ethics in Banking and Finance* 448, Cheltenham- Northampton, 2019, 102-106.

<sup>166</sup> In *U.S. Workers v. U.S. Steel Corp.*, 631 F.2d 1264, 1280-82 (6th Cir.1980) (the Court held that the board of directors had no duty to take into account stakeholder interests). On the contrary, *Shlensky v. Wrigley*, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E.2d 776, 1968 Ill. App. LEXIS 1107 (Ill. App 1st Dist. 1968), (Shlensky, a minority shareholder in the Chicago Cubs, challenges the decision by Wrigley, the majority shareholder, not to install lights at Wrigley Field. Shlensky claims that the team was money loser because of the board's refusal to install lights and play night baseball. The majority shareholder argues that Wrigley was motivated by his beliefs that night baseball might have a deteriorating effect on the neighborhood surrounding Wrigley Field. The court observed that the decision to "not to install lights at Wrigley Field" because of the "deteriorating effect on the surrounding neighborhood...might well be considered by a director". The court added that "the long run interest" of the corporation "might demand protection of the neighborhood". Accordingly, Shlensky's case was dismissed for failure to state a claim upon which relief could be granted. In this vein, some scholars hold that stakeholder interests are to be taken into account when promoting the company member's interest. The success of the company will lead to the success for the benefit of its members. Directors shall promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, which means to have regard to the impact of the company's operations on the environment and the community, maintaining a reputation for high standards of business conduct). See P. DAVIES-J. RICKFORD, *An Introduction to the New UK Companies Act*, 5 EUR. COM. & FIN. L. REV. 48 (2008), at 65-66, <https://www.degruyter.com/view/journals/ecfr/5/1/article-p48.xml>.

<sup>167</sup> See Opinion of the European Economic and Social Committee (EESC), *Towards an appropriate European legal framework for social economy enterprises*, 544<sup>th</sup> Plenary Session (2018), (own-initiative opinion) 2.2.12, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019IE0346&from=ES> [hereinafter EESC Opinion on social economy enterprises]. (The EESC states that:

"[The]Union law does not impinge on any decision to adopt either a capitalist-type for-profit structure for a company, where power depends on the amount of shares (or equity) held, or a social economy structure under which power is distributed on the basis of people rather than capital". See Opinion of the European

way incorporated into the company's costs. Thus, the directors' liability would depend, first, on the provisions contained in the bylaws of the company and, second, on the potential regulatory change where sustainability can be made part of the company's interest.

104. As regards the second consideration, a solution that may be half way between maximization of profits and compliance with social objectives is the converge approach proposed by the EU Economic and Social Committee (EESC).<sup>168</sup> The EESC has highlighted that EU law should provide for the existence of entities such as Social Economy Enterprises (SEE), whose particularities are not reflected in the law yet. SEEs are neither capitalist-type for-profit corporations nor financially altruistic entities, but their purpose is to meet objectives according to principles such as the primacy of social goals over capital, and democratic governance.<sup>169</sup> This does not mean that managers of SEEs do not serve the economic interests of shareholders, but these companies, by definition, pursue also objectives related to environmental or social protection. Instead of profit maximisation, fair return on capital profitability is the key difference between SEEs and capitalist-type enterprises. This is what we call a "New Testament" view for corporate governance, one concerned not just with setting limits but also with nudging companies to do a simple but not so obvious positive action: doing good. Lynn Stout called it the culture of a corporate governance for a privately-ordered public policy<sup>170</sup> by driving positive societal change. Yet, also in this context, no real change can credibly be expected absent any structured channels by which culture can turn into 'law', or at least 'law of the sort'. In this regard, the constraints as to the "company's interest" to maximize profits can be formalised in the company's bylaws, and in addition the EESC proposes that EU law integrates the possibility to qualify an entity as a limited profit company in order to make profitability a means instead of the main objective of its operations.<sup>171</sup> The integration of SEEs or similar types of companies may encourage directors to use their best efforts to both maximize shareholders' wealth whilst achieving sustainable objectives.

105. If the directors rather focus on promote the success of personal shareholders wealth over promoting the ESG objectives, they could face liability under their fiduciary duties if they voluntarily decided to bind themselves.<sup>172</sup> However, the answer to this question seems cumbersome in the current framework.

---

Economic and Social Committee, Towards an appropriate European legal framework for social economy").

<sup>168</sup> Social objectives are connected to sustainability at some level since sustainable development and social economy are currently undergoing a process of convergence.

<sup>169</sup> SEEs make profit but they do not intend to distribute the entire profit or part of it to their owners, as their purpose is based on social objectives. Hence, sustainability can be considered a "social objective", too. According to the EESC, the neutrality principles should make it possible to unlock the potential of all types of enterprise by avoiding a situation where only one single model develops: "[neutrality] leads to non-recognition of whole swathes of the economy and allows a certain type of enterprise to be imposed as the reference standard or model for law-making". See EESC Opinion on social economy enterprises, *op. cit.*

<sup>170</sup> L. STOUT *et. al*, *Citizen Capitalism*, Oakland, 2019.

<sup>171</sup> See EESC, Opinion on social economy enterprises, *op. cit.*, § 3.1.

<sup>172</sup> For a more detailed explanation on self-regulation, see HUNT, *op. cit.*, 37-106.



3. *Indirect coercion (I). A “brown” penalizing factor in prudential rules and central bank purchases of corporate debt?* – 106. Prudential rules would, in purity, be considered either “exit-based”, or “voice-based”, as they would induce banks to either disinvest (by limiting credit) in sustainability-risky companies or convey their concerns to those companies’ boards. The same goes for central banks’ bond purchases, which are purely “exit-based”. Yet, given their status as prescripts-setters of what is considered risky or not, we include them among coercion mechanisms: the threat of being ostracized from the credit market is as coercive a tool as one can imagine.

107. The current debate is focused on whether or not introducing a “green supporting factor” to boost green investments. This measure would consist of lowering capital requirements for certain carbon-low investments with the aim at making green investment appealing to a higher number of investors.<sup>173</sup> However, some voices argue that, there is no empirical evidence that low-carbon loans are less risky than carbon-intensive loans.<sup>174</sup>

108. Other voices argue that in parallel with the green taxonomy, a “brown penalizing factor” that imposes higher capital requirements for brown assets would be a stronger approach.<sup>175</sup> The “green supporting factor” can help increase “purely green” investment above 1% of the bond market; but the “brown penalizing factor” is better if the goal is to make sustainability part of “mainstream” finance and risk management, as the Commission Action Plan purportedly tries to do.<sup>176</sup>

109. The argument is reasonable. Increasing the risks that banks need to weigh when making carbon-intensive investments could reflect the systemic risk of investing in those investments and deter further investments that contributes to climate change. However, there is still considerable debate about what policy tools would be better suited to addressing the risk or how risky these assets are,<sup>177</sup> and how to “apportion” the systemic risk created by carbon-intensive activities across the instruments issued by the companies that engage in such activities.

110. Even more difficult would be to convince central banks to consider sustainability goals as part of their mandate and deter them from purchasing bonds from issuers in polluting industries. Some recent research suggests that the presence of environmental protection goals as a sort of overarching goal would be supported by its recognition in

---

<sup>173</sup> The green supporting factor was an initiative raised by the TEG in 2018. See TECHNICAL EXPERT GROUP (TEG), *All expert webinar*, 2019, <https://www.epma.com/dm-industry-news/814-eu-taxonomy-webinar/file>.

<sup>174</sup> See S. MATIKAINEN, *Green doesn’t mean risk-free: why we should be cautious about a green supporting factor in the EU*, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, 2017, <http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/news/eu-green-supporting-factor-bank-risk/>.

<sup>175</sup> See D. SCHOENMAKER-W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance* 432, Oxford, 2019, 68.

<sup>176</sup> See EU Commission Action Plan 2018, *op. cit.*, 6-7.

<sup>177</sup> See F. VAN LERVEN-J. RYAN-COLLINS, *Central Banks, Climate Change and The Transition to a Low-Carbon Economy*, New Economics Foundation, 2017, [http://neweconomics.org/wp-content/uploads/2017/09/NEF\\_BRIEFING\\_CENTRAL-BANKS-CLIMATE\\_E.pdf](http://neweconomics.org/wp-content/uploads/2017/09/NEF_BRIEFING_CENTRAL-BANKS-CLIMATE_E.pdf).

articles 3 and 11 TEU, and the ratification of the Paris Accord by the EU, which would contradict the ECB's approach, which suggests that environmental goals irrelevant for its monetary mandate.<sup>178</sup> However, even admitting that environmental protection is a relevant legal factor for the ECB's mandate would not answer the question about what the avenues would be to ensure that it is actually taken into consideration, because the justiciability of the issue could endanger central bank independence.

4. *Indirect coercion (II). Sovereigns and public finances: can someone bell the cat?* – 111. If instilling sustainability goals into prudential supervision and central bank mandates looks complicated, moving the levers of public to coerce sovereign states to shift their finances towards sustainability goals looks remote. As we moved from “exit” tools (based on the reorientation of public investment flows towards “green projects”) to “voice” mechanisms (based on re-purposing existing structures for “fiscal” sustainability to encompass sustainability in a broader sense) the options became more limited. As we move from “voice” to “coercion”, the question is whether there are any options available. Considering that states are sovereign in the way they manage their finances, any constrain that may result in coercion needs to have been pre-agreed.

112. Any solution would have to build on the existing institutional infrastructure to enforce financial promises and extrapolate it to “green” promises. For the moment, any possibility linked to the market in sovereign debt looks remote. In previous sections we discussed the possibility of expanding the Eurozone Stability and Growth Pact to monitor environmental sustainability, albeit pointing the enormous challenge that this would entail.<sup>179</sup> Moving from “voice” to “coercion” would require a similar step as a matter of principle (i.e. espousing a broader concept of “sustainability”), but an even more difficult step as a matter of policy and politics.

113. As a matter of principle current Eurozone rules contemplate a procedure for the detection and correction of macroeconomic imbalances,<sup>180</sup> which includes the possibility of imposing sanctions in case of non-compliance.<sup>181</sup> None of the relevant rules would require major adjustments to account for climate-related factors, as they are formulated in relatively broad, and all-encompassing terms.<sup>182</sup> Sustainability-related factors could also be used to calibrate forbearance in the imposition of sanctions, which

---

<sup>178</sup> J. SOLANA, *The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection*, in 30 *Euro. Bus. L. J.*, 548, 2019, 547-575.

<sup>179</sup> See sections §§3.4. and 4.5.

<sup>180</sup> Regulation 1176/2011 of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, 2011 D.O. (L306), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A32011R1176>.

<sup>181</sup> Regulation 1174/2011, of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area, 2011 D.O. (L306), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32011R1174> [hereinafter Regulation on measures to correct excessive macroeconomic imbalances].

<sup>182</sup> The key concept in Regulation 1176/2011 are “macroeconomic imbalances”, which are defined in article 2 (1) as “any trend giving rise to macroeconomic developments which are adversely affecting, or have the potential adversely to affect, the proper functioning of the economy of a Member State or of the economic and monetary union, or of the Union as a whole;” that are measured by a “Scoreboard” (article 4).

is permitted in case of “exceptional economic circumstances”, or “following a reasoned request of a Member State”.<sup>183</sup>

114. Sustainability factors could also be incorporated into last-resort financial assistance tools, such as the ESM. The ESM grants financial assistance under strict conditionality,<sup>184</sup> and it is involved in setting the policy conditions of adjustment programs.<sup>185</sup> It grants stability support following an assessment by the European Commission and the ECB of a risk to financial stability, and debt sustainability,<sup>186</sup> under conditions set forth in a Memorandum of Understanding (MoU) agreed with the state recipient.<sup>187</sup>

115. The legal challenge to adapt this to sustainability goals does not seem formidable. To the extent that one accepts the link between environmental risk and financial stability, concepts such as “stability”, “sustainability”, “conditionality” or “adjustment” are sufficiently flexible, and the MoU, having a contractual logic, seems even more so. Furthermore, the ESM has become a signatory of the UN Principles of Responsible Investment,<sup>188</sup> which should account for something.

116. Thus, it is the political challenge that looks formidable. Even if climate-related shocks and financial (in)stability are related in general, establishing a direct link between a State’s contribution, and climate shocks is more difficult, and the greatest contributor need not be the state in need of financing, while the imposition of climate-related adjustments under threat of financial duress may not be a popular option. The fact that we look at this scenario with some disbelief is proof that, as far as “green promises” go, they are less credible than financial promises.

117. The challenge seems even more difficult if we think about “greening” central bank or commercial banks purchases of sovereign debt, by adjusting central bank frameworks or prudential frameworks. Central banks cannot (or should not) provide financial assistance to sovereigns, unless there is a threat to financial and monetary stability,<sup>189</sup> in which case refusing to purchase a state’s bonds because it is not climate-friendly does not sound credible. “Greening” prudential rules applicable to sovereign exposures seems equally hard. Since sovereign exposures receive preferential prudential treatment,<sup>190</sup> and regulators have been unable to correct this in the name of

<sup>183</sup> See Art. 3 (6) of Regulation on measures to correct excessive macroeconomic imbalances, *cit.*

<sup>184</sup> See Arts. 3 (1), 13 (1) European Stability Mechanism (ESM) Treaty, between the Kingdom of Belgium, the Federal Republic of Germany, the Republic of Estonia, Ireland, the Hellenic Republic, the Kingdom of Spain, the French Republic, the Italian Republic, the Republic of Cyprus, the Republic of Latvia, the Republic of Lithuania, the Grand Duchy of Luxembourg, Malta, the Kingdom of The Netherlands, the Republic of Austria, the Portuguese Republic, the Republic of Slovenia, the Slovak Republic and the Republic of Finland, (Feb. 2, 2012), [https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203\\_-\\_esm\\_treaty\\_-\\_en.pdf](https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_en.pdf) [hereinafter ESM Treaty].

<sup>185</sup> Although outside the EU legal framework, see Art. 7(12) (3), and Recitals (12) and (18) of Regulation (EU) No 472/2013, *cit.*, (they permit to infer such involvement).

<sup>186</sup> Art. 13 of ESM Treaty, *op. cit.*

<sup>187</sup> Art. 13 (3) of ESM Treaty, *op. cit.*

<sup>188</sup> ESM, *ESM becomes signatory of United Nations Principles for Responsible Investment*, <https://www.esm.europa.eu/press-releases/esm-becomes-signatory-united-nations-principles-responsible-investment> (last visited May 22, 2022).

<sup>189</sup> E.g. by affecting the monetary policy transmission mechanism. See C-62/14, *Peter Gauweiler v Deutsche Bundestag* [June 16, 2015], ECLI:EU:C:2015:400.

<sup>190</sup> D. NOUY, *Is sovereign risk properly addressed by financial regulation?*, in *16 Fin. Stability Rev.*, 95, 2012, 95-106; V. ACHARYA-S. STEFFEN, *The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank*

financial risk, penalizing them in the name of environmental risk sounds even less feasible.

VI. CONCLUSIONS.

INSTRUMENT	EXIT		VOICE	COERCION
Bonds (corporate debt)	Standards (Green Bonds)	Using the European Environmental Agency (EEA) to enhance transparency.	Ratings, Advice	Prospectus liability
Securitization/structured debt	Taxonomy		Intermediaries organizational rules	“Brown factor” in prudential rules
	Fin. Inst. disclosures		Intermediaries fiduciary duties & engagement	Sustainability & central bank purchases
	Green securitised bonds		Green trustee	
Equity/shares	Non-financial disclosures		Proxy advisors	Bus. judg. rule, loyalty, company interest
			Intermediaries fiduciary duties & engagement	
			Sustainable corporate governance & duties	
Sovereign debt/public funds	Green sovereign bonds		A sustainable Stability and Growth Pact	“Sustainable” sovereign stability mechanisms
	European Investment Bank	“Brown factor” prud. rules for sovereigns		

118. The Paris Agreement was the starting point to develop policies to tackle climate change. The EU Action Plan 2018 shows the Commission’s will to make the EU a leading actor in sustainable finance, and contains clear steps to achieve its objectives: creating a unified green taxonomy, encouraging reliable disclosures of taxonomy-related information, benchmarks, and policy initiatives regarding intermediaries and institutional investors, or prudential regulation and supervision rules integrating ESG factors. The UN Climate Change Conference COP 25<sup>191</sup> showed collaborative initia-

risks, in 115 *J. Fin. Econ.* 2 215, 2015, 215-236; N. BATTISTINI *et. al*, *Systemic Risk and Home Bias in the Euro Area*, 494 *Economic Papers* 1, 2013, 1-50.

<sup>191</sup> See the information on the UNFCCC, UN CLIMATE CHANGE CONFERENCE – DECEMBER 2019 (2019): <https://unfccc.int/cop25> (last visited May 22, 2022).

tives,<sup>192</sup> calls to allocate more capital to low carbon investments and put a price on carbon-intensive activities, or proposals to foster synergies among climate finance actors, including finance regulators and the private sector, by building on the enhancement of climate-related risk disclosure to strengthen mitigation and adaptation.<sup>193</sup>

119. More than one year after the EU Action Plan has been prepared, there is (some) progress on many fronts, and a myriad of initiatives dispersed across different policy areas. Thus, it is useful to ask whether the EU initiatives on climate-related finance convey a general message about the preferred means to effect change, and what does this message say about the likelihood that the ultimate goal (using finance's muscle to enhance sustainability across the board) will be achieved.

120. To answer this question, we have used a simple idea: stripped to its bare bones, "sustainability" is a "promise", which, like financial promises (on risk and returns) consists in meeting certain goals. Unlike financial promises, it offers extra complications (notably on measurement), but it is safe to assume that, to be credible, the "green promise" should be backed by mechanisms that ensure the effectiveness of the commitment, like financial promises are. The underpinning logic is that the proverbial "bad man" of O.W. Holmes only cares about the negative consequences of his actions.

121. What we propose is to use the available tools to secure their effectiveness as a proxy of the credibility of "green promises", exactly like it is done for financial promises. To make sure that the comparison is fair, we use relatively ample concepts, not tailored to financial promises. In this aim, we find Alfred Hirschman's distinction between "Exit" and "Voice" particularly enlightening, although, as lawyers, we also add a "Coercion" dimension. These three concepts help us to set up sufficiently broad categories to compare what mechanisms are available to ensure compliance with green promises, and how well these fare when compared with financial promises.

122. Once adopt this methodology, and instead of analysing measure by measure we decide to group them together according to their logic, a clear pattern emerges: current initiatives are overwhelmingly based on an "exit" logic, i.e. most of the new rules, and proposed rules simply try to improve the information available, to let investors "vote with their feet". Moreover, a large part of those rules is concentrated on identifying a "niche" of "green" or "sustainable" investments that can cater to the needs of sustainability-concerned investors.

---

<sup>192</sup>Global Investor Statement to Governments on Climate Change urge national governments to strengthen their contributions to achieve the goals of the Paris Agreement. See INVESTOR AGENDA, *Global Investor Statement to Governments on Climate Change*, 2019, [http://theinvestoragenda.org/wp-content/uploads/2019/12/December-9-2019\\_PressRelease\\_Global-Investor-Statement-to-Governments-on-Climate-Change.pdf](http://theinvestoragenda.org/wp-content/uploads/2019/12/December-9-2019_PressRelease_Global-Investor-Statement-to-Governments-on-Climate-Change.pdf). See also the Press released by THE INVESTOR AGENDA, *Institutional Investors managing more than USD 37 trillion in assets urge Governments to Step Up*, 2019, <https://unfccc.int/news/631-institutional-investors-managing-more-than-usd-37-trillion-in-assets-urge-governments-to-step-up>.

<sup>193</sup>UNITED NATIONS FRAMEWORK CONVENTION ON CLIMATE CHANGE (UNFCCC), *IN-session workshop on long-term climate finance in 2019*, 25<sup>th</sup> Session, 2019, 6, 9: [https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cp2019\\_04E.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cp2019_04E.pdf).

123. These efforts, worthy of praise as they are, are simply not what the Paris Agreement and UN Conferences have in mind when they outline the need for drastic changes. Impressive as the growth of “sustainable investments” is, it still represents 1-2% of the whole market, which makes it legitimate to ask whether something should be done about the remaining 98-99%. This may be more difficult to change if reforms and their implementation rests on the shoulders of authorities that, like the ESAs, are used to look at the market in a compartmentalized way (i.e. distinguishing between banking, securities and insurance). To make up for this “silo” approach we suggest adding to the equation the European Environmental Agency (EEA) which may look at the problem less from the lens of the particular instrument, and more about a general sustainability viewpoint.

124. That current initiatives are “niche” based can be seen in the fact that the Technical Expert Group (TEG) taxonomy and standards are limited to some instruments (bonds, pension or funds) while disregarding others (e.g., securitisation instruments), and not even considering some (e.g., sovereign bonds). That they are exit-based can be seen in the fact that, as one moves from measures aimed at improving the information available, towards measures aimed at improving the internal decision-making within financial intermediaries, and their external interactions with clients and companies alike, proposals are less detailed, and are accompanied by more tepid messages.

125. Some prudence is understandable. Climate-related risk is still hard to gauge, and regulators are not in a position to dictate the use of specific methodologies. Yet, “voice-based” mechanisms can only prosper if the expressive function of the law is used to send a clear message, i.e. that sustainability is not a marginal consideration for certain types of investments, but an overarching concern across the board. Only then will financial intermediaries commit the necessary share of resources and attention (already spread thin across a myriad of rules) to ensure that their internal structures are adapted to process climate-related risk, and that their external relations are adapted to signal to investors that they can express their sustainability preferences, and to constructively engage with companies to convey the message that sustainability is an key part of the discussion.

126. From this perspective, the evidence is not encouraging. Proposed rules requiring financial intermediaries to incorporate sustainability risks as a structural tool are not clear about the duty’s meaning and scope, fiduciary duties, despite their flexibility, tend to be quite rigid when it comes to incorporating goals that pervade the whole investment chain, and proposals to strengthen the role of specialized parties, such as “green trustees” (for debt instruments) and proxy advisors (for equity instruments) are not decisively developed, or not even considered. In line with our views on “exit-based” mechanisms, we would propose to not only seriously consider these roles, but to also consider the involvement of the EEA as a certification, or even appointing authority.

127. Finally, despite exit- and voice-based mechanisms are key steps towards a low-carbon economy, “coercion-based” tools are still crucial, as a “closure” mechanism, and an expression of the legislator’s seriousness of commitment towards the is-

sue. For market participants as a whole, they convey that the rules' underpinning principles have decidedly shifted to embrace a broader notion of "sustainability" (which comprises a financial and a climate-related perspective). For the "bad man" there is no clearer message than the prospect of financial ruin if it does not fulfil its promise.

128. Come to this point, however, the picture is dismal. There has been no clear reflection on the need to back up increased transparency with the threat of damages in case statements are not followed by deeds (direct coercion), while the decisive intention to consider climate-related risk to introduce a "brown penalizing factor" under prudential rules or central banks policies, which could be a good approach to make sustainability part of the mainstream finance and risk management, has not been followed by equally decisive reforms.

129. In conclusion, rules delineate the boundaries of permissible activity, but also the legislative intent about the goals, the tools to meet them, and their credibility. Financial promises are credible because they are backed by "exit", "voice" and "coercion" mechanisms. By that yardstick, sustainability is, simply, not credible as a promise. Current reforms are suitable to encourage sustainable investment as a niche choice, and vastly insufficient for any other goal. To these objections one can answer that, in any legislative reform, the safer choice is to create a firm basis of clear criteria, and then gradually and prudently build from there. In general, we tend to align with this way of thinking. On the issue of finance and climate change, though, we cannot help but wonder whether time is on our side.

# CRIPTO-ATTIVITÀ E CRIPTOVALUTE ALLA LUCE DEGLI ULTIMI ORIENTAMENTI COMUNITARI

di *Raffaele Lener*

1. Criptovalute. – 2. Cripto-attività. – 3. Criptovalute e criptoattività nella lettura della Commissione UE. – 4. Una definizione “per sottrazione”. – 5. Tipi di cripto-attività. – 6. I prestatori di servizi. – 7. I servizi in cripto-attività. – 8. Prime valutazioni.

1. *Criptovalute*. – Non abbiamo, ad oggi, nell’ordinamento italiano né una definizione precisa, né una regolamentazione vera e propria di ciò che rientra nel campo delle c.d. *cripto-attività*.

Dal 2017 abbiamo una definizione normativa delle sole valute virtuali o *criptovalute*. In attuazione della IV direttiva europea antiriciclaggio (direttiva (UE) 2015/849), il d.lgs. n. 90 del 2017 ha modificato la disciplina contenuta nel d.lgs. n. 231 del 2007, definendo all’art. 1, lett. *qq*), la valuta virtuale come “*rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un’ autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*”.

La definizione non è chiarissima, sì che rimane comunque dubbia la natura giuridica delle valute virtuali. Le letture della norma proposte in questi anni si espongono tutte, infatti, a critiche di diverso genere, con una consistente incertezza sul regime giuridico a esse concretamente applicabile.

La giurisprudenza ha dato i suoi primi contributi con due decisioni; la prima del Tribunale di Brescia del 25 luglio 2018 e la seconda (un decreto) della Corte di Appello di Brescia del 24 ottobre 2018, intervenute sul tema dell’uso delle criptovalute in ambito societario.

Secondo la ricostruzione del Tribunale di Brescia le criptovalute devono qualificarsi come “beni”. Al contrario, la Corte d’Appello le ritiene assimilabili alla “moneta”. Entrambe le ricostruzioni presentano profili di debolezza.

In particolare, considerare le criptovalute come bene giuridico solleva perplessità in relazione al fatto che l’attribuzione di diritti di esclusiva sui beni immateriali è regolata, nel nostro ordinamento, da un principio di stretta tipicità, ossia il diritto sul bene immateriale esiste se esiste una norma che lo riconosca. Nel caso delle criptovalute una norma non c’è, o meglio c’è, ma non dice in alcun modo che un’informazione o un numero *sia un bene giuridico* immateriale.

La qualificazione di criptovaluta come moneta, d’altro canto, sconta differenti criticità. Le criptovalute, infatti, non possono essere ricondotte al concetto di “moneta”, poiché non rientrano in nessuna delle ricostruzioni offerte dalle diverse norme che si occupano della *valuta*<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. A. LIVI, *Le criptovalute nella giurisprudenza, ne I diversi settori del Fintech*, a cura di E. CORAPI, R. LENER, Milano, 2020, 111 ss.



Come vedremo, probabilmente è preferibile parlare di “bene” e cercare di verificare se siffatti beni possano essere ricondotti alla ampia categoria dei “prodotti finanziari”, identificati dall’art. 1, comma 1, lett. u) del TUF come “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”, quanto meno nell’ipotesi, comune, in cui le criptovalute assumano la funzione, appunto, di “investimento di natura finanziaria”.

2. *Cripto-attività*. – In realtà oggi il discorso non può più essere limitato alle valute virtuali, ma va allargato all’intero settore delle c.d. *cripto-attività*, di cui le criptovalute sono la fattispecie più nota e forse ancora la più rilevante, ma non l’unica.

Il concetto di cripto-attività è variegato e sfuggente, perché si tratta di “entità” strutturalmente secondo una pluralità di modalità, che possono attribuire ai titolari diritti estremamente diversi, anche riferiti a interessi di natura non finanziaria. Dunque ricondurre siffatte attività a categorie rigide appare sforzo complesso, anche per l’assenza di una terminologia e di un approccio comune tra operatori, legislatori e Autorità di vigilanza<sup>2</sup>.

Sappiamo definire, come si diceva, più o meno, le criptovalute (chiamate anche *currency token*), quali cripto-attività la cui funzione è quella di essere utilizzate per pagare servizi o per acquisire altri beni. Beneficiando della “catena decentrata”, siffatti prodotti differiscono, ovviamente, dalle vere e proprie valute, in quanto non hanno una “circolazione legale” né sono emesse da istituzioni finanziarie centrali.

In quest’area rientrano il primo e più noto degli esempi presenti sul mercato (*bitcoin*), le c.d. *stablecoin* e anche il barcollante progetto *Libra*. Si tratta di figure in cui si rinvengono tratti tipici del denaro (mezzo di scambio, conservazione del valore, unità di conto, ecc.)<sup>3</sup>.

Le criptovalute sono solitamente utilizzate come strumento di pagamento, ove accettate con funzione solutoria da entrambe le parti di una transazione. Per questo motivo sono comunemente qualificate come “strumento di pagamento privato” o, anche, tecnicamente, “valuta privata”, il cui valore dipende da offerta e domanda all’interno del mercato di riferimento. Fra le criptovalute acquistano progressivamente sempre più spazio le ricordate *stablecoin*, sottocategoria costruita in modo da mantenere un prezzo “stabile”, essendo ancorato a una specifica valuta.

Il primo tentativo di regolamentare in Italia anche le altre tipologie di cripto-attività (*crypto-asset*), e più in generale la tecnologia “a registri distribuiti” (*Distributed Ledger Technology* o DLT), si deve all’art. 8-ter del decreto legge 14 dicembre 2018, n. 135 (c.d. Decreto Semplificazioni) e alle prime definizioni, in esso contenute, di *smart contract* e DLT<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività: riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Dir. banc.*, 16 ottobre 2020.

<sup>3</sup> Ancora F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; B. GEVA, *Cryptocurrencies and the Evolution of Banking, Money and Payments*, in C. BRUMMER, *Cryptoassets: Legal, Regulatory and Monetary Perspectives*, 2019, 12 ss.

<sup>4</sup> I commi 1 e 3 dell’art. 8-ter del Decreto Semplificazioni affermano che le DLT sono tecnologie e protocolli informatici che utilizzano un registro «condiviso, distribuito, replicabile, simultaneamente accessibile e architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche». Siffatto registro è tale da consentire la registrazione, la convalida, l’aggiornamento e la conservazione dei dati (sia liberamente che tutelati da ulteriori mezzi crittografici). Esso consente a ciascuno dei suoi partecipanti di verificare tali dati. I dati così caricati non possono essere modificati o alterati in alcun modo. Il caricamento di documenti tramite DLT ha gli effetti di validazione temporale elettronica ai sensi dell’art. 41 del regolamento (UE) 910/2014.

Inoltre, il comma 2 dell’art. 8-ter del Decreto Semplificazioni definisce *smart contract* il software ope-

In realtà, il legislatore aveva delegato l’Agenzia per l’Italia Digitale a emanare un regolamento di attuazione individuando gli standard specifici che le DLT avrebbero dovuto adottare per produrre gli effetti di una registrazione temporale elettronica e costruendo il processo di identificazione che gli *smart contract* avrebbero dovuto adottare per essere “riconosciuti”. Ma il regolamento non è stato ancora emanato.

Dunque, ad oggi, è la prassi ad aver individuato le singole figure di cripto-attività, fra le quali, accanto alle criptovalute, i *token* di investimento (che includono *token* azionari, di debito e c.d. *security token*) e i *token* di utilità<sup>5</sup>.

In linea generale, i *token* di investimento sono cripto-attività che assegnano ai titolari diritti economici (principalmente il diritto al dividendo) e/o di governance (principalmente il diritto di voto) sulla società emittente. Essi possono essere, inoltre, ulteriormente sottoclassificati in (i) *equity token*, se ai titolari spettano diritti analoghi a quelli normalmente attribuiti agli azionisti; (ii) *token di debito*, nel caso in cui siano accostabili a obbligazioni; e, infine, (iii) *security token*, categoria residuale che comprende tutti gli altri *token* che sono comunemente offerti al pubblico.

Si tratta, tendenzialmente, di *token* legati a un’attività sottostante, del cui complessivo valore rappresentano una frazione (un po’ come i c.d. titoli di massa) e ai cui utili futuri consentono, con modalità diverse, di partecipare. Talune di queste cripto-attività possono essere ricondotte alla categoria dei prodotti finanziari, o anche degli strumenti finanziari, a seconda delle loro caratteristiche e delle partizioni della disciplina dei mercati finanziari vigente nell’ordinamento di riferimento.

I *token di utilità* sono cripto-asset che conferiscono al loro possessore utilità funzionali, come il diritto di ottenere un prodotto o, più spesso, il diritto di accedere a un determinato servizio o anche un semplice sconto sul prezzo di un prodotto o servizio. Da un punto di vista funzionale, i *token di utilità* possono essere visti come la rappresentazione sulla DLT di un “diritto del consumatore” rispetto a un prodotto offerto dall’emittente.

A seguito di una consultazione pubblica condotta tra il 2019 e il 2020, la Consob ha affermato, nel suo Rapporto finale del 2 gennaio 2020, che il ricorso alla tecnologia DLT non è un elemento che di per sé definisca e “qualifichi” la categoria delle *cripto-attività*, poiché alcuni tipi di esse potrebbero essere costruiti diversamente.

Ciò che va in concreto verificato, è se gli *investment token* possano essere considerati strumenti, o prodotti, finanziari, con la conseguenza dell’applicazione della relativa disciplina, e in particolare delle regole in materia di prospetto informativo.

Il tema è delicato. In prima battuta possiamo solo dire che, di massima, i *token di utilità* sono fuori dall’ambito di applicazione sia della disciplina dei mercati finanziari, che di quella del mercato bancario, in quanto non rappresentano né uno strumento di pagamento, né una forma di investimento finanziario. L’emissione di *utility token* in

---

rante su una DLT, la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti e che produce gli effetti che le parti hanno definito prima dell’esecuzione. Si ritiene che gli smart contract soddisfino il requisito della forma scritta a condizione che gli utenti siano identificati attraverso un processo di identificazione conforme alle linee guida emanate dall’Agenzia nazionale per la digitalizzazione.

<sup>5</sup> Si veda P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 12, anche S.L. FURNARI, R.A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell’offerta al pubblico di utility token (anche) alla luce della proposta di regolamento europeo sulle cripto-attività*, in *Bocconi Legal Paper*, 16, 2021.

Italia, oggi, può essere certamente effettuata senza pubblicazione di un prospetto, né richiede di ottemperare a specifici requisiti, fatto salvo, naturalmente, il rispetto della disciplina preventiva del riciclaggio.

Per gli altri *token*, in via preliminare, può dirsi che la loro “versatilità” impone di analizzare le singole fattispecie alla luce delle definizioni generali di “strumenti finanziari” e “prodotti finanziari” dettate dal Testo Unico della Finanza<sup>6</sup>.

Nel citato Rapporto la Consob ha precisato che la definizione italiana di strumenti finanziari non può essere modificata al fine di includervi cripto-attività, poiché si tratta di fattispecie definita a livello comunitario dalla direttiva MiFID II. Tuttavia, la Commissione ha anche ricordato che «i criteri interpretativi per l'applicazione della distinzione richiesta sono riscontrabili nella normativa europea, ove è codificato un catalogo di categorie di strumenti finanziari che consente un giudizio di comparabilità» per individuare le ipotesi in cui le caratteristiche di una cripto-attività consentano di rinvenire elementi di «stretta analogia rispetto a quelli che comunemente caratterizzano le categorie di strumenti finanziari elencate nella normativa europea».

Anche qui si danno primi importanti contributi della giurisprudenza. Nella recente decisione n. 26807 del 2020, la Corte di Cassazione ha chiarito che l'offerta di cripto-attività può essere considerata un'offerta di prodotti finanziari rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF, qualora sia accompagnata da una promessa o aspettativa di ritorni finanziari.

Come si accennava, la definizione di prodotto finanziario nell'ordinamento italiano è una “definizione aperta”. Il concetto di “natura finanziaria”, infatti, non è, né vuole essere, nelle intenzioni del legislatore, un parametro rigido.

Al riguardo, la stessa Corte di Cassazione, con la sentenza n. 2736 del 2013, aveva già avuto modo di affermare che un accordo ha natura finanziaria quando la causa del contratto, non semplicemente il motivo, consiste nell'investimento di capitale in vista di un aumento dell'importo investito.

Dunque, ove le parti perseguano uno scopo di investimento e quindi, da un lato, il cliente fornisca all'intermediario denaro o altri beni e, dall'altro, l'intermediario “riceva” e “utilizzi” tali beni per accrescere il valore del conferimento, promettendo al cliente che riceverà i proventi finanziari eventualmente generati, siamo nel campo delle attività di natura finanziaria.

In altre parole, la “natura finanziaria” dei prodotti finanziari consiste in ciò, che vi è un'aspettativa del cliente di aumentare il capitale investito con i rendimenti eventualmente generati dalle attività svolte dall'intermediario.

Conseguentemente, per qualificare una cripto-attività come prodotto finanziario assume rilievo centrale l'eventuale promessa di ritorni finanziari che ne accompagni l'offerta al pubblico.

---

<sup>6</sup> Cfr. P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation*, cit.; F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper* No. 2636561, 2019; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 20, 2019.

3. *Criptovalute e criptoattività nella lettura della Commissione UE.* – In tema, oggi l'elemento di maggiore novità è dato dalla *Proposta* della Commissione Europea del 24 settembre 2020, recante una ipotesi di *Regolamento sui mercati di criptoattività* ("*Regulation on Markets in Crypto-assets*" o anche MiCA)<sup>7</sup>.

La proposta di regolamento, da un lato, reca regole applicabili alle criptovalute, dunque alle cripto-attività primariamente rientranti nei settori degli strumenti di pagamento e della moneta elettronica; dall'altro, pone o almeno cerca di porre regole applicabili a tutte le cripto-attività non altrimenti regolamentate dalla disciplina comunitaria sui servizi finanziari e di pagamento.

Centrale per la definizione dell'ambito di applicazione della Proposta è, appunto, la nozione di "cripto-attività". L'art. 3, comma 1, n. 2), ne fornisce una definizione abbastanza generica. Queste vengono definite come "*rappresentazioni digitali di valore o di diritti che possono essere trasferite o conservate elettronicamente utilizzando le distributed ledger technology o tecnologie similari*"<sup>8</sup>. Per ovviare alla vaghezza della definizione, l'art. 2, comma 2, aiuta a delineare oggettivamente l'ambito di applicazione della Proposta elencando una serie di "strumenti" ai quali la Proposta non trova applicazione pur potendo questi rientrare, in astratto, nella definizione di "cripto-attività". In questo elenco rientrano: (i) gli strumenti finanziari, come definiti dalla Direttiva 2014/65/EU; (ii) la moneta elettronica, come definita dalla Direttiva Directive 2009/110/EC; (iii) i depositi, come definiti dalla Direttiva 2014/49/EU; (iv) i depositi strutturati, come definiti dalla Direttiva 2014/65/EU; e (v) le cartolarizzazioni, come definite dal regolamento 2017/2402/EU<sup>9</sup>.

Al fine di circoscrivere con precisione l'ambito oggettivo di applicazione della Proposta diviene, allora, necessario leggere insieme (ma *per sottrazione*) l'art. 2, comma 2, e l'art. 3, comma 1, n. 2). Diventa così possibile definire una cripto-attività come una rappresentazione digitale di valore o di diritti che può essere trasferita o custodita elettronicamente usando la *Distributed Ledger Technology* ma che non si qualifica come strumento finanziario, moneta elettronica (tranne che nei casi in cui questa non venga *tokenizzata*, come vedremo più avanti), deposito, deposito strutturato o cartolarizzazione.

Sembra, allora, che la Commissione voglia offrire una definizione di criptoattività più *tecnica* che *giuridica*.

La Proposta ha lo scopo di regolare in maniera specifica l'offerta di particolari categorie di cripto-attività. Queste sono sostanzialmente tre e, come si vedrà, nonostante sembra si voglia richiamare la tripartizione tradizionale in criptovalute, *utility token* e *investment token*, il documento si discosta almeno parzialmente da questa classificazione.

<sup>7</sup> La proposta originale recita precisamente "*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937*". La Proposta regolamentare, infatti, è stata resa disponibile esclusivamente in lingua inglese. Un'analisi più ampia della Proposta può leggersi in R. LENER, S. FURNARI, *Criptoattività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), ottobre 2020.

<sup>8</sup> La definizione, nella lingua di pubblicazione della Proposta, recita "*'crypto-asset' means a digital representation of value or rights which may be transferred and stored electronically, using distributed ledger technology or similar technology*" [art. 3, comma 1, n. 2)].

<sup>9</sup> Cfr. P. CARRIERE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *Dir. banc.*, 5 ottobre 2020; D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, *University of Luxembourg Law Working Papers Series*, no. 2020-018, Nov.-Dic. 2020.

Le tre categorie di cripto-attività individuate nella Proposta sono: gli “*utility token*”, gli “*asset-referenced token*”; e gli “*electronic money token*”.

Gli *utility token* vengono definiti come cripto-attività emesse allo scopo di fornire l’accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile su una rete DLT e accettate esclusivamente dall’emittente<sup>10</sup>.

Gli *asset-referenced token* (“ART”), vengono definiti come cripto-attività che mantengono stabile il proprio valore grazie al *collegamento* con il valore di valute aventi corso legale, panieri di beni, altre cripto-attività o da una combinazione di questi<sup>11</sup>. Riprendendo le classificazioni tradizionali, sarebbe possibile far rientrare gli ART nella più conosciuta categoria delle *stablecoin*, ovvero criptovalute il cui valore è mantenuto “*stabile*” attraverso il riferimento a monete aventi valore legale, beni oppure grazie all’impiego di particolari algoritmi che ne gestiscono l’offerta e quindi il valore<sup>12</sup>.

Infine, gli *e-money token* (“EMT”) vengono definiti come cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzate per lo scambio di beni e servizi e che mirano comunque a mantenere fisso il proprio valore tramite un collegamento esclusivo con monete aventi corso legale<sup>13</sup>. Anche gli EMT, quindi, possono essere considerati come una particolare tipologia di *stablecoin* (e quindi di criptovalute) il cui valore è esclusivamente collegato a una moneta avente corso legale. Il riferimento alla funzione di mezzo di scambio sembra quasi pleonastico considerando che quello di intermediare gli scambi sembrerebbe l’unico fine perseguibile da una cripto-attività il cui valore è stabilizzato con riferimento a una precisa moneta avente corso legale.

Confrontando questa classificazione con quella tradizionale, non stupisce l’assenza della categoria degli *investment token*. Essa sembra confermare, invece, il principio, definito già da tempo in dottrina e nella giurisprudenza d’oltre oceano, secondo cui gli *investment token* sono strumenti finanziari a tutti gli effetti e a questa categoria si applica la relativa disciplina, senza alcuna deroga o “aggravio” regolamentare per il fatto che lo strumento finanziario sia rappresentato attraverso una cripto-attività.

Deve far riflettere, piuttosto, l’attenzione particolare dedicata alle criptovalute e, fra di esse, alle c.d. *stablecoin*. La disciplina di dettaglio degli ART e degli EMT, infatti, fa trasparire la preoccupazione che la diffusione di queste “monete digitali” possa tentare alla stabilità finanziaria o ai principi di sovranità monetaria dell’Unione.

Rispetto alla tradizionale tripartizione, quindi, la proposta ha mantenuto *solo il numero*, scegliendo di focalizzarsi su quelle tipologie di cripto-attività non coperte (come le criptovalute) o non coperte abbastanza (come gli *utility token*) da una disciplina, an-

<sup>10</sup> “‘Utility token’ means a type of crypto-asset which is intended to provide digital access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of that token” [art. 3, comma 1, n. 5].

<sup>11</sup> “‘Asset-referenced token’ means a type of crypto-asset that purports to maintain a stable value by referring to the value of several fiat currencies that are legal tender, one or several commodities or one or several crypto-assets, or a combination of such assets” [art. 3, comma 1, n. 3].

<sup>12</sup> Per ulteriori dettagli sulle *stablecoin* si rimanda a R. DE BONIS, M.I. VANGELISTI., *Moneta – Dai buoi di Omero ai Bitcoin*, Bologna, 2019, 155-156 e F. BOZZA, *Criptovaluta e moneta: tutte le differenze*, FCHub.it, 2020.

<sup>13</sup> “‘Electronic money token’ or ‘e-money token’ means a type of crypto-asset the main purpose of which is to be used as a means of exchange and that purports to maintain a stable value by referring to the value of a fiat currency that is legal tender” [art. 3, comma 1, n. 4].

che parziale, a livello europeo. L'art. 3 fornisce anche una definizione di prestatore di servizi in cripto-attività<sup>14</sup>, nonché un preciso elenco di questi servizi<sup>15</sup>.

4. *Una definizione "per sottrazione"*. – Anche dal punto di vista soggettivo, la Proposta utilizza la medesima tecnica "per sottrazione" utilizzata nella definizione del proprio ambito oggettivo di applicazione.

Il principio base è, infatti, quello secondo cui la disciplina si applica a tutti gli *emittenti* e ai *prestatori di servizi in cripto-attività*, ma con le eccezioni descritte dall'art. 2, commi 3-6. È possibile classificare queste eccezioni, distinguendo fra soggetti *completamente* esclusi dalla disciplina e soggetti la cui esclusione è solo *parziale*.

Fra i soggetti *completamente* esenti dalla disciplina, rientrano la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazioni quando queste agiscono nell'esercizio dei propri poteri; la Banca Europea degli Investimenti; il Meccanismo europeo di stabilità e il Fondo europeo di stabilità finanziaria; le organizzazioni internazionali.

Fra i soggetti *parzialmente* esenti rientrano invece gli istituti di credito e le società di investimento; le imprese di assicurazione e riassicurazione nello svolgimento delle attività previste dalla Direttiva 2009/138/EC; i liquidatori o gli amministratori straordinari nello svolgimento delle attività di liquidazione per i quali sono stati nominati, tranne che nel caso in cui stiano attuando un piano di liquidazione di cui all'art. 42 della Proposta; nonché i soggetti che svolgono servizi in cripto-attività a favore di società collegate.

In particolare, gli istituti di credito non sono soggetti alla disciplina solo quando emettono ART, oppure prestano uno o più servizi in cripto-attività. Nel primo caso, ad essi non si applica il Capitolo 1, Titolo III della Proposta, che disciplina la procedura autorizzativa per l'emissione di ART, nonché l'art. 31 riguardante i requisiti patrimoniali dell'emittente. Nel secondo caso, le banche che prestano servizi in cripto-attività non sono tenute al rispetto delle previsioni di cui al Capitolo 1, Titolo V e dunque, anche in questo caso, alla procedura autorizzativa.

Le società di investimento, invece, sono tenute a rispettare le regole in materia di autorizzazione alla prestazione di servizi in cripto-attività (Capitolo 1, Titolo V) solo qualora offrano un servizio in relazione al quale possiedono l'autorizzazione alla prestazione del servizio di investimento corrispondente<sup>16</sup>.

5. *Tipi di cripto-attività*. – Il primo tipo di offerta disciplinato dalla Proposta è quello che ha per oggetto le cripto-attività diverse dagli ART e gli EMT.

In via preliminare si può osservare come questa categoria sia più ristretta di quanto si potrebbe dedurre dalla lettura della Proposta. Si deve infatti ritenere che fra le cripto-attività che non possono essere offerte con modalità "semplificate" vi siano anche i c.d. *investment token*, categoria questa dimenticata dalla Proposta regolamentare<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Art. 3, comma 1, n. 8.

<sup>15</sup> Art. 3, comma 1, n. 9.

<sup>16</sup> L'art. 2, comma 6, lett. da a) a f), della Proposta di occupa di effettuare essa stessa il confronto fra servizi in criptoattività e servizi di investimento disciplinati dalla MiFID II.

<sup>17</sup> Dimenticanza questa per la verità discutibile. Sebbene sia ormai assodato che all'offerta al pubblico

Rientrano invece a pieno titolo in questa categoria gli *utility token*. In virtù della loro diffusione in questo settore, sembra corretto sin da ora ritenere che sia questa la categoria che il Titolo II della proposta regolamentare intende disciplinare principalmente<sup>18</sup>.

È possibile, invece, dubitare che l'intera Proposta possa applicarsi alle criptovalute in senso proprio e quindi a Bitcoin o alle altre criptovalute in cui non è possibile identificare un emittente o comunque un soggetto che abbia realizzato o promosso il relativo progetto. Di ciò si ha conferma dalla lettura dell'art. 4, comma 2, della Proposta all'interno del quale, fra le esenzioni dalla pubblicazione del c.d. *white paper* (una sorta di documento informativo dell'offerta), rientra il caso in cui la cripto-attività in questione sia solo il risultato di una attività di *mining* ovvero sia attribuita automaticamente ai soggetti che si occupano di sostenere una infrastruttura di rete DLT, detenendo una copia del registro distribuito e *validando* le transazioni (i c.d. *node*). Esenzione che, se per certi versi costituisce un riconoscimento importante, in realtà però appare di dubbia utilità. Invero l'offerta al pubblico di una cripto-attività con le menzionate caratteristiche non avrà, per definizione, neanche un *organo gestorio* cui gli obblighi (e le responsabilità) delineati nella Proposta possano essere riferiti.

La proposta si occupa, poi, degli offerenti *asset-referenced tokens* o ART.

Come anticipato, gli ART sono definiti dalla proposta come *stablecoin* il cui valore può dipendere da monete aventi corso legale, altre cripto-attività o altri beni. Considerata la diffusa preoccupazione che l'offerta di ART, per via della loro natura, possa costituire un "nemico naturale" della moneta avente corso legale, la disciplina della loro offerta al pubblico è caratterizzata da procedure autorizzative che vedono il coinvolgimento di più autorità, nonché dalla possibilità di vietarne l'offerta qualora questa possa minacciare la stabilità finanziaria o i principi di sovranità monetaria.

La terza fattispecie, riguardante l'offerta di EMT, appare leggermente meno stringente. Ciò sembra giustificabile in base alla diversa natura delle cripto-attività oggetto di offerta. E infatti, rispetto agli ART, il valore degli EMT dipende esclusivamente dal valore di una moneta avente corso legale presa a riferimento. Così come espressamente stabilito dall'art. 43, gli EMT sono da considerarsi, a tutti gli effetti, come moneta elettronica così come definita dalla Direttiva 2009/110/EC, seppure ne costituiscano la versione *tokenizzata*.

Proprio in virtù di questa *identità* con la moneta elettronica, le offerte al pubblico di EMT possono essere condotte esclusivamente da istituti di credito o istituti di moneta elettronica ai quali è comunque richiesta la pubblicazione di un *white paper*<sup>19</sup>.

**6. I prestatori di servizi.** – Quanto alle procedure autorizzative *dei prestatori di servizi* in cripto attività, l'art. 53 della Proposta esordisce enunciando un principio di esclusività, secondo cui i servizi relativi all'impiego di cripto-attività possono essere offerti solo dai soggetti autorizzati ai sensi della nuova disciplina. L'autorizzazione ha validità

---

di queste cripto-attività debba trovare applicazione la disciplina propria degli strumenti finanziari, non si può comunque dimenticare che un *investment token*, oltre a essere uno strumento finanziario, è pur sempre una cripto-attività e possiede, quindi, delle necessità regolamentari sue proprie.

<sup>18</sup> In linea con ciò, sembra possibile proseguire la trattazione riferendosi direttamente agli *utility token*, così da evitare l'utilizzazione ricorrente della terminologia "criptoattività diverse da ART e EMT".

<sup>19</sup> Art. 43, comma 1.

in tutto il territorio dell'Unione, tanto che è fatto divieto agli Stati membri di imporre ai soggetti già autorizzati una *presenza fisica* all'interno del proprio territorio<sup>20</sup>.

L'autorizzazione deve essere richiesta all'autorità competente del luogo in cui il soggetto ha la propria sede legale. L'istanza deve contenere una lunga serie di informazioni, fra le quali meritano particolare attenzione: la descrizione dei sistemi tecnologici e di sicurezza, che deve essere effettuata anche utilizzando un linguaggio non tecnico; il dettaglio delle procedure di *segregazione* degli *asset* dei propri clienti; nonché i sistemi per l'individuazione di abusi di mercato. L'istanza deve, inoltre, descrivere gli specifici servizi che il soggetto intende offrire.

La procedura di autorizzazione è leggermente più semplice di quella prevista per l'offerta al pubblico di cripto-attività. Non è, infatti, richiesto il coinvolgimento di altre autorità e, soprattutto, la verifica che l'attività intrapresa abbia effetti sulla stabilità finanziaria o sui principi di sovranità monetaria.

La prestazione di servizi in cripto-attività è soggetta a obblighi comportamentali nonché a requisiti prudenziali. Con riguardo agli obblighi comportamentali, si prevede che, quasi come un tradizionale intermediario finanziario, i prestatori debbano agire con onestà, correttezza e professionalità, perseguendo il miglior interesse del cliente. I prestatori sono inoltre soggetti a obblighi di corretta informazione, soprattutto nelle comunicazioni promozionali, che devono essere chiaramente identificate come tali. Particolare attenzione merita l'obbligo di non evidenziare i vantaggi percepiti, o reali, delle cripto-attività con cui operano. Infine, i clienti devono essere informati dei rischi collegati a queste operazioni nonché delle tariffe applicate dal prestatore<sup>21</sup>.

Ai prestatori di servizi in cripto-attività vengono poi imposti precisi requisiti organizzativi, obblighi di custodia e salvaguardia delle cripto-attività e dei fondi dei propri clienti e obblighi di predisporre procedure per la gestione dei reclami.

*7. I servizi in cripto-attività.* – Quanto ai servizi “tradizionali” in cripto-attività – servizi di custodia e piattaforme di scambio (c.d. *exchange*) – maggiore rilevanza va data al primo, allo scopo di verificare come operatori “tradizionali” siano stati regolati all'interno della Proposta. In questa categoria è infatti possibile far rientrare gli operatori che sin dall'inizio caratterizzano questo mercato.

Gli obblighi specifici per *wallet service provider* (definiti dalla Proposta come prestatori di servizi di custodia e gestione di cripto-attività) sono descritti all'interno dell'art. 67. Fra questi, merita particolare menzione l'obbligo di adottare precise *policy* per assicurare la protezione delle chiavi private di ogni *wallet* e impedire, in qualsiasi modo, che un cliente possa perdere l'accesso alle proprie cripto-attività per truffa, negligenza o attacchi da parte di *cyber-criminali*.

Questi prestatori devono poi facilitare al cliente l'esercizio dei diritti insiti nelle cripto-attività per suo conto detenute. A tal riguardo, i clienti devono ricevere informazioni sulle attività detenute almeno trimestralmente e in ogni caso quando la detenzione di una particolare attività richieda una qualsiasi forma di loro partecipazione o azione.

<sup>20</sup> Ai sensi dell'art. 58, il prestatore di servizi è semplicemente tenuto a comunicare all'autorità competente del proprio Stato membro d'origine la sua intenzione di operare in un altro Stato.

<sup>21</sup> Art. 59.



I *wallet service provider* devono poi assicurare che le chiavi private o, in ogni caso, le stesse cripto-attività siano prontamente messe a disposizione del cliente che le richieda. Le cripto-attività dei clienti devono essere, inoltre, tenute separate dagli *asset* propri del prestatore, assicurandosi anche che le cripto-attività appartenenti a una medesima rete DLT siano tenute presso indirizzi separati. Si dovrebbero ridurre, in questo modo, i danni di un attacco *hacker* nei confronti del prestatore. Infine, si prevede espressamente che i prestatori siano considerati direttamente responsabili nei confronti dei propri clienti per perdite di cripto-attività come conseguenza di malfunzionamenti (c.d. *bug*) oppure di attacchi *hacker*.

Le regole previste a favore degli *exchange* di cripto-attività (definiti nella Proposta come prestatori di servizi di negoziazione) ricalcano le regole per la corrispondente tipologia di intermediario finanziario. Lo scopo è quello di evitare che, in assenza di una regolamentazione, questi operatori possano preferire alcuni clienti invece che altri e venir meno, così, ai principi di parità di trattamento, fondamentali per la prestazione di questo tipo di servizio<sup>22</sup>. Al riguardo, si afferma esplicitamente che i prestatori devono rendere pubbliche le procedure che garantiscono la parità di trattamento dei propri clienti, ma soprattutto che non possono operare per proprio conto. Quest'ultima disposizione sembrerebbe mettere in dubbio la possibilità, largamente invalsa fra gli *exchange* di cripto-attività più attivi sui mercati, di ammettere agli scambi cripto-attività di propria emissione<sup>23</sup>.

Oltre a questi principi generali, si esplicita, inoltre, che non possono essere ammesse alla negoziazione cripto-attività delle quali non sia stato pubblicato un *white paper*. Viene addirittura richiesto ai prestatori di questi servizi di operare una autonoma valutazione sulle cripto-attività da ammettere allo scambio; valutazione che può prendere in considerazione anche la professionalità dell'offerente e dei componenti dei suoi organi di gestione.

8. *Prime valutazioni.* – La Proposta rappresenta sicuramente una novità di grande rilevanza nel settore delle cripto-attività, e più in generale in quello dei mercati finanziari. La sua adozione definitiva, soprattutto senza modifiche, non passerà sicuramente inosservata. Ciò è vero non solo per il mercato delle cripto-attività ma, soprattutto, per il mercato attualmente occupato dagli intermediari finanziari “tradizionali”.

Va detto che la Proposta, con riguardo al mercato delle cripto-attività, per come è strutturata, e nonostante la previsione di esenzioni, potrebbe addirittura avere l'effetto di rallentare la nascita di nuovi operatori, portando piuttosto al consolidamento dei soggetti esistenti, i quali sono già riusciti a raccogliere la liquidità necessaria per rispettare le norme che verranno emanate. D'altro canto, la Proposta potrebbe rendere la pre-

---

<sup>22</sup> Sui rischi ricollegati all'assenza di presidi di eguale trattamento nell'offerta al pubblico di criptoattività si rimanda a S.L. FURNARI, *Trough Equity Crowdfunding evolution and involution: Initial Coin Offering and Initial Exchange Offering*, disponibile al link: [https://www.researchgate.net/publication/337448137\\_FURNARI\\_S\\_L\\_Trough\\_Equity\\_Crowdfunding\\_evolution\\_and\\_involution\\_Initial\\_Coin\\_Offering\\_and\\_Initial\\_Exchange\\_Offering](https://www.researchgate.net/publication/337448137_FURNARI_S_L_Trough_Equity_Crowdfunding_evolution_and_involution_Initial_Coin_Offering_and_Initial_Exchange_Offering).

<sup>23</sup> Solitamente *utility token* utilizzabili per ottenere sconti sulle commissioni di negoziazione. Si veda, per esempio, la criptoattività Binance Coin (BNB) con la quale è possibile ottenere sconti commissionali sull'omonimo exchange.

stazione di questi servizi più sicura, in questo modo aumentando la fiducia da parte degli utilizzatori finali e quindi, indirettamente, il loro numero.

Deve poi essere considerata con particolare attenzione la scelta di equiparare i prestatori di servizi in cripto-attività ai più tradizionali intermediari finanziari, nonostante la dichiarata natura non finanziaria delle cripto-attività oggetto di offerta.

Stupisce, infine, l'assenza di riferimenti alle entità *decentralizzate*, nonché a tutto il settore, oggi in fase di grande sviluppo, conosciuto con il termine di "DeFi" (che sta per *Decentralized Finance*). La scelta potrebbe trovare giustificazione nel fatto che questo nuovo mercato sia ancora ai suoi albori. Ci si augura però che, prima di definire il quadro regolamentare, si possano prendere in considerazione anche questi operatori.

Diversamente, si affaccerebbero due scenari potenzialmente alternativi. Primo scenario è quello in cui questi operatori "decentralizzati", non essendo considerati dalla normativa, continuino a operare con la loro essenziale struttura "diffusa", che non ne consentirebbe una sicura e coerente regolamentazione. Secondo scenario ipotizzabile è quello in cui, in mancanza di regolamentazione, siffatti servizi debbano ritenersi vietati.

# L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA DEI CONFLITTI DI INTERESSE NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DALLA TRASPARENZA ALL'ORGANIZZAZIONE. NUOVI SPAZI PER L'ALGO-GOVERNANCE?

di *Francesca Bichiri*

SOMMARIO 1. I conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento: problemi definitivi e “il dovere di agire nel miglior interesse del cliente”. – 2. L'evoluzione delle tecniche di contrasto ai conflitti di interesse nella disciplina nazionale e europea: dall'informazione all'organizzazione della MiFID I. – 3. La MiFID II: una conferma ai presidi organizzativi, ma con ridotti margini di autonomia. – 4. Note sull'impatto della digitalizzazione dei servizi finanziari: la consulenza finanziaria automatizzata e i conflitti di interesse – 5. Considerazioni conclusive.

1. *I conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento: problemi definitivi e “il dovere di agire nel miglior interesse del cliente”*. – Il problema del conflitto di interessi è stato al centro delle controversie tra intermediari e clienti nate a seguito degli scandali che hanno scandito la storia più o meno recente del mercato finanziario: basti qui citare le vicende del “risparmio tradito”<sup>1</sup> e la crisi finanziaria globale<sup>2</sup>. La sentita necessità di regolare il fenomeno è dimostrata dagli interventi sempre più incisivi e dettagliati del legislatore europeo e delle conseguenti riforme del legislatore nazionale, considerato l'evidente fallimento del disincentivo reputazionale, che, come è stato osservato, non ha impedito l'espandersi del contenzioso in materia<sup>3</sup>.

Nella prestazione dei servizi di investimento, infatti, il conflitto di interessi si dimostra fisiologico e non superabile<sup>4</sup>, spesso (ma non sempre) connesso alla natura polifunzionale degli intermediari<sup>5</sup>. Proprio questa caratteristica dell'intermediazione è di-

---

<sup>1</sup> *Ex multis*, A. PERRONE, *La giurisprudenza sul c.d. risparmio tradito: un'analisi quantitativa*, in A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri*, Milano, 2008, 83 ss.; A. PERRONE-M. MUSITELLI, *La giurisprudenza milanese sul risparmio tradito: un'analisi quantitativa*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 158 ss. G. PRESTI-M. RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI, M. RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interessi: ricerca promossa dall'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa*, Bologna, 2007, 12 ss.

<sup>2</sup> Sul tema, F. CAPRIGLIONE, *I “prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata ai mutui sub-prime*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2008, 20 ss. Per un'analisi più globale del fenomeno storico, si veda A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019, 24-30.

<sup>3</sup> A. DI AMATO, *op. cit.*, 37-38.

<sup>4</sup> R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca Borsa tit. cred.* 2007, 431.

<sup>5</sup> In arg. si veda F. ANNUNZIATA, «Governance» delle banche e conflitti di interessi. *Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, Giugno

ventata uno dei motori della regolazione dei conflitti di interesse, laddove, prima, la direttiva n. 2004/39/CE (di seguito, MiFID I) e, poi, la direttiva n. 2014/65/UE (di seguito, MiFID II) rilevavano come “la gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato le possibilità di in-sorgenza di conflitti tra tali diverse attività e gli interessi dei clienti”<sup>6</sup>.

Ciononostante, nella normativa di settore, sia a livello europeo che nazionale, non è dato riscontrare una definizione di “conflitti di interessi”, risultando predominante la strada dell’approccio “casistico”<sup>7</sup>. Tra le proposte accolte anche dalla dottrina italiana per spiegare il rapporto tra intermediario e cliente, quale presupposto del conflitto di interessi, si fa spesso riferimento alla teoria economica dell’*Agency*<sup>8</sup>.

In particolare, il rapporto tra *principal* e *agent* sussiste ogni volta in cui il primo affida al secondo il compito di svolgere delle attività per proprio conto in riferimento ad un determinato settore<sup>9</sup>. Il problema del conflitto di interessi nell’ambito di tale rapporto sorge in quanto l’*agent* gode di un vantaggio informativo<sup>10</sup> nei confronti del *principal*, il quale, a sua volta, non è in grado di controllarne l’azione, così da incentivare comportamenti opportunistici<sup>11</sup> (*moral hazard* o *hidden ac-*

---

2004, 177, il quale osserva che “nelle banche, lo svolgimento congiunto dell’attività bancaria e dei servizi di investimento amplifica, inevitabilmente, il rischio del verificarsi di conflitti di interessi. Le interferenze tra attività creditizia e servizi di investimento possono generare conflitti di vario genere, e caratterizzati da diversi livelli di intensità”.

<sup>6</sup> Considerando 56 della MiFID II, che riprende quasi testualmente il considerando 29 della MiFID I. Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella mifid II*, par. 2, *L’evoluzione verso una disciplina “organizzativa” del conflitto di interessi (fino alla MiFID)*, in V. TROIANO-R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Milano, Edizione del Kindle, 2016.

<sup>7</sup> M. DE POLI, *I conflitti di interessi e gli inducements*, in M. CERA-G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario. Vol. 1: Prodotti e intermediari*, Bologna, 2020, 454, nt. 1.

<sup>8</sup> F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 118 ss. e, ivi 119, osserva, in riferimento all’*Agency Theory*, che “emerge come tale modello possa essere utilizzato per interpretare le relazioni contrattuali che intercorrono tra intermediario finanziario e cliente, in quanto aiuta l’interprete a individuare gli incentivi necessari che inducono una parte (l’intermediario) a fare ciò che è meglio per un’altra (il cliente), senza che vi siano (sempre) prescrizioni specifiche su ciò che deve essere fatto”. Anche G. PALAZZO-L. RETHEL, *Conflicts of Interest in Financial Intermediation*, in *Journal of Business Ethics*, 81.1, 2008, 194, descrive in questi termini il rapporto intermediario-investitore precisando che “*principal and agent enter a contractual relation in which the intermediary provides certain services – such as transaction and fiduciary services but also advisory and management services – to its client. These services are more or less concretely specified. In return, the client pays the intermediary a fee which might follow a fixed rate or depend on the intermediary’s performance*”. Si veda anche M. DE POLI, *I conflitti di interessi e gli inducements*, op. cit., 462; A. DI AMATO, op. cit., 41 ss.; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 19-20. Nella dottrina straniera, tra gli altri, sull’*Agency Theory*, S.A. ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem*, in *The American Economic Review*, 63.2, 1973, 134 ss.

<sup>9</sup> In questi termini, S.A. ROSS, op. cit., 134, “*We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems*”.

<sup>10</sup> G. PALAZZO-L. RETHEL, op. cit., 194.

<sup>11</sup> La difficoltà di controllare l’operato del *principal*, nella teoria economica, si risolve nei costi di agenzia e, in quest’ambito, J. ARMOUR, *Agency problems and the legal strategies*, in P. DAVIES, W-G. RINGE, G. HERTIG-J. ARMOUR-H. KANDA-E. ROCK-R. KRAAKMAN-H. HANSMANN-M. PARGENDLER-L. ENRIQUES-K. HOPT, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 29, osserva che “*the core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about the relevant facts, the principal cannot easily assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised. As*

tion)<sup>12</sup>, a discapito dei propri obblighi contrattuali. Viene quindi in rilievo la natura fisiologica del conflitto di interessi tra intermediario e cliente, il quale scaturisce in una forma di abuso solamente quando comporta il detrimento dell'interesse del *principal* a favore del beneficio dell'*agent*<sup>13</sup>.

Dal punto di vista giuridico, in dottrina si fa riferimento al rapporto gestorio<sup>14</sup> e la giurisprudenza domestica si esprime in termini non dissimili. Dall'analisi del contenzioso, infatti, si potrebbe affermare – secondo una definizione emblematica della posizione della giurisprudenza di merito, confermata anche in sede di legittimità<sup>15</sup> – che “il conflitto di interessi si sostanzia in una situazione specifica, data dall'incompatibilità obiettiva”<sup>16</sup> dell'interesse “concreto ed attuale” dell'intermediario, “contrario a quello del cliente”<sup>17</sup>, quando il primo era vincolato a perseguire l'interesse del secondo, anche a detrimento del proprio<sup>18</sup>.

Non sarebbe quindi sufficiente una mera concorrenza degli interessi, ma almeno un pericolo di pregiudizio per il cliente<sup>19</sup>. Ciò peraltro in linea con il Considerando 45 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565<sup>20</sup>, il quale, dando attuazione alla MiFID II, precisa che il conflitto di interessi rilevante ai fini della disciplina non sussiste ove “l'impresa possa conseguire un utile se non vi è nel contempo un possibile svantaggio per un cliente o che un cliente nei confronti del quale l'impresa ha degli obblighi possa conseguire un utile o evitare una perdita senza che vi sia una possibile perdita concomitante per un altro di tali clienti”<sup>21</sup>.

---

*a consequence, the agent has an incentive to act opportunistically, skimping on the quality of his performance, or even diverting to himself some of what was promised to the principal”.*

<sup>12</sup> F. SARTORI, *op. ult. cit.*, 119.

<sup>13</sup> A. DI AMATO, *op. cit.*, 47 ss.

<sup>14</sup> A. DI AMATO, *op. cit.*, nt. 66, 41.

<sup>15</sup> Cass. civ., 31/01/2017, n. 2529, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it), che esprime il seguente principio di diritto “Il conflitto d'interessi idoneo, ex art. 1394 c.c., a produrre l'annullabilità del contratto, richiede l'accertamento dell'esistenza di un rapporto d'incompatibilità tra gli interessi del rappresentato e quelli del rappresentante, da dimostrare non in modo astratto od ipotetico ma con riferimento al singolo atto o negozio che, per le sue intrinseche caratteristiche, consenta la creazione dell'utile di un soggetto mediante il sacrificio dell'altro”.

<sup>16</sup> Corte App. Milano, 25/01/2008, con nota di M. HOUBEN, *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 2, II, 150 ss.

<sup>17</sup> Così, Trib. Torino, 24/03/2006 e Trib. Torino, 16/02/2006 con nota di C. MARCHIANDI, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. Comm.*, 2, 2009, 376 ss.; Trib. Padova, 07/04/2005, con nota di M.C. BUTTURINI, *Violazione delle business rules da parte degli intermediari finanziari: la tutela dell'investitore fra nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 4, II, 526 ss.

<sup>18</sup> D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, *op. cit.*, 19 afferma “a mio avviso il principio di cura sostanziale dell'interesse della controparte c'è, è in una vecchia categoria ordinante, quella dei contratti con causa gestoria, che sono dominati dal precetto di raffigurarsi e di perseguire sempre al meglio, nella sostanza, l'interesse del *dominus*”.

<sup>19</sup> M. DE POLI, *op. cit.*, 461 ss.

<sup>20</sup> Di seguito nel testo, “Regolamento Delegato”.

<sup>21</sup> S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, 43-44 e *ivi* nt. 102 per il dibattito in dottrina e in giurisprudenza. Anche la giurisprudenza espressasi in tema di negoziazione in contropartita diretta sembra ora far prevalere questa impostazione. Sul punto Cass. 30 gennaio 2013, n. 2185, con nota E. GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 4, 2015, 425 ss. Nella decisione si legge “la negoziazione in contropar-

Date queste premesse, resta da indagare quali siano le caratteristiche di quell'interesse che l'intermediario è chiamato a garantire. La disciplina delle regole di condotta degli intermediari è invero orientata alla tutela primaria del "miglior interesse del cliente"<sup>22</sup> posto a presidio della protezione degli investitori<sup>23</sup>. L'art. 21 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, t.u.f.), replicando la normativa europea, impone infatti agli intermediari di "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti" oltre che "per l'integrità dei mercati". In questo senso, allora, come è stato rilevato in giurisprudenza, l'intermediario sarebbe titolare di un ufficio di diritto privato<sup>24</sup> in quanto "costituisce principio ormai consolidato che l'Intermediario deve agire curando al meglio l'interesse dell'investitore, alla stregua di un cooperatore sostanziale di quest'ultimo, a tutela dell'integrità dei mercati, quale principio di ordine pubblico economico"<sup>25</sup>. La disciplina, pertanto, tende sì alla protezione dell'investitore, ma da ultimo in funzione dell'integrità e del corretto funzionamento del mercato.

Di conseguenza, l'interesse del cliente rileva in termini oggettivi divenendo indisponibile per le parti<sup>26</sup>, in quanto "finisce con il coincidere con l'interesse del sistema a che le risorse finanziarie messe a disposizione dagli investitori siano gestite in maniera efficiente, dagli intermediari, attraverso condotte, diligenti, corrette e trasparenti"<sup>27</sup>.

---

tita diretta costituisce uno dei servizi d'investimento al cui esercizio l'intermediario è autorizzato, al pari della negoziazione per conto terzi, come risulta dalle definizioni contenute nell'art. 1 del TUF. Essa perciò rientra tra le modalità con le quali l'intermediario può dar corso ad un ordine di acquisto o vendita di strumenti finanziari impartitogli dal cliente, e tanto basta ad escludere che l'esecuzione di un siffatto ordine in conto proprio da parte dell'intermediario configuri, di per sé sola, un'ipotesi di annullabilità dell'atto in forza degli artt. 1394 o 1395 c.c.". Tra la giurisprudenza di merito, ad esempio, Trib. Roma 13 giugno 2005, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it), secondo la quale "Il conflitto di interessi non ricorre automaticamente quando l'intermediario diviene controparte contrattuale del cliente nel negozio avente ad oggetto gli strumenti finanziari (ad es., procedendo alla negoziazione diretta del titolo richiesto dal cliente), né allorché l'intermediario diviene portatore dell'interesse al conseguimento della commissione (ad es., nella negoziazione per conto terzi), ravvisandosi in tali situazioni la normale contrapposizione di interessi delle controparti, che si verifica in tutti i rapporti contrattuali, ma occorre che l'intermediario abbia un interesse a trasferire al cliente quell'elevatissimo rischio che altrimenti correrebbe in proprio detenendo appunto quei titoli che il cliente acquisisce". S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, nt. 102, 44 per il dibattito in dottrina e in giurisprudenza.

<sup>22</sup> In arg. si veda il considerando 71 della Direttiva MiFID II. Sull'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente si veda L. ENRIQUES-M. GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *Italian Law Journal*, 3, 2017, 485 ss.

<sup>23</sup> La tutela degli investitori, in continuità con le previsioni della MiFID, si pone tra i principali obiettivi della Direttiva MiFID II; in tema, infatti, il considerando 70 afferma che "un sempre maggior numero di investitori opera nei mercati finanziari e fruisce di un'offerta di servizi e strumenti sempre più ampia e complessa; in considerazione di tali sviluppi è necessario prevedere una certa armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l'Unione". Inoltre, al considerando 86 si legge "uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori".

<sup>24</sup> In dottrina, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giustizia Civile*, 2, 2020, 321 ss., spec. 335 ss.; d'accordo anche A. DI AMATO, *op. cit.*, 54-56.

<sup>25</sup> Corte App. Milano, 18/09/2013, con nota di A. TUCCI, *Interest rate swaps: "causa tipica" e "causa concreta"*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 3, 2014, 291 ss.

<sup>26</sup> In questo senso, R. DI RAIMO, *op. cit.*, 342, secondo il quale "il perseguimento dell'interesse del cliente costituisce finalità istituzionale primaria dell'intermediario che ne è affidatario; non costituisce cioè, si ripete ancora una volta, finalità contrattualmente disponibile per le parti".

<sup>27</sup> A. DI AMATO, *op. cit.*, 55.

2. *L'evoluzione delle tecniche di contrasto ai conflitti di interesse nella disciplina nazionale e europea: dall'informazione all'organizzazione della MiFID I.* – Dal punto di vista dell'evoluzione della disciplina, inizialmente, il problema del conflitto di interessi è stato affrontato dal legislatore nazionale con particolare severità. Invero, con il primo intervento normativo sui conflitti di interesse, la legge 2 gennaio 1991, n. 1. – la c.d. Legge Sim – vietava alle Sim di compiere operazioni con o per conto della propria clientela qualora versassero in conflitto di interesse, salvo che il cliente, ricevuta apposita comunicazione, avesse preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all'operazione (art. 6, co. 1, lett. g).

Solamente con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim), è stato introdotto nella disciplina l'elemento organizzativo, grazie all'intervento del legislatore europeo, che, con la direttiva n. 93/22/CE, deviò verso la tradizione anglosassone<sup>28</sup>, imponendo un sistema<sup>29</sup> basato sulla prevenzione dei conflitti di interesse<sup>30</sup>. Pertanto, l'allora art. 17, co. 1, lett. a) richiedeva alle imprese di investimento e alle banche di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento".

Gli orientamenti comunitari cambiano nuovamente con la MiFID I, nella quale, come si è anticipato, il regolatore europeo prende atto dell'impossibilità di eliminare i conflitti di interesse, poiché ontologicamente legati alla realtà dell'intermediazione<sup>31</sup>. La MiFID I introduce quindi una disciplina rigorosa che però allo stesso tempo conferma la via della "procedimentalizzazione"<sup>32</sup> dei conflitti di interessi. L'art. 21, co. 1-bis, t.u.f.<sup>33</sup>, infatti, prescriveva agli intermediari di dotarsi di presidi organizzativi per *identificare* i possibili conflitti di interesse e *gestirli* per neutralizzare gli eventuali risvolti negativi sui clienti. L'obbligo di *disclosure* – contrariamente al funzionamento della precedente disciplina – doveva intervenire esclusivamente nel caso in cui i sistemi organizzativi non fossero stati in grado di evitare, "con ragionevole certezza", il rischio

---

<sup>28</sup> S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il "decreto eurosim" e prima e dopo la recezione della mifid)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2011, 293-294, il quale, interrogandosi sulla ragione del cambiamento di prospettiva, sottolinea: "non esiste: esiste soltanto la ragione lobbistica (la norma è focalizzata sull'interesse dell'impresa di investimento), temperata dalla "decenza" di dover giustificare in qualche modo (imponendo un vago dovere di "assicurare al cliente trasparenza ed equo trattamento") l'autorizzazione legale, inopinatamente concessa agli intermediari, ad operare in conflitto di interessi. L'archetipo (alla lontana) è quello dell'autorizzazione, generale e di principio, alle imprese industriali pericolose. Il rischio insito nell'operazione fatta in situazione pericolosa (in conflitto di interessi) grava sul cliente (sull'ambiente, sul mercato); del danno (eventuale, anzi probabile) che derivi dall'operazione pericolosa l'imprenditore risponde soltanto per colpa (per non avere adottato "tutte le misure idonee a evitare il danno" [art. 2050 c.c.]".

<sup>29</sup> S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 293.

<sup>30</sup> Cfr. A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2009, 10, per il passaggio dalla prevenzione alla gestione della MiFID I.

<sup>31</sup> In generale, sulle novità della MiFID I nella disciplina del conflitto di interessi si veda, tra gli altri, L. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 6, 2005, 844 ss.

<sup>32</sup> A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 10.

<sup>33</sup> La norma riprende le previsioni degli artt. 13, par. 3, e 18 MiFID I.

di danneggiare gli interessi del cliente<sup>34</sup>, che, in tal caso, quindi andava avvertito.

Si profila così una strategia normativa costruita sul “potenziamento dell’autonomia/responsabilità nell’azione degli intermediari ... primo fra i “principi” di vigilanza nel t.u.f. “post – Mifid””<sup>35</sup>, in linea con un generale arretramento della *disclosure* come mezzo di tutela<sup>36</sup>, che qui assume le sembianze di uno strumento di *extrema ratio*<sup>37</sup>. Infatti, il principio “*disclose or abstain*” tipico della normativa precedente sopravvive alla riforma, giacché il consenso dell’investitore diviene necessario in caso di pregiudizio, seppur in via subordinata e tacita. Anche la Corte di Cassazione si esprime in questi termini laddove osserva che “il passaggio normativo rilevante sta piuttosto nel fatto non già che l’intermediario possa prescindere dal consenso dell’investitore, ma che quel consenso che in precedenza doveva essere prestato in forma espressa oggi può essere manifestato anche per mezzo di un comportamento concludente, quale è da ravvisarsi nel fatto che l’investitore, debitamente notiziato della conflittualità dell’operazione, non si opponga ad essa e ne autorizzi così tacitamente la conclusione”<sup>38</sup>.

Nella MiFID<sup>39</sup>, il divieto, quale tecnica di contrasto agli abusi del conflitto di interessi, rimane solamente nella disciplina degli *inducements*; trattasi di incentivi monetari e non monetari che potrebbero portare l’intermediario a privilegiare il proprio interesse a ricevere il beneficio a discapito di quello del cliente, salvo sia quest’ultimo a corrisponderli. La disciplina però ammetteva un’eccezione alla regola ove la misura degli incentivi fosse comunicata al cliente, venisse garantita una migliore qualità del servizio e non fosse così ostacolato l’obbligo di servire al meglio l’interesse del cliente. Tuttavia, si è giustamente osservato come l’assenza di un obbligo dell’intermediario di dar prova dell’incremento della qualità del servizio abbia, di fatto, reso tutti gli incentivi automaticamente compatibili con l’eccezione<sup>40</sup>.

Il sistema così ideato, infine, non si è dimostrato idoneo ad assicurare un’efficacia tutela dell’investitore dagli abusi degli intermediari, tanto da spingere il regolatore eu-

<sup>34</sup> Il nuovo Regolamento Intermediari e il Regolamento congiunto Banca d’Italia davano attuazione alla MiFID I e alla direttiva 2006/73/CE di secondo livello sui conflitti di interesse. Rispettivamente delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e provvedimento congiunto Banca d’Italia – Consob del 29 ottobre 2007.

<sup>35</sup> A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 9. Osservano, inoltre, S. GRUNDMANN-P. HACKER, *Conflicts of Interest*, in D. BUSCH, F. GUIDO, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, 181-182, che le regole di organizzazione imposte agli intermediary finanziari si differenziano da quelle tipiche del diritto societario, in quanto “*it does not only specify the work of the organs of the company and impose duties on members of such organs, but also independently specifies structural duties well below the level of organs. Under general company law, these aspects would rather be subject of duties of proper organization imposed on the board, but whose arrangement as such and certainly whose details would be left to the board’s discretion*”.

<sup>36</sup> Sul punto, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1, 2015, 33 ss.

<sup>37</sup> N. MOLONEY, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK.*, Cambridge, 2010, 215. Al contrario, L. ENRIQUES, *L’intermediario in conflitto d’interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d’investimento*, *op. cit.*, 854-855, ritiene che ciò sia avvenuto a discapito della tutela dell’investitore, prima maggiormente protetto dall’obbligo preventivo di *disclosure* del conflitto di interesse, che con questo intervento normativo veniva subordinato all’ampia discrezionalità dell’intermediario.

<sup>38</sup> Cass., 15/07/2021, n. 20251, disponibile su [www.dejure.it](http://www.dejure.it).

<sup>39</sup> Art. 26 direttiva 2006/73/CE.

<sup>40</sup> A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2, 2016, 135 e *ivi* riferimenti.



ropeo a tornare ad un modello improntato alla prevenzione e con una maggiore incisività per i divieti.

3. *La MiFID II: una conferma ai presidi organizzativi, ma con ridotti margini di autonomia.* – L’assetto normativo disposto dalla MiFID II è intervenuto a seguito della crisi finanziaria ed è stata pertanto influenzata dagli eventi che l’hanno caratterizzata<sup>41</sup>. Nonostante la riforma abbia generalmente confermato le scelte della MiFID I in materia di conflitti di interesse<sup>42</sup>, il regolatore europeo è tornato, in parte, sui suoi passi assumendo un approccio più rigido in riferimento alle regole di procedimentalizzazione, alla *disclosure* e alla disciplina degli *inducement*.

Quanto al primo aspetto, nella regolazione dei conflitti di interessi si sente nuovamente l’esigenza della “prevenzione”. La disciplina, infatti, ora richiede agli intermediari di “prevenire” oltre che “identificare” e “gestire” i conflitti di interesse (artt. 16 e 23 MiFID II<sup>43</sup> e art. 21 t.u.f.<sup>44</sup>). In questo senso, allora, l’obiettivo non sembra essere più solo quello di ridurre al minimo i conflitti di interesse, ma, laddove possibile, di eliminarli del tutto<sup>45</sup>.

<sup>41</sup> N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 336. Cfr. anche M. DE POLI, *op. cit.*, 482 e nt. 88.

<sup>42</sup> *Ex multis*, F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Rivista delle Società*, 4, 2018, 1100 ss.

<sup>43</sup> *Ex art.* 16, par. 3, MiFID II, “Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all’articolo 23, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti”. *Ex art.* 23, MiFID II “1. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Sono soggetti a tale norma anche i conflitti d’interesse determinati dall’ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento. 2. Quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall’impresa di investimento a norma dell’articolo 16, paragrafo 3, per impedire conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l’impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi. 3. Tali informazioni di cui al paragrafo 2: a) sono fornite su un supporto durevole e b) sono sufficientemente dettagliate, considerate le caratteristiche del cliente, da consentire a quest’ultimo di prendere una decisione avvertita sul servizio nel cui contesto sorge il conflitto d’interesse”.

<sup>44</sup> Ai sensi dell’art. 21, co. 1-bis, t.u.f., nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, gli intermediari devono: “a) adottano ogni misura idonea ad identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali soggetti, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi; b) mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti; c) quando le disposizioni organizzative e amministrative adottate a norma della lettera b) non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi; d) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”.

<sup>45</sup> F. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 1118-1119. In questi termini e più ampiamente sul ritorno alla preven-

Per disciplinare le regole di organizzazione e al fine di dare attuazione alla normativa di primo livello, il legislatore europeo questa volta ha scelto lo strumento del Regolamento Delegato, così garantendo “il massimo grado di uniformazione tra i vari Paesi”<sup>46</sup>. Di conseguenza, l’attuale formulazione del Regolamento Intermediari<sup>47</sup>, all’art. 92, co. 3, si limita a richiamarne le relative disposizioni.

In particolare, l’art. 33 del Regolamento Delegato tipizza cinque fattispecie di conflitto di interessi, identificandole in: ipotesi di guadagno per l’intermediario ai danni del cliente, deviazione dall’interesse del cliente, incentivi finanziari a favore di un altro cliente ai danni del cliente interessato, concorrenza con l’attività del cliente, incentivi da parte di terzi<sup>48</sup>. La norma qualifica tali fattispecie come “criterio minimo”, pertanto, gli intermediari saranno tenuti a considerare ogni ulteriore ipotesi (anche derivante da rapporti di gruppo ai sensi dell’art. 34, par. 1).

È quindi dovere degli intermediari elaborare una “efficace politica” sui conflitti di interesse – da rivedersi annualmente – che sia “adeguata alle dimensioni e all’organizzazione dell’impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell’attività svolta” (art. 34, par. 1). Tale politica deve in primo luogo garantire l’identificazione dei conflitti di interesse che potrebbero danneggiare il cliente (art. 34, par. 2, lett. a) mediante il processo di *risk assesment*<sup>49</sup> e definire le procedure organizzative “per [poterli] prevenire o gestire” (art. 34, par. 2, lett. b).

La candidata per tale compito è dunque la Funzione di *Compliance*, la quale “svolge un’importante azione di verifica e di prevenzione che si concretizza in un intervento trasversale sui processi aziendali, volto a identificare, gestire e monitorare gli eventuali rischi di non conformità e a informare gli organi amministrativi della banca o dell’impresa di investimento”<sup>50</sup>. Effettuato l’*assesment* delle possibili situazioni di conflitti di interesse e la valutazione del livello di gravità degli stessi, dovranno essere predisposte procedure e piani di formazione, secondo il processo “*assesment...gap analysis...action plan*”<sup>51</sup>.

---

zione, anche A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella mifid II*, par. 3, *Le novità introdotte in materia dalla MiFID II: dalla “gestione” alla “prevenzione” del conflitto di interessi*, in V. TROIANO, R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Milano, Edizione del Kindle, 2016.

<sup>46</sup> M. DE POLI, *op. cit.*, 485.

<sup>47</sup> Delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018. Il Regolamento congiunto di Banca d’Italia e Consob vede di conseguenza abrogate le norme sui conflitti di interesse.

<sup>48</sup> Testualmente, l’art. 33 del Regolamento Delegato indica le seguenti fattispecie “a) è probabile che l’impresa, il soggetto o la persona realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria a spese del cliente; b) l’impresa, il soggetto o la persona hanno nel risultato del servizio prestato al cliente o dell’operazione realizzata per suo conto un interesse distinto da quello del cliente; c) l’impresa, il soggetto o la persona hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato; d) l’impresa, il soggetto o la persona svolgono la stessa attività del cliente; e) l’impresa, il soggetto o la persona ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di benefici monetari o non monetari o di servizi”.

<sup>49</sup> P. SASSI, *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interesse: Funzione di Compliance, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interessi: ricerca promossa dall’Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa*, M. ANOLLI-A. BANFI-G. PRESTI-M. RESCIGNO (a cura di), Bologna, 2007, 188. Nel dettaglio, A. DI AMATO, *op. cit.*, 83 ss.

<sup>50</sup> P. SASSI, *op. cit.*, 186.

<sup>51</sup> P. SASSI, *op. cit.*, 189. Cfr. anche A. DI AMATO, *op. cit.*, 94.

Nella definizione della politica di gestione dei conflitti di interesse, l'art. 34 prescrive nuovamente delle misure "minime", infatti, gli assetti organizzativi devono essere adeguati alle dimensioni dell'impresa. Tra queste, la norma fa riferimento alle "Chinese walls" che impediscono, anche fisicamente, lo scambio di informazioni all'interno dell'impresa quando tale flusso potrebbe generare situazioni di conflitto di interesse idonee a danneggiare i clienti (art. 34, par. 3, lett. a). Tale strumento viene utilizzato altresì per separare gli analisti finanziari che partecipato alla ricerca in materia di investimenti, disciplinata dagli artt. 36 e 37<sup>52</sup>. La norma richiede ancora misure: di vigilanza separata, di autonomia della retribuzione, di eliminazione di influenze indebite e di controllo su soggetti che svolgono più attività (art. 34, par. 3, da lett. b) a e)<sup>53</sup>. A completamento della disciplina generale, è previsto che gli intermediari tengano un registro dei servizi di investimento da cui possa derivare grave pregiudizio per il cliente (art. 35).

Per quanto riguarda gli incentivi, la MiFID II, pur mantenendo la struttura divieto/eccezione precedente, ha dettato una disciplina *ad hoc* per i servizi di consulenza in materia di investimenti su base indipendente e gestione di portafogli<sup>54</sup>. In entrambi, infatti, viene previsto un divieto più severo che soffre esclusivamente l'eccezione di "benefici non monetari di entità minima" purché siano comunicati al cliente, possano migliorare la qualità del servizio e non ledere il dovere di agire nel migliore interesse del cliente. In merito, si è osservato che per la gestione di portafogli si tratta della "naturale evoluzione di una tradizionale avversione agli *inducements* in ragione della ridotta possibilità di un loro effettivo contributo all'incremento della qualità del servizio, per la consulenza indipendente ... la corresponsione di un pagamento ... è contraddittoria con la sua caratteristica di terzietà"<sup>55</sup>.

Infine, il Regolamento Delegato, innovando rispetto alla precedente disciplina, fornisce norme più dettagliate in riferimento a determinate attività. Queste sono rubricate tutte come "supplementari" e sono relative alla assunzione a fermo o collocamento (art. 38), alla determinazione del prezzo delle offerte relativamente all'emissione di strumenti finanziari (art. 39), al solo collocamento (art. 40), alla consulenza, distribuzione e collocamento di strumenti propri (art. 41), al prestito o alla fornitura di credito nel contesto dell'assunzione a fermo o del collocamento (art. 42).

Come anticipato, la MiFID II conferma altresì il ruolo della *disclosure* nella disciplina della gestione dei conflitti di interesse; pertanto, l'attuale art. 21 t.u.f. prevede che essa debba intervenire solamente quando le misure organizzative adottate non siano "sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato". Tuttavia, viene posta maggiore attenzione sulla qualità dell'informazione, giacché la disciplina ora precisa che tale informativa deve essere fornita

---

<sup>52</sup> S. GRUNDMANN-P. HACKER, *op. cit.*, 183.

<sup>53</sup> Cfr. S. GRUNDMANN-P. HACKER, *op. cit.*, 183-184 in riferimento alla direttiva 2006/73/CE di secondo livello sui conflitti di interesse, che, in questa parte, è rimasta sostanzialmente immutata.

<sup>54</sup> Nella disciplina italiana, artt. art. 24, co. 1-bis e 24-bis, co. 2., lett. b) t.u.f. Trattasi, peraltro, dei due servizi di investimento più rischiosi considerando che l'intermediario ha più spazio di discrezionalità provvedendo autonomamente, nel primo caso, a fornire raccomandazioni e, nel secondo, alle decisioni di investimento. Non a caso, la normativa richiede regole di comportamento più stringenti, in quanto l'intermediario è tenuto ad effettuare la valutazione dell'adeguatezza, che è più rigida rispetto a quella di appropriatezza.

<sup>55</sup> A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, cit., 136.

ta al cliente su supporto durevole e deve contenere “una descrizione specifica dei conflitti di interesse”, che sia comprensiva della natura e delle fonti dei conflitti e calibrata sulla natura del cliente, affinché assuma una decisione informata.

Al fine di evitare che la *disclosure* venga sfruttata dagli intermediari in maniera non conforme alla *ratio* dell’istituto, la comunicazione al cliente viene espressamente definita come “misura estrema” (art. 34, par. 4, Regolamento Delegato) e, pertanto, dall’“eccessivo ricorso alla comunicazione” non potrà che derivare “una carenza della politica sui conflitti di interesse dell’impresa di investimento” (art 34, par. 5, Regolamento Delegato).

In definitiva, la disciplina dei conflitti di interessi si basa sul paradigma degli assetti organizzativi adeguati alla natura e alle dimensioni dell’impresa<sup>56</sup>, il quale, come l’Autore cui quest’opera è dedicata ha affermato, “assurge a canone necessario di organizzazione dell’impresa, sul piano gestorio, amministrativo e contabile, e, conseguentemente, a direttrice fisiologica dell’attività, strumento di tracciabilità dei processi, criterio di valutazione della responsabilità di amministratori, dirigenti e controllori”<sup>57</sup>.

Invero, le regole di organizzazione rimangono il presidio principale contro i danni che i conflitti di interessi possono cagionare agli investitori, mentre la *disclosure* viene confinata ai margini della disciplina, così come i divieti residuano solamente in maniera marginale. Tuttavia, il legislatore assume nuovamente un’ottica di prevenzione oltre che di gestione e interviene con regole di maggiore dettaglio arginando l’ambito di autonomia lasciato agli intermediari<sup>58</sup>. Tale tendenza è peraltro rafforzata dalle regole di *product governance*<sup>59</sup>, annoverabili anch’esse tra i presidi organizzativi, atteso che “*the target market helps to define the preferences of the client, it reduces discretion of the firm to offer products and thus limits the scope for biased advice based on conflicts of interest*”<sup>60</sup>.

Resta da chiedersi se l’approccio scelto dal regolatore possa apprezzarsi anche rispetto ai cambiamenti che il mercato sta affrontando in reazione al rinnovato contesto finanziario e tecnologico dell’era Fintech.

---

<sup>56</sup> A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella mifid II*, par. 2, *L’evoluzione verso una disciplina “organizzativa” del conflitto di interessi (fino alla MiFID)*, in V. TROIANO, R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Milano, Edizione del Kindle, 2016.

<sup>57</sup> P. MONTALENTI, *La Corporate Governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario in generale*, in V. CALANDRA BUONAURA-A. BARTOLACELLI-F. ROSSI, *L’ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Atti del Convegno, Modena, Dipartimento di giurisprudenza dell’Università di Modena e Reggio Emilia, 26 Ottobre 2012*, Milano, 2014, 19 e *ivi*, 7 ss., più ampiamente sulla *governance* degli intermediari finanziari.

<sup>58</sup> Sul punto, F. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 1118-1119.

<sup>59</sup> Si tratta di un insieme di regole sulla produzione e distribuzione degli strumenti finanziari – annoverabili tra le regole di organizzazione – che anticipano la tutela dell’investitore al momento della genesi stessa dei prodotti finanziari e rappresenta. Sul punto, G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 4, 2021, 567 “l’elemento caratterizzante della disciplina si coglie immediatamente. La tutela dell’investitore retroagisce al tempo del “concepimento” dello strumento finanziario da parte dell’intermediario, il quale è tenuto a strutturare lo strumento finanziario in modo che fin dall’origine abbia le caratteristiche di durata/rischio/rendimento necessarie per soddisfare le esigenze di investimento di una specificata classe di investitori”.

<sup>60</sup> S. GRUNDMANN-P. HACKER, *op. cit.*, 186 e *ivi*, 185-186 più ampiamente.

4. *Note sull'impatto della digitalizzazione dei servizi finanziari: la consulenza finanziaria automatizzata e i conflitti di interesse.* – Come ormai ben noto, la c.d. rivoluzione Fintech<sup>61</sup> non ha risparmiato il settore dei servizi di investimento che grazie allo sviluppo delle tecnologie vedono sempre più sfruttati i canali di erogazione a distanza. Tra i servizi Fintech che possono ricondursi nell'alveo della disciplina mobiliare si annovera la c.d. *robo-advice* o, mutandola nella lingua italiana, la consulenza finanziaria automatizzata, che, pur in assenza di una nozione univoca, può essere definita come un servizio di investimento fornito *online* tramite l'uso di algoritmi<sup>62</sup>.

Più specificatamente, la consulenza finanziaria automatizzata racchiude in sé i tre criteri minimi che, secondo un recente studio del Parlamento Europeo, accomunano le attività Fintech: “[1] *it is a technology-driven financial service*, [2] *which provides a new solution, a new business model or an alternative to, what already exists in the financial sector*, [3] *and offers a significant added value to any of the stakeholders involved in the value chain (mainly the consumer)*”<sup>63</sup>.

Iniziando dall'ultimo dei criteri, senza pretesa di esaustività, tra i benefici comunemente attribuiti a questo servizio si potrebbero qui citare la riduzione dei costi connessi alla consulenza, l'ampiamento della platea degli investitori cui erogare il servizio e la migliore qualità delle raccomandazioni, data dalle maggiori potenzialità della tecnologia rispetto alle capacità umane<sup>64</sup>.

In riferimento al criterio tecnologico, come anticipato, la consulenza finanziaria automatizzata si fonda sull'erogazione del servizio tramite portali *online* e sull'uso degli algoritmi. In base al grado di automazione o, al contrario, di compartecipazione dell'attività umana, si possono distinguere tre modelli di *robo advisors*. Si individua così la *robo4advice*, dove il cliente ha contatti solamente con l'intermediario umano, che è invece colui che sfrutta il servizio automatizzato, il modello ibrido dove il servizio è in parte automatizzato e in parte erogato tradizionalmente e, infine, il modello totalmente automatizzato, dove l'intermediazione umana scompare<sup>65</sup>.

<sup>61</sup> Se si può comunemente affermare che il fenomeno si riferisce all'uso della tecnologia nel settore della finanza, allo stesso tempo non c'è unitarietà di vedute sulla definizione. Si veda sul punto, M.T. PARACAMPO, *FinTech e la Strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*. Vol. I, e-Book, 2021, 5 ss.

In generale, è condivisa l'opinione che assegna al fenomeno una natura rivoluzionaria, attesa la sua capacità di travolgere i tradizionali canali di erogazione dei servizi finanziari, di creare nuovi modelli di business, di consentire a nuovi attori di inserirsi nel mercato. Sull'argomento, tra gli altri, C. SCHENA-A. TANDA-C. ARLOTTA-G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria*, in *Quaderni Fintech, Consob*, n. 1, 2018, 5 ss. disponibile sul sito dell'Autorità.

<sup>62</sup> P. MAUME, *Regulating Robo-Advisory*, in *Texas International Law Journal*, 55.1, 2019, 61.

<sup>63</sup> A. FRAILE CARMONA-A. GONZÁLEZ-QUEL LOMBARDO-R. RIVERA PASTOR-C. TARÍN QUIRÓS-J.P. VILLAR GARCÍA-D. RAMOS MUÑOZ-L. CASTEJÓN MARTÍN, *Competition Issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Luxembourg: Publications Office, 2019, 47.

<sup>64</sup> Si veda P. PIA, *La consulenza finanziaria automatizzata*, Collana Banca Finanza e PMI, e-Book, 2017, 90-92, e *ivi* per i rischi 92-95.

<sup>65</sup> In questi termini, tra gli altri, P. PIA, *op. cit.*, 112; F. SARTORI, *Brevi note in tema di consulenza finanziaria automatizzata*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, Edizione del Kindle, 55.; M.T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Vol. I, e-Book, 2021, 204-205.

Quanto al secondo criterio, tra i servizi finanziari resi dai *robo advisors* solo alcuni rappresentano attività regolate<sup>66</sup>, pertanto, la presente analisi è limitata a due modelli di *business*. Nel primo, viene fornita una vera e propria “consulenza in materia di investimenti” intesa come “prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, ... relative a strumenti finanziari” ex art. 1, co. 5-septies, t.u.f.<sup>67</sup>. La consulenza può essere poi combinata con un servizio di monitoraggio dei prodotti acquistati dal cliente in funzione degli sviluppi del mercato<sup>68</sup>. Nel secondo, oltre all’attività di consulenza, il *robo advisor* presta anche il servizio di gestione di portafogli ex art. 1, co. 5-septies, t.u.f.<sup>69</sup> che è normalmente diretto al ribilanciamento del portafoglio secondo gli obiettivi di investimento iniziali, salvo una successiva modifica del profilo di rischio del cliente che implicherebbe una nuova raccomandazione e nuovi ordini di investimento<sup>70</sup>.

La definizione di consulenza finanziaria automatizzata proposta dall’ESMA rispecchia l’offerta proposta dal mercato, in quanto per *robo-advice* si intende: *the provision of investment advice or portfolio management services (in whole or in part) through an automated or semi-automated system used as a client-facing tool* (di seguito, linee guida o *Final Report*)<sup>71</sup>.

Chiarito in che termini la *robo advice* ricada tra le attività regolate, alla stessa dovranno applicarsi le norme previste per i conflitti di interessi: le regole di organizzazione, gli obblighi di *disclosure* e la disciplina degli *inducement*. Al momento, infatti, la scelta delle istituzioni nazionali ed europee è quella di non disciplinare le attività *FinTech* con norme *ad hoc*, in virtù del principio di neutralità tecnologica<sup>72</sup>.

Si tratta però di un servizio che attese le sue modalità di erogazione presenta alcune peculiarità. Dall’analisi dell’offerta del mercato, si è osservato<sup>73</sup> che sempre più spesso banche o fondi di investimento prestano direttamente il servizio di consulenza finanziaria automatizzata alla propria clientela, sia nell’ambito di rapporti di gruppo che come servizio integrato nell’impresa. In queste ipotesi, il rischio di operare in conflitto di interessi si differenzia rispetto a quello rappresentato dalle *start up stand alone*<sup>74</sup>, se si

<sup>66</sup> Ad esempio, tra i servizi non rientranti nell’ambito di applicazione della MiFID in quanto non personalizzati, N. LINCiano-P. SOCCORSO-R. LENER (a cura di), *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech* n. 3, gennaio 2019, 8, disponibile sul sito dell’Autorità, individuano “raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di asset allocation finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitori tipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti”.

<sup>67</sup> Così anche art. 4, par. 1, lett. e), MiFID II.

<sup>68</sup> P. MAUME, *Robo-advisors*, Luxembourg, European Parliament, 2021, 12, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662928/IPOL\\_STU\(2021\)662928\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662928/IPOL_STU(2021)662928_EN.pdf) (ultimo accesso, 24/11/2021).

<sup>69</sup> La norma riprende la definizione dell’art. 4, par. 1, n. 8, MiFID II.

<sup>70</sup> P. MAUME, *op. ult. cit.*, 12, 17, 25.

<sup>71</sup> ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements* (ES-MA35-43-869/28 May 2018).

<sup>72</sup> F. SARTORI, *op. ult. cit.*, 60.

<sup>73</sup> In questi termini, per il mercato Italiano, N. LINCiano-P. SOCCORSO-R. LENER, *op. cit.*, 10-11; per il mercato europeo P. MAUME, *op. ult. cit.*, 31ss.

<sup>74</sup> Per questa dicitura, il lavoro di N. LINCiano-P. SOCCORSO-R. LENER, *op. cit.*, 10, che così definisce le imprese *start-up* che forniscono il servizio in maniera del tutto indipendente rispetto alle banche.

considera, oltre alle dimensioni dell'organico della banca, il bacino di offerta molto maggiore così come le sue relazioni nel mercato<sup>75</sup>.

Pertanto, dal punto di vista operativo, l'elaborazione dell'algoritmo dovrebbe essere considerata tra le misure di organizzazione<sup>76</sup>, consentendo così un miglioramento della *governance* dei conflitti di interesse ad esempio "attraverso blocchi informatici e di operatività con riferimento al personale 'rilevante', nonché di predisposizione di profili di utenza differenziati per ogni singolo operatore e che potrebbero essere oggetto di monitoraggio, anche automatizzato. ... [le] *chinese wall* ... *alert* automatici ... l'elaborazione dell'informativa nell'ambito della *disclosure* dei conflitti, nonché l'alimentazione automatica del registro dei conflitti"<sup>77</sup>.

Tuttavia, ciò che più rileva è che l'algoritmo deve essere programmato in modo da rispecchiare il "migliore interesse del cliente", pretendendosi, in caso di rischio di lesione, che l'operazione non venga compiuta *prima* dell'adempimento dell'obbligo di *disclosure*<sup>78</sup>. In questo modo, in presenza di un conflitto di interessi al momento del sorgere del rapporto, l'intermediario adempierà agli obblighi di condotta imposti dalla disciplina vigente, che, a sua volta, non subirà particolari ripercussioni a causa della modalità di erogazione del servizio. Al contrario, la situazione si complica laddove il servizio si sostanzia in un rapporto di durata, dove, come anticipato, generalmente la consulenza iniziale si combina alla gestione di portafoglio. Si è, infatti, osservato<sup>79</sup> che l'automazione insista nel funzionamento della *robo-advice* è poco compatibile con una comunicazione al cliente che miri ad ottenerne l'autorizzazione, poiché in questa fase non sono previsti contatti tra le parti. La scelta quindi dell'algoritmo non potrà che essere quella di non compiere l'operazione, in presenza del rischio di ledere gli interessi del cliente. Si tratta di un caso evidente in cui la *disclosure* non solo arretra, ma è uno strumento che mal si concilia con la nuova realtà creata dai sistemi automatizzati.

Di fronte a tali difficoltà applicative, dunque, viene spontaneo chiedersi se sia o meno necessario un intervento del legislatore. La questione regolatoria è uno dei temi che ha più infervorato il dibattito sviluppatosi attorno al fenomeno Fintech, dove entrambe le fazioni – regolare o non regolare – non mancano di sostenitori<sup>80</sup>.

Può però senz'altro dirsi auspicabile un contributo chiarificatore dell'ESMA sul *design* dell'algoritmo in riferimento alla disciplina dei conflitti di interesse che nel complesso non risulta doversi allontanare dall'approccio organizzativo<sup>81</sup>.

Un'azione in tal senso sarebbe, peraltro, in linea con il *Final Report* dell'*Authority*. Da un lato, è vero che le linee guida manifestano una certa cautela delle istituzioni europee sul tema, non solo perché costituiscono uno strumento di *soft law*, ma anche per-

---

<sup>75</sup> Così P. MAUME, *op. ult. cit.*, 31.

<sup>76</sup> P. MAUME, *op. ult. cit.*, 35.

<sup>77</sup> N. LINCiano-P. SOCCORSO-R. LENER, *op. cit.*, 68.

<sup>78</sup> In questi termini, P. MAUME, *op. ult. cit.*, 35-36, dove anche si legge "*the investment firm always needs to act in the best interest of the client according to Art. 24(1) MiFID2. Thus, the issue here is not which advice to give or which investment decision to make. This is determined by Art. 24(1) MiFID2. The issue is (only) if disclosure is required – and if this is not possible, what the alternative would be*".

<sup>79</sup> P. MAUME, *op. ult. cit.*, 34 ss.

<sup>80</sup> Sul tema e *ivi* i riferimenti si veda M.T. PARACAMPO, *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algovernance*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2, 2019, 230 ss.

<sup>81</sup> P. MAUME, *op. ult. cit.*, 38-39.

ché affrontano esclusivamente il profilo dell'adeguatezza. Tuttavia, questo intervento rappresenta un primo tentativo dell'Autorità di vigilanza sovranazionale di regolare la *governance* degli algoritmi, tanto che si è parlato a proposito di “*algo-governance*”<sup>82</sup>.

Inoltre, seppur in misura diversa rispetto alla questione che si pone nel presente lavoro<sup>83</sup>, le linee guida danno nuovamente prova della preferenza dell'approccio organizzativo rispetto a quello informativo nell'ambito della tutela dell'investitore<sup>84</sup>.

La *robo advisor* dunque si dimostra un banco di prova per la tenuta della disciplina dei conflitti di interesse ed un caso in cui ancora una volta le regole di trasparenza sono chiamate a farsi da parte rispetto ai presidi organizzativi, questa volta rappresentati dal *design* dell'algoritmo, che diventa lo strumento centrale per la gestione dei conflitti di interesse.

5. *Considerazioni conclusive.* – L'evoluzione della normativa sul conflitto di interessi nei servizi di investimento è espressione della risposta del regolatore alle vicende del mercato, la cui integrità ed efficienza assurgono, per il tramite della tutela dell'investitore, a fine ultimo della disciplina. L'intermediario è, pertanto, chiamato a perseguire in via primaria “il migliore interesse” del cliente e ad evitare di compiere operazioni che, a causa di un conflitto di interessi, lo mettano a rischio di lesione.

Dall'impianto normativo che si è venuto a delineare dopo la crisi finanziaria, risulta una netta preferenza del legislatore nazionale ed europeo per la “procedimentalizzazione” dei conflitti di interesse. Le regole di organizzazione mantengono, dunque, il ruolo di presidio principale contro l'abuso dei conflitti di interessi, venendo quindi privilegiato un criterio di prevenzione e gestione in un settore dove lo stesso conflitto di interessi è fisiologico e, pertanto, i divieti assumono un ruolo solamente marginale. Questa impostazione viene altresì confermata dalla disciplina sulla *product governance*, grazie alla quale gli spazi di discrezionalità dell'intermediario vengono ulteriormente limitati e la tutela dell'investitore anticipata ad un livello ancora anteriore.

In tale contesto, allora, la *disclosure* perde terreno come modello regolatorio e diviene “misura estrema” da adoperarsi solamente nel caso in cui le misure organizzative non

---

<sup>82</sup> M.T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista Di Diritto Bancario*, III, Sez. I, 2018, 543.

<sup>83</sup> Nelle linee guida la questione della *disclosure* riguarderebbe il funzionamento stesso degli algoritmi. M.T. PARACAMPO, *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, cit., 243-244, sottolinea peraltro come si assista ad un “passaggio...dalla trasparenza verso il cliente alla trasparenza verso i supervisori, con conseguente ridimensionamento degli obblighi di *disclosure* e concomitante accentuazione di quelli relativi alla robustezza degli algoritmi e dei sistemi di valutazione”. In generale, sui rapporti tra l'informazione nella *corporate governance* e autorità di vigilanza si veda P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, 1, 2015, 120 ss.

<sup>84</sup> Sul punto, M.T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, cit., 548, ha appunto rilevato come l'ESMA “vira così dai lidi di immediata protezione degli investitori attraverso la trasparenza e gli obblighi di informativa diretta nei confronti dei clienti a quelli di prevenzione e diretta supervisione sugli algoritmi – dapprima interna alle imprese, con l'introduzione di taluni standard di accountability, e poi esterna ad opera delle autorità – nonché sulla relativa corretta funzionalità, rispetto ai quali la tutela degli investitori diviene il risultato finale della definizione del processo in questione”.



siano efficaci per prevenire/gestire il rischio di ledere gli interessi del cliente. Il venir meno della trasparenza come tecnica di tutela dell'investitore risponde al cambio di paradigma assunto a livello regolatorio. Infatti, l'investitore, soprattutto quello *retail*, perde la natura di agente razionale e il rapporto con l'intermediario assume una dimensione "fiduciaria"<sup>85</sup>, di modo che l'informazione è destinata ad essere inadeguata<sup>86</sup>.

Tale tendenza parrebbe meritevole di essere perseguita anche nell'ambito dei servizi Fintech. La consulenza finanziaria automatizzata si dimostra infatti un servizio in cui è auspicabile che il regolatore intervenga per definire nuovamente i presidi organizzativi, ora incentrati sull'*algo-governance*.

---

<sup>85</sup> Sulla natura fiduciaria del rapporto e sul ruolo della trasparenza, più approfonditamente, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, op. cit., 31 ss, spec. 31-34, 37-38.

<sup>86</sup> Sul fallimento della *disclosure* in generale si veda O. BEN-SHAHAR-C.E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 159.3, 2011, 647 ss.; ID., *More than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, New Jersey, 2014.

# STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI: UN'ULTERIORE STRADA DI FINANZIAMENTO PER TUTTE LE P.M.I. S.R.L.?

di *Elena Fregonara*

SOMMARIO: 1. *Il focus*. – 2. La cornice normativa. – 3. PMI s.r.l. non innovative e strumenti finanziari partecipativi: rilievi sistematici e profili interpretativi. – 4. Considerazioni conclusive.

1. *Il focus*. – «Nell'ordinamento italiano la piccola e media impresa è stata oggetto di un singolare destino. Da sempre riconosciuta dagli economisti come architrave del sistema economico, con i pregi, in particolare, dell'impresa familiare, in termini di stabilità ma con il difetto della scarsa apertura al mercato finanziario e, quindi, alla crescita, non ha visto, per lungo tempo, risposte coerenti del legislatore»<sup>1</sup>. Questo scenario è stato, più di recente, interessato da profondi cambiamenti in particolare – ed inizialmente – nel mondo delle imprese innovative s.r.l.; come sottolinea, infatti, l'autorevole dottrina citata «la legittimazione all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nonché la possibilità di prevedere nell'atto costitutivo, (...), l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti particolari o anche di diritti amministrativi (...), segnano l'avvio di un processo di "avvicinamento" delle piccole e medie imprese al mercato finanziario»<sup>2</sup>: questi, in parte, i temi oggetto di indagine nel presente contributo dedicato alla finanziarizzazione delle PMI s.r.l. nella peculiare prospettiva degli strumenti finanziari partecipativi.

Come noto, sin dal 2012 l'obiettivo del legislatore è stato quello di sostenere l'economia, fortemente compromessa a causa della crisi del debito sovrano, puntando sull'imprenditoria innovativa<sup>3</sup>: a tal fine è stata introdotta una disciplina agevolativa e più flessibile in relazione alla struttura finanziaria con l'intento di rendere quelle imprese maggiormente ospitali e, quindi, capaci di crescere attraverso "aiuti" esterni. Le *start up* innovative – e dal 2015 anche le PMI innovative – possono così accedere a nuove risorse su tre differenti fronti: rafforzando il *venture capital*, mediante la creazione di specifiche classi di partecipazioni caratterizzate da diritti tipici di «finanza straordinaria»<sup>4</sup>, incentivando il *work for equity*, con l'emissione di strumenti finanziari

---

<sup>1</sup> Così P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di PAOLO MONTALENTI-MARIO NOTARI, Milano, 2020, 15.

<sup>2</sup> Così P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa*, cit., 19. Sul tema dell'evoluzione normativa che ha investito le s.r.l. PMI v. ID., *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 68 ss.

<sup>3</sup> V. *Restart, Italia!*, Rapporto della *Task Force* sulle *start up* istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico, 2012, reperibile su [www.mise.gov.it](http://www.mise.gov.it)

<sup>4</sup> Si tratta, come segnala il Rapporto *Restart Italia*, del diritto di seguito, del diritto di covendita, di li-

partecipativi per la remunerazione dei fornitori, infine, offrendo le proprie quote al pubblico anche tramite il c.d. *equity based crowdfunding*, al dichiarato fine di raccogliere «poco capitale reso disponibile da una moltitudine di attori»<sup>5</sup>.

Quest'ultimo rappresenta un canale di finanziamento alternativo a quelli tradizionali e destinato, nella sua versione originaria, alla sola raccolta – attraverso la folla – di capitale di rischio nel settore dell'innovazione: tuttavia, i più recenti interventi legislativi hanno esteso l'accesso al *crowdfunding* a tutte le PMI s.r.l., nonché ampliato l'oggetto dell'offerta *on line* includendovi gli strumenti di debito<sup>6</sup>.

Il contributo si propone un compito delicato: dopo aver esaminato l'evoluzione che ha portato all'ammissibilità dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, prima per le s.r.l. *start up* e poi per le PMI innovative, verificare se veramente – a dispetto di quella che pare una chiara scelta del legislatore in senso preclusivo – tale canale non sia percorribile per tutte le PMI s.r.l.

Il perimetro dell'indagine è, dunque, circoscritto alle PMI non innovative s.r.l., che pure dotate di una struttura finanziaria *para-azionaria* e, quindi, con la possibilità di accedere al mercato del capitale di rischio e di debito mediante le piattaforme *on line*, non possono emettere – stando al dato letterale – quegli strumenti di finanziamento che, rendendo ancor più flessibile l'impianto finanziario, potrebbero risultare importanti in fase di crescita.

---

*quidation preference*, di nomina degli amministratori non esecutivi per monitorare gli amministratori esecutivi etc. Sul tema del *venture capital* v. P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 353 ss.; I. POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Le società innovative (II parte)*, a cura di ORESTE CAGNASSO-ELENA FREGONARA, in *Giur. it.*, 2021.

<sup>5</sup> Così Rapporto *Restart Italia*, cit., ove ancora si legge: «ci piace pensare a decine di persone per la maggior parte giovani pieni di talento che cercano i mezzi per sperimentare le loro idee di *business* e decine di migliaia di altre persone in tutta Italia che li sostengono attraverso investimenti per quanto piccoli, cittadini che investono su altri cittadini scommettendo su di loro, dando loro fiducia». V. P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa*, cit., 22, ove l'a. si interroga – e pare ricavare dai dati una risposta «abbastanza incoraggiante» – sul fatto se le PMI ed il *crowdfunding* possano rappresentare un'inversione di tendenza rispetto allo stato dell'arte che vede «fallito», al momento, l'obiettivo sotteso alla riforma del 2003 che «con l'introduzione del sotto-tipo di società azionaria con titoli diffusi, mirò a superare lo storico «scalino» tra società quotate e cioè la tradizionale arretratezza delle nostre imprese nel rapporto con il mercato finanziario, (...), l'obiettivo è rimasto lontano: su 40.000 s.p.a. il numero delle quotate è da tempo assestato su 300 società». Sul tema del *crowdfunding* v., tra i molti contributi, O. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitale di rischio*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2019, 145 ss.; L. DE LUCA-S.L. FURNARI-A. GENTILE, voce «*Equity crowdfunding*», in *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione commerciale*, a cura di SACCO, a cura di STEFANO BELLOMO-CIAN-GIUSEPPE FERRI JR.-DANIELE U. SANTOSUOSSO-FRANCESCO TESAURO, Torino, 2017, 159 ss.; M. LAMANDINI-D.R. MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *RDS*, 2019, 594 ss.; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509 ss.; M.C.M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 650 ss.; A. BOLLETTINARI-E. FREGONARA, *Il crowdfunding, Start up e P.M.I. innovative*, diretto da ORESTE CAGNASSO-ANGELO MAMBRIANI, Bologna, 2020, 861 ss.; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la «dematerializzazione» della quota*, in *ODCC*, 2, 2016, 537 ss.; ID, *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 5, 2014; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371.

<sup>6</sup> Sul tema v. U. MINNECI, *La raccolta «alternativa» di capitale di debito da parte delle pmi*, in *Le società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di MAURIZIO IRRERA, Torino, 2020, 247 ss.

2. *La cornice normativa.* – Il tema impone una rapida ricognizione in ordine al quadro disciplinare che interessa gli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito delle società a responsabilità limitata.

L'atto costitutivo delle *start up* e PMI innovative, costituite nella forma della s.r.l., può prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479 *bis* c.c.: così dispone l'art. 26, comma 7, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 per le *start up* innovative, la cui applicazione è stata estesa alle PMI innovative dal Decreto *Investment Compact*, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3. Come si deduce dalla significativa precisazione che chiude il settimo comma della norma in esame, la stessa è destinata alle sole imprese innovative s.r.l., giacché per quelle costituite nella forma della s.p.a. si applicano le disposizioni dedicate agli strumenti finanziari partecipativi in quel contesto<sup>7</sup>.

A completare il quadro la disciplina generale degli strumenti finanziari partecipativi si rinviene, seppure nei limiti di compatibilità e, in ogni caso, attraverso un'operazione di adattamento al diverso contesto<sup>8</sup>, in una serie di norme nel capo dedicato alle società per azioni<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Sul tema, v. A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e PMI innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da ORESTE CAGNASSO-ANGELO MAMBRIANI, Bologna, 2020, 800; M. CIAN, *Le start up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, 1192; P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *NLCC*, 14, 121; ID., voce «*Start-up e PMI innovative*», in *Digesto delle Discipline Privatistiche, Sezione Commerciale, Aggiornamento*, diretto da RODOLFO SACCO, a cura di STEFANO BELLOMO-MARCO CIAN-GIUSEPPE FERRI JR-DANIELE U. SANTOSUOSSO-FRANCESCO TESAURO, Torino, 2017, 467 ss.; S. GUIZZARDI, *L'impresa "start-up" innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 575; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *BBTC*, 2014, 717 ss.

<sup>8</sup> In questo senso, v. O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1224, «la disciplina che il legislatore ha introdotto per le società innovative e poi per le PMI in forma di s.r.l. richiama una serie di istituti tipici delle società per azioni: come si è ricordato, l'acquisto di quote proprie, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, le categorie di quote, le quote prive del diritto di voto. Si tratta di istituti che hanno una compiuta disciplina nell'ambito della società per azioni, mentre il rinvio di limita a pochi tratti, (...) pare pertanto necessario completare la normativa con le regole proprie della società per azioni, sia pure adattandole al differente contesto».

<sup>9</sup> Si tratta, in particolare, degli artt. 2346, comma 6, 2349, comma 2 e 2351, ultimo comma c.c., ad integrazione della disciplina delle obbligazioni (art. 2411, ultimo comma, c.c.), nonché ad integrazione della disciplina riguardante i patrimoni destinati (artt. 2447 *ter* lett. e, 2447 *sexies*), e poi ancora in alcune norme in tema di libri sociali e bilancio, fusione e scissione. Sulla natura frammentaria della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi v. G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 809. In generale sulla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a. v. A. VALZER, *sub art. 2346*, in *La società per azioni*, diretto da PIETRO ABBADESSA-GIUSEPPE B. PORTALE Milano, 2016, 483 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Strumenti finanziari e società per azioni*, Milano, 2015; B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, 2013, 385; M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1135 ss.; ID., *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I Contratti per l'impresa. Il Banca, mercati, società*, a cura di G. GITTI-M. MAUGERI-M. NOTARI, Bologna, 2012, 357; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 474; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006; ID., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2006, 735; G. FERRI JR, *Struttura finanziaria finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. Notar.*, 2008,

Successivamente, l'art. 57 d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha introdotto alcune importanti modifiche all'art. 26 d.l. n. 179/2012, in particolare ai commi 2, 5 e 6 (e di riflesso anche al comma 3) sostituendo le parole «*start-up innovative*» con l'espressione «PMI». Per l'effetto, la novità è consistita nell'ulteriore estensione della disciplina – originariamente dettata per le sole s.r.l. *start up innovative* – a tutte le PMI s.r.l.<sup>10</sup>: tale significativo tassello normativo, tuttavia, non ha interessato il settimo comma dello stesso art. 26 che, stando al dato letterale, risulta inapplicabile alle PMI non innovative.

3. *PMI s.r.l. non innovative e strumenti finanziari partecipativi: rilievi sistematici e profili interpretativi.* – Il tema degli strumenti finanziari partecipativi presenta dunque un profilo che merita oggi di essere riguardato sotto una lente differente. Sul punto, occorre porsi due domande: la mancata estensione a tutte le PMI s.r.l. della possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi è frutto di una scelta ponderata del legislatore? E ancora: l'attuale mutamento della cornice entro cui si innestano questi strumenti impone anche una rivisitazione delle soluzioni eventualmente proposte *ab origine*?

Si tratta, come si annunciava, di un problema che pare rimasto “in sospeso” nella penna degli autori dei recenti rimaneggiamenti normativi e sul quale è opportuno soffermarsi.

---

I, 766; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2006, 727; G. OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2006, 713; N. SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, I, Milano, 2006, 719; P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2009, 621; L. ENRIQUES, «*Quantum non datur*»: appunti in tema di «*strumenti finanziari partecipativi*», in *BBTC*, 2005, 166; G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, 155; G. MIGNONE, *sub art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI, Bologna, 2004; M. NOTARI-G. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F. GHEZZI-M. NOTARI, Azioni, a cura di M. NOTARI, Milano, 2008; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.)*, e *diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, I, 519; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 155.

<sup>10</sup>La Commissione Europea, nell'ambito di una propria Raccomandazione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (Racc. 2003/361/CE), ha ricompreso all'interno delle PMI il soggetto che soddisfi contemporaneamente tre diverse condizioni: svolga attività economica, anche non commerciale, e anche non di impresa; occupi, per lo svolgimento della propria attività, meno di 250 persone e abbia un fatturato annuo che non superi i 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di Euro. Successivamente, nell'ambito delle normative comunitarie, ed in particolare nel Regolamento UE n. 2017/1129, art. 2 – Paragrafo 1 – lettera (f) – primo aliena, inserito in virtù del d.l. n. 129/2017 si rinvia un'ulteriore definizione di PMI che coincide con quella contenuta nella Raccomandazione del 2003. Il Regolamento si applica, per espressa disposizione legislativa, solamente a quelle società che facciano ricorso al *crowdfunding* e che, quindi offrano quote al pubblico attraverso i portali telematici. Infine, il Notariato del Triveneto, con l'Orientamento I.N.1 ha chiarito che: «per la definizione di S.r.l.-PMI occorre far riferimento alla raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, allegato 1, sia per quanto riguarda le caratteristiche oggettive sia per quanto riguarda i criteri di accertamento di tali caratteristiche». Sulle incertezze legate alla nozione di PMI v. M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2019, 247 ss.

Il mondo delle società a responsabilità limitata è stato interessato da una profonda rivoluzione giacché la stragrande maggioranza di esse è classificabile come PMI ed oggi tutte le PMI s.r.l. hanno accesso alle regole in deroga originariamente introdotte per le sole s.r.l. *start up* innovative<sup>11</sup>. Tale significativa novità, come già ricordato, non ha coinvolto la disposizione che prevede in capo alle imprese innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi: nel settimo comma dell'art. 26 d.l. n. 179/2012 le parole «*start-up* innovative» non sono state sostituite con l'espressione «PMI» e, per conseguenza, in forza del chiaro dato letterale era parso inapplicabile alle PMI non innovative<sup>12</sup>.

Non tutti gli interpreti, tuttavia, erano giunti alle medesime conclusioni sul punto: vi era chi, sin da subito, aveva considerato l'assenza del richiamo come un «mero refuso di nessun rilievo operativo»<sup>13</sup>.

Probabilmente in allora si è trattato di una scelta del legislatore che, alla luce del rinnovato contesto normativo, risulta incomprensibile.

Il silenzio delle norme conferma che la relativa operazione di emissione non è vietata. Pare, infatti, che si stia completando un importante cambiamento dell'impianto tra-

---

<sup>11</sup> La dirompente portata delle modifiche normative risulta appunto evidente alla luce dei dati statistici poiché la maggioranza delle s.r.l. esistenti (ben il 99%) possiede i requisiti enunciati, v. M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, 138. Sul tema della PMI s.r.l. v. O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di CARLO IBBA-GIORGIO MARASÀ, Milano, 2020, 87 ss.; A. CETRA, *Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020, 815 ss.; M. CIAN, *PMI, Srl e Spa: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; S. CORSO, *S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, 877 ss.

<sup>12</sup> Come già ricordato, l'art. 57 d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha modificato espressamente i commi 2, 5 e 6 (e di riflesso anche al terzo comma) dell'art. 26 d.l. n. 179/2012: l'omesso rinvio al comma sette dell'art. 26, in una norma che contiene richiami a specifici commi, non pare poter essere attribuita ad un semplice refuso del legislatore, ma è indice di una sua presa di posizione, così O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, cit., 125. Nello stesso senso, v. M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l.*, cit., 258; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1452; A.R. ADIUTORI, *op. cit.*, 802; N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI*, cit., 88; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 679 spec. nt. 14; CONSIGLIO NAZIONALE NOTARIATO, Studio n. 101-2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, 6 spec. nt. 8.

<sup>13</sup> Così A. BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding*, in *Soc. e contr., bilancio e revisione*, 2018, 2, 9, secondo cui «la srl PMI può emettere strumenti finanziari visto che l'intervento sostitutivo del termine *innovativa* con il termine *PMI* realizzata dal d.l. 50/2017 in soccorso dell'intervento zoppo già realizzato con l'art. 1 comma 70 della l. 232/2016 serviva solo a superare “espressamente” una serie di divieti codicistici contenuti in norme a valenza proibitiva (art. 2468, 2474 c.c.), il cui implicito (o tacito che dir si voglia) superamento non sembrava legislativamente del tutto corretto, anche in considerazione della distinzione tra strumenti finanziari e quote di srl, mantenuta nel nuovo testo dell'art. 100 *ter* del TUF, che definisce queste ultime più genericamente come “*prodotti finanziari*”. Detto intervento anti-proibizionista non sembrava e non sembra necessario per l'emissione di strumenti finanziari, originariamente non previsti nel Codice per le srl e quindi di conseguenza non vietati dal Codice nelle norme inerenti le srl. Per ritenere ammissibile l'emissione degli strumenti finanziari era pertanto forse già sufficiente il disposto dell'art. 1 comma 70 l. 232/2016. Il vero problema per l'emissione di strumenti finanziari da parte di srl PMI era, viceversa, l'originario disposto dell'art. 100 del TUF che non prevedeva tra i soggetti emittenti la srl PMI. Tale problema sembra essere ora risolto dalla nuova formulazione dell'art. 100 *ter* comma 1 TUF.». Nello stesso senso, di recente, P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *op. cit.*, 4040 spec. nt. 189, secondo i quali «le ragioni di tale mancato richiamo (al comma 7 dell'art. 26, d.l. 179/2012) non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento».

dizionale annunciato dall'introduzione nel nostro ordinamento della regolamentazione di *start up*, PMI innovative e *crowdfunding*, proseguito con il d.l. n. 50/2017, che ha importato in tutte le s.r.l. PMI la struttura finanziaria *para*-azionaria in origine destinata solo alle imprese innovative, e *quasi* concluso con la legge bilancio 2019, che ha esteso la possibilità di offerta sui portali *on line* ai titoli di debito: a questo punto, a giudizio di chi scrive, manca ancora un tassello.

In effetti, il requisito della «innovatività» dell'oggetto sociale conserva un valore residuale molto ridotto; in particolare, sul versante del diritto societario ha perso terreno vista la quasi completa estensione dell'impianto normativo in deroga – originariamente destinato alle solo *start up* innovative – a tutte le PMI s.r.l.: resta esclusa tuttavia proprio la possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi che, stando ai dati letterali, parrebbe una prerogativa riservata all'innovazione.

Se potessimo rappresentare lo scenario attuale con una tabella vedremmo che *start up* e PMI innovative s.r.l. possono emettere quote *standard*, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi e, quantomeno i primi due<sup>14</sup>, offrirli al pubblico mediante *crowdfunding*. Viceversa, le PMI s.r.l. non innovative possono emettere solo quote *standard* e titoli di debito ed offrirli tramite *crowdfunding*: tuttavia, di fatto, possono creare strumenti finanziari che non determinano un rafforzamento patrimoniale della società, quindi costruiti secondo lo schema tipico degli strumenti di raccolta di capitale di debito e pure offrirli mediante portali *on line*<sup>15</sup>. In ogni caso, si tratta di strumenti soggetti ai limiti di cui all'art. 2483 c.c., *in primis* il taglio minimo<sup>16</sup> e i vincoli relativi alla prima sottoscrizione da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali rispondono della solvenza della società nel caso di successiva circolazione dei titoli stessi<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Sul tema dell'offerta tramite portali degli strumenti finanziari partecipativi v. E. FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*, in *ODC*, 2021, 220 ss.

<sup>15</sup> In questo senso, N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI*, cit., 88.

<sup>16</sup> La delibera CICR, 19 luglio 2005, n. 1058, riguardante la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, dopo aver ricompreso all'art. 3 i titoli di debito di s.r.l. tra gli altri strumenti finanziari di raccolta del risparmio, all'art. 5 stabilisce, in via generale, che gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, diversi dalle obbligazioni, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a cinquantamila euro. Sulla disciplina dei titoli di debito, di recente, v. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di CARLO IBBA-GIORGIO MARASÀ, Milano, 2020, 1275.

<sup>17</sup> Il regolamento Consob in tema di raccolta di capitali tramite portali *on-line* insistentemente richiama i limiti posti dall'art. 2483 c.c. e dalle leggi speciali applicabili, nello stesso tempo aprendo la platea dei sottoscrittori di tali strumenti di debito fino ad includervi investitori non professionali, seppure “*wealthy*” (ovvero coloro che detengono un portafoglio finanziario, compresi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000, coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto, infine, investitori *retail* che hanno un patrimonio finanziario in gestione presso gli intermediari finanziari autorizzati al relativo servizio di investimento). Il rimando ai vincoli normativi pare però riflettersi sui margini di manovra che restano angusti per i primi sottoscrittori, laddove questi siano investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale: essi, infatti, sono responsabili per la solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali e che non siano soci. Tale ultima previsione va necessariamente calata ed adeguata al contesto sotto osservazione. In merito si osserva che i c.d. investitori “a supporto delle PMI”, così come i *retail wealthy*, pur non rientrando nella categoria degli investitori professionali, sono di fatto, agli stessi equiparati dalla Consob in termini di conoscenze ed informazioni, giacché risultano esperti e qualificati rispetto alla tipologia di investimento; d'altro canto, nelle innovative i soci, meri investitori, potrebbero essere titolari di categorie di quote con diritto di controllo ridotto, se non quasi annullato, si potrebbe creare, in tal guisa, un'ingiustificabile disparità di trattamento ed evidenti problemi di funzionamento.

Come noto, l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi consente il rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria attribuendo un altro canale di finanziamento attraverso il riconoscimento, in cambio di nuove risorse, di diritti patrimoniali e amministrativi, peraltro senza toccare gli equilibri di governo interni, salvo diversa volontà: è, per conseguenza, innegabile che l'occasione di un'ulteriore estensione della platea dei finanziatori rende interessante la previsione di emissione dei medesimi. Sotto questa nuova luce occorre riconsiderare la possibilità per tutte le PMI s.r.l. di sfruttare l'ulteriore *chance* degli strumenti finanziari partecipativi per coinvolgere nell'impresa categorie di soggetti diversi dai soci.

D'altro canto, la Relazione al Decreto n. 179/2012 segnalava come l'adozione di questa modalità operativa, *i.e.* emissione di strumenti finanziari partecipativi, nel contesto delle *start up* innovative rispondesse – principalmente – all'esigenza di alleggerire quelle realtà di alcuni costi di gestione, consentendo, invece, il compenso di collaboratori, fornitori e consulenti attraverso questo differente canale: in quest'ottica, il profilo da privilegiare nella configurazione della fattispecie dovrebbe essere quello patrimoniale. Laddove gli strumenti finanziari partecipativi siano costruiti in funzione del c.d. *work for equity*, e quindi per introdurre apporti consistenti in prestazioni specifiche si tratterà di operazioni di finanziamento "individualizzate". La necessità di soddisfare una tale esigenza non si comprende per quale ragione debba ritenersi assente nelle PMI s.r.l. non innovative.

In ulteriore soccorso ad un'interpretazione favorevole all'estensione della possibilità di emettere gli strumenti in questione per tutte le PMI s.r.l. si colloca anche un dato di carattere formale: l'art. 100 *ter*, comma 1, t.u.f. parla di emissione di strumenti finanziari da parte di *piccole e medie imprese*, previsione ampia confermata dal successivo comma 2 *quater*<sup>18</sup>.

A ciò si aggiunga un'altra significativa considerazione. Decorsi cinque anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la *start up* innovativa s.r.l. perde tale qualifica e resta iscritta come società a responsabilità limitata nella sezione ordinaria: tuttavia, curiosamente, la legge prevede che le categorie di quote e gli strumenti finanziari eventualmente emessi mantengono efficacia oltre il periodo "agevolato". Sicché la s.r.l. «*ex-start up* innovativa» si presenta come una s.r.l. «geneticamente modificata», a cui sono rimasti in eredità alcuni connotati capitalistici acquisiti durante la prima fase di vita<sup>19</sup>.

Questa previsione rispetto alle quote di categoria non suscita più alcun problema di carattere sistematico, giacché a tutte le PMI s.r.l. è consentita la creazione di quelle; viceversa, appare ancora di difficile comprensione in relazione agli strumenti finanziari. È paradossale infatti che una s.r.l. PMI non innovativa, ma «*ex-start up* innovativa», possa presentare, nella sua struttura finanziaria, anche strumenti finanziari partecipati-

---

<sup>18</sup> Così A. BUSI, *op. cit.*, 12. Sul punto O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, cit., 125, assumendo una posizione differente in relazione alla possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per tutte le s.r.l. PMI, pare lasciare aperto uno "spiraglio" ove afferma «è vero che le regole del TUF in tema di *crowdfunding* fanno riferimento alla collocazione tramite portali di strumenti finanziari in genere e quindi la formula potrebbe ricomprendere anche quelli partecipativi».

<sup>19</sup> Così E. FREGONARA, *La start up innovativa*, Milano, 2013, 137. Sulla generale mutazione genetica delle s.r.l. v. ampiamente P. MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, cit., 61 spec. 68 ss.



vi, pur non potendo emetterne di nuovi, mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative “ordinarie”<sup>20</sup>.

D’altro canto, non esiste una motivazione razionale per sostenere che vi sia un nesso indissolubile e biunivoco tra emissione di strumenti finanziari partecipativi ed innovatività<sup>21</sup>: si tratta di un’altra occasione di finanziamento per l’impresa con l’ulteriore vantaggio, come già osservato, di non interferire sugli assetti proprietari della società, permettendo, tra l’altro, di incentivare il c.d. *work for equity*. Inoltre, si offre la possibilità alla PMI s.r.l. di superare la rigidità della disciplina del capitale sociale, aumentando i piani sui quali è possibile modulare i rapporti di forza tra i soci, nonché con gli altri potenziali investitori, profilo quest’ultimo particolarmente interessante nelle operazioni di *venture capital* e *private equity*<sup>22</sup>.

4. *Considerazioni conclusive.* – Il delicato contesto socio-economico determinato dalla crisi pandemica impone di valutare, anche attraverso questa lente, il tema oggetto di indagine<sup>23</sup>. Gli strumenti finanziari partecipativi possono, infatti, rappresentare una valida risorsa per fronteggiare le massive esigenze di patrimonializzazione che le PMI si trovano e troveranno ragionevolmente ad affrontare<sup>24</sup>: si potrebbe ipotizzare la crea-

---

<sup>20</sup> V. M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l.*, 260, ove l’a. trova difficile spiegare la scelta del «trapianto» dell’istituto nell’ambito delle innovative e osserva che «allorché esso era circoscritto alle sole start up innovative, si poteva giustificare questo indiscriminato ampliamento della capacità di emettere strumenti finanziari, sulla base della teoria che potremmo dire del “brutto anatroccolo”». Le start up innovative, in altre parole, sarebbero legittimate ad emettere gli stessi strumenti delle S.p.A. in quanto solo apparentemente e solo temporaneamente sono modelli organizzativi semplici e poco sofisticati (...) destinate a crescere e a svilupparsi, per diventare società che si aprono al mercato e che adottano la forma delle S.p.A., (...), e qualora ciò non avvenisse entro un certo periodo di tempo, verrebbe del resto meno la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi (...). Tuttavia, ora che la disciplina è estesa a tutte le s.r.l. PMI innovative, anche una simile giustificazione viene meno». Tali riflessioni paiono, d’altro canto, rappresentare un’ulteriore argomentazione a favore di quanto qui sostiene.

<sup>21</sup> In senso differente v. N. CIOCCA-A. GUACCERO, *op. cit.*, 852, secondo i quali «la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per le imprese innovative s.r.l. persegue l’obiettivo di riservare in chiave premiale dell’innovatività una modalità alternativa di finanziamento».

<sup>22</sup> Così A. VALZER, *op. cit.*, 491.

<sup>23</sup> Sul punto, il Decreto Rilancio, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito in l. 17 luglio 2020, n. 77, all’art. 38, seppure solo con riferimento al solo ecosistema delle *start up* innovative, prevede la costituzione di un «Fondo di sostegno al *venture capital*» che potrà operare «anche mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi» che potrebbero divenire in tal guisa una sorta di leva per il patrimonio dell’impresa. Sicché l’originario obiettivo consistente nella crescita dell’impresa può essere affiancato da altri impieghi: laddove costruiti come strumenti di *equity*, possono essere sottoscritti mediante conversione del credito bancario per accrescere il patrimonio dell’impresa, il che consente di iscrivere in bilancio una riserva per un pari importo e salvaguardare il patrimonio sociale. In questi casi, i titolari degli strumenti vengono remunerati in via privilegiata rispetto agli altri azionisti, ma in via subordinata al pagamento dei crediti sociali, senza garanzie di rimborso. Cfr., D.M., 18 settembre 2020, emesso in attuazione dell’art. 38, comma 2, d.l. Rilancio. In tema vedi anche, P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *op. cit.*, 378 spec. nt. 102, ove gli aa. sottolineano il fatto che la centralità del fenomeno del *Venture capital* emerge anche dall’attenzione legislativa degli ultimi anni, in particolare dalla creazione del FNI (Fondo Nazionale Innovazione), art. 1, comma 209, l. 30 dicembre 2018, n. 145, ove al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di uno o più fondi che investono in fondi di *Venture Capital*.

<sup>24</sup> Sul tema v. L. STANGHELLINI-P. RINALDI, *Trasformazione dei prestiti Covid-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un’idea per far ripartire il sistema delle imprese*, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 3

zione di tipologie di strumenti “standard” così da semplificare le operazioni di emissione e distribuzione da parte dell’ente.

Si tratta di strumenti peraltro che, nella prassi, di frequente sono stati impiegati in operazioni di *restructuring*, vista la possibilità di raccogliere apporti di patrimonio non imputati a capitale superando le strettoie delle operazioni sul capitale e senza toccare i rapporti di forza tra i soci<sup>25</sup>. La flessibilità dello strumento consente di plasmarlo a numerose esigenze: come detto, non è infrequente l’utilizzo di questo “espediente” nel contesto di accordi di ristrutturazione del debito di imprese in crisi, giacché rappresenta una valida alternativa al c.d. *write-off*.

Il rapido cambiamento degli scenari, purtroppo non solo sotto il profilo regolamentare, pare più che mai imporre all’operatore di valutare interpretazioni «sostanzialistiche» del dato normativo nel perseguire l’obiettivo di sostenere lo sviluppo (forse anche la sopravvivenza in certi casi) e la crescita economica delle imprese nonché di incentivare gli investimenti in quelle anche attraverso canali alternativi a quelli tradizionali, contrastando il fenomeno della sottocapitalizzazione.

Il programma del legislatore negli ultimi anni è parso orientato verso un sempre più consistente avvicinamento tra il mondo delle società per azioni e quello delle società a responsabilità limitata, in particolare PMI, con una spiccata attenzione per la struttura finanziaria di queste ultime<sup>26</sup>: in questa prospettiva, gli strumenti di cui si è discusso rientrano a pieno titolo nell’indicato progetto normativo.

Se l’intento è quello di venire incontro alle esigenze – soprattutto di carattere finanziario – di queste iniziative imprenditoriali, il riconoscimento della possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi consentirebbe l’ampliamento della platea dei finanziatori a titolo di capitale proprio, con tutti i benefici connessi al rafforzamento di quelle imprese che costituiscono il motore del nostro sistema produttivo.

---

aprile 2020, ove gli a. propongono una conversione dei prestiti Covid in strumenti finanziari partecipativi con possibilità per la banca di cederli ad un prezzo predeterminato a un veicolo pubblico che li gestisca.

<sup>25</sup> In tema, v. A. VALZER, *op. cit.*, 491.

<sup>26</sup> Sul cambiamento di prospettiva nell’ordinamento societario, *i.e.* «dai tipi ai modelli», v. P. MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, cit., 63, ove l’a. autorevolmente sottolinea che «nel sistema attuale la ricostruzione dei tratti tipologici caratterizzanti i diversi modelli societari deve quindi, a mio parere, essere metodologicamente impostata in termini di individuazione dei nuclei qualificanti della disciplina e, conseguentemente, del grado – per così dire – di variabilità della geometria del modello piuttosto che di ricerca dei tratti caratterizzanti della fattispecie» e conclude affermando che si sta delineando «un percorso lineare di attenuazione progressiva del principio di “autorità” a favore della “libertà” (cioè dell’autonomia dei privati) negli schemi societari».

# APPUNTI SUL *LENDING-BASED CROWDFUNDING* NEL REG. UE 2020/1503

di *Michele Perrino*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il LBC nel quadro generale del CF. – 3. Forme di LBC e attività del CSP. La gestione individuale di portafogli di prestiti. – 4. Compiti e doveri informativi di base del CSP e varietà di business model nel LBC. – 5. Eventuali attività ulteriori con obblighi aggiuntivi nel LBC. – 6. I problemi giuridici del LBC. a) La distinzione dall'attività bancaria. – 7. (*Segue*): b) e dai servizi di investimento. Investitori “sostanziosi” e “non sostanziosi”. – 8. Altri versanti problematici del LBC. Operatività della piattaforma. Il merito creditizio del *borrower*. Le correlazioni con banche e intermediari finanziari.

1. *Premessa*. – Il fenomeno del *lending-based crowdfunding* (LBC) è, nella galassia sempre più scandagliata e regolamentata del *crowdfunding* (CF), quello meno compiutamente disciplinato e più denso di incognite<sup>1</sup>.

Manca, al momento in cui si scrive, una sua dettagliata regolamentazione in Italia<sup>2</sup>, che ne tracci sia pure parzialmente la fisionomia e gli snodi problematici essenziali<sup>3</sup>; anche se il fenomeno del LBC è da tempo all'attenzione della dottrina e della prassi<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Al fenomeno del LBC è corrente riferirsi anche con le espressioni *Marketplace lending*, *Social lending* e *Peer to Peer Lending* (o *P2P Lending*), con accento nella prima sul peculiare ruolo della piattaforma virtuale come struttura di mercato, nella seconda sul carattere collettivo e su eventuali fini di utilità sociale del finanziamento, e nella terza sulla posizione paritaria degli utenti, *lender* e *borrower*, oltre che su una posizione astratta e tipica di neutralità della piattaforma virtuale, di cui si tratta di vagliare l'attendibilità in concreto, alla stregua di quanto più avanti si dirà nel testo. Cfr., per alcune precisazioni terminologiche, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Lending Marketplace e piattaforme digitali*, in A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech*, n. 5, Consob, 2019, 11 ss.; G. Balp, *P2P Lending e Invoice Lending*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN e C. SANDEI, Milano, 2020, 303 s.

<sup>2</sup> Il *crowdfunding* è fin qui oggetto di espressa disciplina in Italia essenzialmente con riferimento all'*investment-based crowdfunding*, nelle due forme – di cui a breve si dirà nel testo – dell'*equity CF* e del *debt CF* (rispettivamente, su azioni o quote rappresentative del capitale sociale di rischio, e su strumenti finanziari quali obbligazioni di s.p.a. o titoli di debito di s.r.l.), agli artt. 1, comma 5-novies, e 100-ter, d.lgs. n. 58/1998 (TUF), come modificati dall'art. 1, commi 236 e 238, l. 30 dicembre 2018, n. 145; e nel “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line”, adottato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013, modificata con delibera Consob del 10 ottobre 2019, n. 21120/2019, recante “Modifiche al regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e successive modifiche e integrazioni (Regolamento Crowdfunding) per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019”.

In particolare, l'art. 1, comma 236, l. n. 145/2018 (legge di bilancio 2019), ha esteso la definizione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali” già contenuta nell'art. 1, comma 5-novies, TUF, al fine di ricomprendere tra le attività esercitabili tramite tali portali anche quella della “raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese”; ed il successivo comma 238, dello stesso art. 1, l. n. 145/2018 ha introdotto il

A livello europeo, è invece recentemente intervenuto il Reg. n. 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020<sup>5</sup>, “relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937”, definendo e disciplinando con un significativo grado di dettaglio il LBC, accanto alla figura più largamente nota e regolata dell’*investment-based crowdfunding* (IBC), mediante disposizioni la cui applicazione ha luogo a partire dal 10 novembre 2021.

È dunque da questo testo normativo – ora fondamentale in materia, anche per la sua idoneità a mettere ordine fra le nozioni, che vi sono accuratamente distinte, e ad individuare i profili base del fenomeno e i suoi versanti giuridici problematici – che conviene a questo punto prendere le mosse, anche in vista del compito, che dovranno assolvere il legislatore nazionale e la Consob, quest’ultima quale autorità di vigilanza anche regolamentare, di intervenire con una disciplina domestica sul LBC, come già fatto in altri ordinamenti, profittando della possibilità di inserire adesso la fin qui assente normativa italiana in un quadro di avviata armonizzazione a livello UE.

*2. Il LBC nel quadro generale del CF.* – Alcune precisazioni generali sul *crowdfunding*, anche qui fruendo ora degli apporti definitivi del Reg. UE 2020/1503, potranno apparire scolastiche (oltre che superflue per il lettore più informato) ma goveranno all’ordine di appoggio.

In seno all’ampia categoria generale oggi nota come *FinTech*, riferita alle attività finanziarie, e per quanto ora interessa alla raccolta di capitali a mezzo di moderne tec-

---

nuovo comma 1-ter all’art. 100-ter TUF, sulle offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, disponendo che “la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio”.

A sua volta, il recente art. 1, del. Consob n. 21110/2019, ha apportato modifiche al regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni, concernente la disciplina per la raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, proprio al fine dell’adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019, fra l’altro prevedendo al comma 1 n. 1) che “1) il regolamento è ridenominato «Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line»”.

<sup>3</sup> Per un quadro invece dei regimi speciali introdotto in alcuni Paesi membri dell’UE in materia di LBC, cfr. E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, in <https://ssrn.com>, 12 ss.; E. MACCHIAVELLO, *Analisi comparata delle principali normative speciali europee in materia di marketplace lending*, in *Quaderni FinTech Consob*, n. 5, cit., 208 ss.; A. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2017, 309 ss.; e per un panorama ancora più ampio, anche extra UE, v. la sezione IV, *Il quadro internazionale, in Diritto del Fintech*, cit., 439 ss.; per una analisi dei mercati del LBC in Cina, Regno Unito e USA cfr. M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 375, Banca d’Italia, 2017, 11 ss.

<sup>4</sup> Per una indagine sulla diffusione e sulle modalità attuative del fenomeno in Italia, cfr. F. LENOCI, *Il marketplace lending in Italia: volumi e caratteristiche strutturali delle piattaforme*, in *Quaderni FinTech Consob*, n. 5, cit., 96 ss.

<sup>5</sup> Per un primo commento cfr. già S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, 267 ss.; e più diffusamente E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, in <https://ssrn.com>, 4 ss., spec. 17 ss.

nologie essenzialmente digitali<sup>6</sup>, il CF o “finanziamento collettivo” si connota come fenomeno collettore di finanziamenti per il tramite di piattaforme o portali digitali *on line*, costituendo una “forma di finanza alternativa per le start-up e le piccole e medie imprese (PMI), che riguarda solitamente investimenti modesti” (Reg. 2020/1503, 1° cons.), ottenuti “raccolgendo somme di denaro presso un gran numero di persone od organizzazioni, ciascuna delle quali contribuisce con importi di investimento relativamente modesti” (Reg., 10° cons.).

Al centro del CF vi è dunque una piattaforma digitale, gestita da un fornitore di servizi di *crowdfunding* (*crowdfunding service provider*, CSP), che vi svolge un tipo peculiare di intermediazione<sup>7</sup>, senza assumere a proprio titolo alcun rischio; una piattaforma la quale assolve la funzione di realizzare o facilitare l’abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti, da un lato, e dall’altro imprese che cercano finanziamenti. Tale funzione di abbinamento è in particolare attuata attraverso la prestazione congiunta da parte del fornitore (CSP), su una piattaforma pubblica da lui gestita e che fornisce un accesso illimitato agli investitori, di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti e di conseguente collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti, ma anche – per quel che qui più direttamente interessa – di assegnazione di finanziamenti sotto forma di prestiti, ammessi a fini di *crowdfunding*.

Tre sono dunque le figure soggettive in campo:

– il “titolare di progetti”, costituito dalla “persona fisica o giuridica che persegue l’obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di crowdfunding” (art. 2, lett. *h*, Reg.), il quale perciò propone sul portale il progetto da finanziare (c.d. *fund seeker*);

– l’investitore, cioè “ogni persona fisica o giuridica che, tramite una piattaforma di crowdfunding, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di crowdfunding” (art. 2, lett. *i*, Reg.), ricevendo proposte di investimento contemporaneamente e pubblicamente; l’investitore è dunque il soggetto che finanzia il progetto proposto, ponendosi alternativamente quale erogatore di un vero e proprio prestito, oppure di capitale di rischio o di debito sottoscrivendo valori mobiliari o titoli di debito (c.d. *fund giver*);

– l’organizzazione di intermediazione, sotto forma di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, che fa incontrare in modo simultaneo i titolari di progetti e gli investitori su una piattaforma *on line*, quest’ultima costituita da “un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*” (art. 2, lett. *d*, Reg.).

---

<sup>6</sup> Cfr. la definizione contenuta nel Report del Parlamento europeo “*REPORT on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector* (2016/2243(INI)): *FinTech should be understood as finance enabled by or provided via new technologies, affecting the whole financial sector in all its components, from banking to insurance, pension funds, investment advice, payment services and market infrastructures*” (cons. A, p. 4).

<sup>7</sup> Sui rapporti fra P2P e la tradizionale intermediazione bancaria, cfr. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell’intermediazione creditizia*, in *Fintech: introduzione ai profili giuridici*, a cura di M.T. PARACAMPO, 2°ed., II, Torino, 2019, 128 ss. Per il rilievo che le piattaforme di CF “sembrano assumere le sembianze di nuovi intermediari più che di contesti di piena ed effettiva disintermediazione”, cfr. E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L’inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in *Marketplace Lending, Quaderni FinTech Consob*, n. 5, cit., 31; IDD., *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, cit., p. 5 ss.

Emerge così la distinzione fra:

– un *investment-based crowdfunding* (IBC), un CF cioè basato sull'investimento sotto forma di collocamento di valori mobiliari (azioni, quote, titoli di debito) e altri strumenti finanziari, rappresentativi di capitale di rischio o di debito, perciò con ulteriore ripartizione in *equity CF* e in *debt CF*;

– un *lending-based crowdfunding* (LBC, l'oggetto specifico di questi appunti), vale a dire un CF basato sul "prestito", quest'ultimo inteso come "accordo ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato" (art. 2, lett. b, Reg.)<sup>8</sup>.

Il LBC si innesta nel più ampio alveo del c.d. *digital lending*, come insieme delle modalità di finanziamento erogate tramite canali digitali, connotandosi specificamente come c.d. *peer to peer lending* (P2P), quale cioè prestito erogato da privati (*lenders*) ad altri privati (*borrowers*) attraverso siti di imprese od enti con finalità sociali, e soprattutto per il fatto di realizzarsi al di fuori dei canali tradizionali, rappresentati da banche e altri intermediari finanziari autorizzati ai sensi della disciplina bancaria; senza che qui l'intermediario costituito dal CSP, gestore della piattaforma informatica, assuma alcun rischio, che ricade invece solo sull'investitore; e senza inoltre che lo stesso *provider* agisca in alcun momento come creditore del titolare di progetti, a differenza "di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico" (cons. 11 Reg.), né per converso si ponga quale debitore ad alcun titolo, tantomeno di rimborso, verso l'investitore/concedente il prestito.

In verità, il mondo del *crowdfunding* va al di là di questa duplicità di figure, le uniche considerate dal Regolamento UE in esame.

Fra gli stessi materiali europei, la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni del 27 marzo 2014, dal titolo "Sfruttare il potenziale del *crowdfunding* nell'Unione europea", individua 3 diverse aree del *crowdfunding*<sup>9</sup>, ampiamente definito quale fenomeno di finanziamento collettivo mediante "invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico":

– *crowd sponsoring*, nella triplice modalità del *donation-based crowdfunding*<sup>10</sup>, finanziamento raccolto per un progetto specifico, per un periodo di tempo determinato e promosso attraverso internet e i *social media*, radunando donazioni – sotto forma di "contributi monetari, generalmente (ma non esclusivamente) destinati a fini caritativi" – direttamente presso le persone fisiche; del *rewards-based crowdfunding* (modello di

<sup>8</sup> Una definizione un po' più articolata, e soprattutto attenta ai profili funzionali del fenomeno, in quanto per lo più collegato al finanziamento di persone fisiche, start-up innovative o PMI, ed al contempo inteso alla disintermediazione rispetto al canale bancario, è quella offerta dalla "Opinion of the European Banking Authority on *lending-based crowdfunding*" del 26.2.2015: "Open calls to the wider public by fund seekers through a third party, typically an on-line platform, to raise funds for a project or for personal purposes, in the form of a loan agreement, with a promise to repay with (or in certain cases without) interest. The fund raisers may include individuals, start-up companies or existing SMEs that are seeking an alternative means of funding, rather than the traditional credit market" (p. 8, § 11).

<sup>9</sup> Cfr. *ivi*, introduzione, 3 s.

<sup>10</sup> Su questa figura cfr. l'analisi di A. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, cit., 278 ss.

*crowdfunding* basato sulle ricompense) o del *pre-sales crowdfunding* (modello di *crowdfunding* basato sulle prevendite) “quando i partecipanti ottengono in cambio qualcosa di simbolico, come la possibilità di partecipare all’esperienza culturale che essi finanziano (ad esempio l’apparizione come comparsa in un film) o un prodotto che è stato sviluppato e prodotto con i fondi raccolti”;

– *crowd investing*, relativo a campagne di *crowdfunding* che offrono una qualche forma di ritorno finanziario, quali i modelli basati sulla partecipazione agli utili (*profit-sharing crowdfunding*), che “promettono una parte degli utili che saranno realizzati dal progetto finanziato”, e i modelli basati sui titoli (*securities-based crowdfunding*), i quali “comportano l’emissione di titoli azionari o di debito a favore dei partecipanti”;

– *crowd lending*, costituito da campagne che “consentono di prendere in prestito denaro dai partecipanti impegnandosi a rimborsare il capitale a determinate condizioni, con (o in alcuni casi senza) gli interessi”, tra i cui “esempi figurano i consumatori che prendono in prestito piccole somme di denaro attraverso il *crowdfunding* per ristrutturare la propria abitazione, finanziarsi gli studi, ecc. oppure imprese che ricorrono al *crowdfunding* per finanziare alcune nuove operazioni”.

In tutte le sue forme possibili, oltre ad assolvere alla funzione generica di “costituire una fonte alternativa di finanziamento, compreso come capitale di rischio” (rispetto ai canali tradizionali, banche e mercati finanziari), “il *crowdfunding* è in grado di offrire alle imprese altri vantaggi”, potendo “rappresentare una validazione per un’idea imprenditoriale”, oltre che per una iniziativa socialmente utile o benefica, nonché “permettere agli imprenditori di entrare in contatto con un gran numero di persone che forniscono elementi e informazioni ed essere uno strumento di marketing” (Reg., 4° cons.).

### 3. *Forme di LBC e attività del CSP. La gestione individuale di portafogli di prestiti.*

– Tornando specificamente al LBC, esso – nell’impianto del Reg. 2020/1503 – sembra poter assumere due distinte modalità (cfr. art. 2, § 1, lett. *b* e *c*):

– quella, per così dire, del prestito specifico, in cui il *loan* erogato dall’investitore viene abbinato, per tutto il suo importo ed in virtù del meccanismo base di assegnazione in seno alla piattaforma digitale, ad un determinato progetto di CF che chiede in essa di essere finanziato (*ivi*, lett. *b*). La piattaforma può operare come un semplice *meeting point* fra *lenders* e *borrowers*; o in alternativa – come a breve si dirà, a seconda del modello di *business* adottato<sup>11</sup> – il CSP può selezionare e fare oggetto di proposta individuale all’investitore progetti da finanziare “che corrispondono a uno o più parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall’investitore”: in ogni caso, la decisione di investimento nel progetto proposto è qui assunta direttamente e in forma esplicita dall’investitore (art. 3, § 4, comma 1, Reg.), talora anche all’esito di una gara con gli altri potenziali *lender* (c.d. *auction-based crowdfunding*<sup>12</sup>);

– quella della “gestione di portafoglio individuale di prestiti”, in cui ha luogo invece

<sup>11</sup> Per una rassegna dei ricorrenti *business model* delle piattaforme di LBC cfr. G. BORELLO, *Microstruttura dei lending marketplace*, in *Quaderni FinTech Consob*, n. 5, cit., 39 ss.; M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 7 ss.; E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, cit., 7 ss.

<sup>12</sup> Cfr. “*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*”, cit., § 18.

una “ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma di crowdfunding conformemente a un mandato individuale conferito dall’investitore su base discrezionale per ciascun investitore” (art. 2, § 1, lett. c, Reg.).

Se per un verso, in entrambe le ipotesi – come in ogni forma di CF – i fornitori di servizi di CF devono agire “in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti”, per altro verso la peculiarità della gestione individuale di portafogli di prestiti risiede allora nella possibilità per i CSP di “agire discrezionalmente per conto dei rispettivi investitori nell’ambito dei parametri concordati senza che gli investitori siano tenuti a esaminare e prendere una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di crowdfunding”, purché gli stessi fornitori di servizi di CF rispettino “i parametri indicati dagli investitori” e adottino “tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per tali investitori”, salvo dover comunicare a questi ultimi “il processo decisionale per l’esecuzione del mandato discrezionale ricevuto” (art. 3, § 4, comma 2, e § 5, Reg.).

In tal senso, la gestione di portafoglio individuale di prestiti, che è ovviamente l’ipotesi più complessa<sup>13</sup>, risulta connotata da una quota pur circoscritta di discrezionalità attribuita al CSP nella adozione delle scelte di finanziamento fra uno o più progetti di CF, assumendo qui un rilievo centrale il “mandato” conferitogli dall’investitore con il contenuto minimo fissato dal Regolamento, consistente nel precisare “i parametri per prestare tale servizio”, che devono includere “almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l’investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l’investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell’investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all’investitore di conseguire l’obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza” (art. 6, § 1, Reg.).

La scelta del progetto da finanziare con un prestito, nell’*individual portfolio management of loans*, è dunque compiuta dal CSP per conto dell’investitore (sia pure in conformità ai criteri da lui specificati nel mandato), anziché direttamente da quest’ultimo su proposta sottopostagli dal primo; dal che l’emergere di una specifica ed ulteriore componente, appunto, di “gestione” rispetto al generale *crowdfunding services providing*, ed il conseguente ampliamento dei compiti dello stesso fornitore di servizi.

Si considera peraltro “gestione individuale di portafogli di prestiti” anche quella modalità di LBC in cui l’abbinamento dei fondi degli investitori ai progetti di CF ha luogo da parte del CSP applicando un processo di assegnazione automatica “secondo parametri e indicatori di rischio predeterminati dall’investitore”, difettando anche qui una decisione diretta dello stesso investitore circa la selezione del progetto da finanziare (Reg., 20° cons.).

---

<sup>13</sup> Cfr. S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., 282 ss., ove il rilievo che “Il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti rappresenta, in effetti, un *unicum* nel panorama dei servizi di *crowdfunding*”.



4. *Compiti e doveri informativi di base del CSP e varietà di business model nel LBC.* – Si viene così al tema delle attività tipicamente dovute o invece solo eventualmente esercitabili da parte del fornitore di servizi di *lending crowdfunding* – al di là delle funzioni di *services providing* che accomunano tutte le forme di CF –, da distinguersi in ragione della diversità delle figure anzidette.

Da un lato, compito essenziale in ogni modalità di servizi di LBC, e per ciò stesso attività dovuta e necessaria in quest'ambito del CSP, è la creazione di una piattaforma nella quale ha luogo – come una sorta di *meeting point* o mercato digitale – la presentazione di offerte di *crowdfunding* agli utenti del portale allo scopo di agevolare la concessione di prestiti, cioè la conclusione di un accordo di prestito tra uno o più investitori e uno o più titolari di progetti tramite la piattaforma di *crowdfunding*, realizzando o facilitando l'abbinamento tra i potenziali investitori o erogatori di prestiti e le imprese che cercano finanziamenti.

Alla suddetta funzione di base – presentazione di progetti e di proposte di finanziamento nel *framework* costituito dalla propria piattaforma *on line* – del fornitore di servizi si legano, nel caso del LBC, oltre ai doveri generali del CSP (mettere a disposizione dei potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, redatta dal titolare del progetto per ogni offerta di *crowdfunding*, cfr. Reg., art. 23; verifica di appropriatezza dei servizi di *crowdfunding* offerti rispetto ai potenziali investitori “non sofisticati”, di cui si dirà meglio in seguito, cfr. Reg., art. 21), gli ulteriori specifici e anch'essi basilari compiti informativi previsti in caso di LBC dall'art. 20, Reg., aventi ad oggetto la pubblicazione del tasso di *default* – relativo al grado di probabilità che il titolare del progetto non rimborsi il capitale prestatogli incrementato degli interessi – sul sito web del CSP “in una posizione ben visibile”.

Tali compiti si specificano nell'obbligo di: pubblicare annualmente i tassi di *default* dei progetti di *crowdfunding* offerti sulla propria piattaforma almeno nel corso dei 36 mesi precedenti; pubblicare entro quattro mesi dalla chiusura di ciascun esercizio un rendiconto dei risultati, “se del caso” indicando “i) il tasso di default previsto ed effettivo di tutti i prestiti promossi dal fornitore di servizi di crowdfunding per categoria di rischio e con riferimento alle categorie di rischio definite nel sistema di gestione dei rischi; ii) una sintesi delle ipotesi usate per determinare i tassi di default previsti; iii) qualora il fornitore di servizi di crowdfunding abbia offerto un obiettivo di tasso di rendimento in relazione alla gestione individuale di portafogli di prestiti, il rendimento effettivo realizzato”. Si prevede peraltro che il metodo di calcolo dei tassi di *default* suddetti, relativi ai progetti offerti su una piattaforma di CF, sia uniformemente determinato sulla base di un progetto di norme tecniche di regolamentazione elaborato dall'ESMA in stretta cooperazione con l'ABE e presentato alla Commissione, alla quale è delegato il potere di integrare il Regolamento tramite l'adozione delle stesse norme tecniche di regolamentazione, in conformità agli artt. da 10 a 14 Reg. (UE) n. 1095/2010 (art. 20, § 3, Reg.).

Se tale è il nucleo minimo del fenomeno, esso in concreto può assumere svariati *business model*<sup>14</sup>, che differiscono in ragione di ulteriori eventuali servizi resi dal *provider*.

Così, nella “presentazione” di offerte, il fornitore – “al fine di migliorare il servizio reso ai clienti” (Reg., 19° cons.) senza con ciò snaturarlo – ben può anche operare for-

<sup>14</sup> Cfr. la “*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*”, cit., § 13 ss.

me di “filtraggio”, nel senso di “proporre a investitori individuali progetti di crowdfunding basati su uno o più parametri specifici o su indicatori di rischio, come il tipo o settore di attività commerciale o una valutazione del credito, che siano stati comunicati in anticipo al fornitore di servizi di crowdfunding dall’investitore” (*ivi*).

Una simile “selezione”, per non sconfinare in una “raccomandazione” (Reg., 21° cons.) o in un servizio di consulenza in materia di investimenti soggetto alla Direttiva c.d. MiFID II (2014/65/EU), deve aver luogo “su base neutrale”, nel senso da un lato che “i fornitori di servizi di crowdfunding non dovrebbero pagare o accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta presente sulla loro piattaforma o su una piattaforma di terzi” (Reg., 19° cons.); e, per altro verso, che gli strumenti di filtraggio applicati siano idonei a selezionare “risultati basati su criteri relativi a caratteristiche meramente oggettive del prodotto”, quali appunto i criteri come sopra predefiniti dall’investitore relativamente ai progetti cui è interessato, riguardanti “il settore economico, lo strumento utilizzato e il tasso d’interesse o la categoria di rischio”, o “i dati finanziari fondamentali calcolati senza alcun margine discrezionale” (Reg., 21° cons.).

I doveri informativi del CSP sono inoltre ulteriormente accresciuti ove ricorra l’ipotesi dianzi descritta della gestione individuale di portafogli di prestiti, rispetto alla quale sorge l’obbligo *dei fornitori di servizi* di redigere essi stessi e tenere costantemente aggiornata “una scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento a livello di piattaforma” (art. 24, § 1, Reg.), con un contenuto di informazioni ulteriori e peculiari (quelle di cui all’allegato I, parte H, al Reg.) rispetto alla scheda informativa chiave che, nella generalità delle altre ipotesi di CF, è invece “redatta dal titolare del progetto per ogni offerta di crowdfunding” (art. 23, § 2, Reg., enfasi ns.), ancorché poi fornita ai potenziali investitori dal CSP che ha altresì l’onere di verificarne costantemente “la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni” (art. 23, § 11, Reg.).

5. *Eventuali attività ulteriori con obblighi aggiuntivi nel LBC.* – Ai compiti per dir così indefettibili del CSP nell’ipotesi di LBC possono eventualmente affiancarsi attività ulteriori, le quali se assunte dal *provider* ne comportano l’assoggettamento ad obblighi pure ulteriori.

Così è anzitutto nel caso in cui il CSP applichi dei “punteggi di affidabilità creditizia” ai progetti di *crowdfunding* (Reg., 41° cons. e art. 19, § 6)<sup>15</sup> o “stabilisca il prezzo di un’offerta di crowdfunding” (art. 4, § 4, Reg.), e qui segnatamente svolga un’attività di *pricing* dei prestiti offerti sulla propria piattaforma. In tale fattispecie, infatti, sorgono a carico del fornitore di servizi doveri di ponderazione reiterata del rischio di credito e di adeguatezza del prezzo assegnato; in particolare il CSP dovrà:

– anzitutto, rendere “disponibile una descrizione del metodo usato per calcolare tali punteggi o determinare tali prezzi”, precisando nella stessa descrizione se il calcolo sia basato su conti non sottoposti a audit (Reg., art. 19, § 6);

– “effettuare, prima della presentazione dell’offerta di crowdfunding, una ragionevole valutazione del rischio di credito del progetto di crowdfunding o del titolare del

<sup>15</sup> Sulla ricorrenza in fatto di simili attività ulteriori, cfr. U. MINNECI, *L’informazione ai fruitori dei servizi*, in *Diritto del Fintech*, cit., 84.

progetto”, e nel far ciò dovrà in particolare considerare “anche il rischio che il titolare del progetto non effettui, in caso di prestito [...], uno o più rimborsi entro la scadenza” (art. 4, § 4, lett. a);

– “assicurare che il prezzo sia equo e adeguato”, con particolare riferimento ai “casi in cui un fornitore di servizi di crowdfunding che stabilisce il prezzo dei prestiti facilita l’uscita per un prestatore prima della data di scadenza di un prestito” (*ivi*, lett. d);

– effettuare una valutazione anche ricorrente di ciascun prestito, almeno in una serie di casi individuati dal Regolamento, e cioè anzitutto in relazione al momento della emissione, nonché allorquando si profilino rischi di inesatto adempimento non sorretti dalla prestazione di garanzie o altre compensazioni, o a seguito di inadempimento, e ancora quando lo stesso “fornitore di servizi di crowdfunding facilita l’uscita per un investitore prima della data di scadenza di un prestito” (*ivi*, lett. e).

Altra attività eventualmente esercitabile nel LBC dal CSP, in aggiunta alle sue funzioni essenziali, è quella di gestione di una bacheca elettronica, sulla quale i fornitori “consentono ai propri clienti di pubblicizzare l’interesse per l’acquisto e la vendita di prestiti [...] inizialmente offerti sulle loro piattaforme di crowdfunding” (art. 25 Reg.).

In tale ipotesi, la disciplina europea vieta peraltro che la bacheca possa “essere utilizzata per l’incontro di interessi di acquisto e di vendita mediante i protocolli o le procedure operative interne del fornitore di servizi di crowdfunding in modo da dare luogo a contratti”, finendo col trasformare la stessa bacheca elettronica, anziché in un mero sistema di pubblicizzazione di intenzioni negoziali in ordine alla circolazione dei prestiti, “in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale” (*ivi*, § 2).

Ciò che si vuol impedire, come evidenzia anche il cons. 55° del Reg., è che la bacheca divenga “un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale”, o in altri termini integri un sistema multilaterale di negoziazione, che sconfini in un servizio di investimento prestato senza i requisiti di legge; e ciò “a meno che, in relazione ai valori mobiliari, il fornitore di servizi di crowdfunding abbia anche un’autorizzazione separata quale impresa di investimento, ai sensi dell’articolo 5 della direttiva 2014/65/UE, o quale mercato regolamentato, ai sensi dell’articolo 44 della medesima direttiva”.

Ancora, il CSP può eventualmente istituire forme di collegamento e collaborazione con una banca: o nel senso che questa eroga il prestito richiesto sulla piattaforma, salvo poi, una volta raggiunto un *target* prefissato, ribaltarlo – se del caso in forma frazionata – sui finanziatori finali, cui spetterà il diritto di rimborso<sup>16</sup>; oppure nel senso che la banca da un lato indirizzi alla piattaforma richieste di finanziamento – che la stessa non ha inteso, per le più varie ragioni, soddisfare direttamente – corredate dalle relative valutazioni di merito creditizio, intervenendo a valle anche nella gestione dei pagamenti legati ai rimborsi<sup>17</sup>.

Quest’ultima eventualità introduce peraltro ad un’ennesima variante di *business model* del LBC, in cui il CSP, al fine di governare la fase degli accreditamenti ai *borrower* e delle rimesse o rimborsi ai *lender*, può alternativamente avvalersi di un presta-

<sup>16</sup> Su questa configurazione e sulla sua diffusione in Germania cfr. G. BALP, *P2P Lending e Invoice Lending*, cit., 309.

<sup>17</sup> Cfr. “*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*”, cit., § 18.

tore autorizzato di servizi di pagamento (PSP) delegandogli tale gestione, oppure attivare un proprio conto presso un PSP dal quale far transitare i versamenti in questione, o ancora agire in prima persona da PSP purché come tale regolarmente autorizzato<sup>18</sup>.

6. *I problemi giuridici del LBC. a) La distinzione dall'attività bancaria.* – Rispetto ad un fenomeno così articolato e variabile nelle sue concrete espressioni, la formulazione di una disciplina adeguata, ai vari livelli in cui ciò si rende necessario – tanto sovranazionale e specificamente europeo, anche per scongiurare distorsioni da arbitraggio normativo; quanto nazionale, sia legislativo che regolamentare –, postula una esatta individuazione dei problemi specifici del LBC, legati ai peculiari rischi, ed ai relativi fattori di rischio riferiti alla stessa fattispecie, opportunamente distinta da altri fenomeni più o meno alla stessa accostabili, simili o contigui.

Proprio tale distinta identificazione consente infatti di cogliere esigenze di disciplina, segnatamente in chiave di protezione degli interessi in gioco, che non formino già oggetto di tutela in base alla disciplina di altri fenomeni, la quale possa risultare eventualmente applicabile in caso di coincidenza o sovrapposizione con quelli; oltre che a far emergere, in caso di ibridazione o sconfinamento rispetto ad altre attività dal canto loro già compiutamente regolate, la necessità allora di applicazione delle rispettive discipline, a partire dalla regolamentazione di attività soggette ad autorizzazione e vigilanza, quali l'attività bancaria, i servizi di investimento o i servizi di pagamento.

Così, assume rilievo anzitutto la precisazione secondo cui il LBC di per sé non integra lo svolgimento da parte del prestatore di servizi di CF di un'attività inquadrabile come bancaria, dal momento che la mera attività svolta da parte del CSP di facilitazione della concessione di prestiti per un verso non comporta erogazione di credito da parte dello stesso *provider* né la conseguente assunzione da parte sua della veste di *lender* e con ciò di creditore del *borrower* o titolare di progetti; per altro verso, neppure è qui ravvisabile una raccolta del risparmio fra il pubblico, atteso che il fornitore di servizi di CF non acquista la posizione di beneficiario del prestito né quindi di obbligato al rimborso nei confronti degli investitori che concedono il finanziamento/*loan*: non realizza cioè, per stare al nostro art. 11 TUB, una “acquisizione di fondi con obbligo di rimborso”.

Perciò, l'attività del *provider* di “agevolazione della concessione di prestiti [...] deve essere distinta dall'attività di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico” (Reg., 11° cons.); ed anzi “Al fine di evitare l'arbitraggio regolamentare e garantire l'effettiva vigilanza dei fornitori di servizi di crowdfunding, a questi ultimi dovrebbe essere fatto divieto di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico, a meno che non siano autorizzati come enti creditizi conformemente all'articolo 8 della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio” (Reg., 9° cons.).

Anche dal punto di vista dei prenditori/*borrower*, d'altra parte, vi è l'esigenza che l'acquisizione di fondi attraverso una piattaforma di CF non abbia luogo in violazione

---

<sup>18</sup> Cfr. *ivi*, § 21. Sulla diffusione in Italia della terza modalità e sulla sua utilità “agli effetti della fluidità delle transazioni veicolate dal portale”, senza violare le riserve di attività previste dal T.U.B., cfr. ancora G. BALP, *P2P Lending e Invoice Lending*, cit., 312 s.

del divieto di “raccolta di risparmio tra il pubblico” (di cui al nostro art. 11 TUB) per soggetti diversi dagli intermediari autorizzati.

A tal fine, ad esempio, le disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia – che ovviamente però dovranno essere riviste alla luce del nuovo Regolamento UE 2020/1503 – precisano che una simile violazione non sussista allorché i fondi siano raccolti dai titolari di progetti di CF “presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale”<sup>19</sup>; o con acquisizione “effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori”, tali essendo considerate quelle trattative in cui “i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto”, in termini peraltro coerenti con il ruolo, astrattamente tipico (ma da verificare quanto effettivo in concreto), di mero “facilitatore” del *provider*. D'altra parte, secondo le stesse Disposizioni, al fine di “impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori”, è giudicata opportuna da Banca d'Italia la fissazione di un “limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi tramite portale *on line* di *social lending* da parte dei prenditori”<sup>20</sup>; e vanno “comunque precluse ai gestori e ai prenditori la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata”, in applicazione del divieto di cui all'art. 11, comma 5, TUB.

Deriva fra l'altro da quanto precede che i fondi erogati dagli investitori/*lender* non sono qualificabili in termini di “depositi”, né quindi coperti dai sistemi di garanzia dei depositi di cui alla Direttiva 2014/49/UE; e di ciò il Regolamento richiede sia fornita evidenza ai finanziatori, attraverso la già richiamata scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, la quale deve “avvertire i potenziali investitori del fatto che il quadro di investimento all'interno del quale si muovono comporta rischi che non sono coperti né dai sistemi di garanzia dei depositi, istituiti a norma della direttiva 2014/49/UE, né dai sistemi di indennizzo degli investitori, istituiti a norma della direttiva 97/9/CE” (Reg., 50° cons.; art. 19, § 2).

7. (Segue): *b) e dai servizi di investimento. Investitori “sofisticati” e “non sofisticati”*. – Quest'ultimo richiamo conduce a tracciare la linea di demarcazione anche fra LBC e servizi di investimento, malgrado le forti affinità che talune attività del *provider*

<sup>19</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 2016, Sex. IX, 15; cfr. in argomento E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del Lending-based Crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 79 ss.

<sup>20</sup> *Ivi*, 16. In questa direzione sembra muovere la soglia ora stabilita dal Regolamento rispetto ad “offerte di crowdfunding superiori a un importo di 5.000.000 di EUR” su base annuale (Reg., 16° cons. e art. 1, § 2, lett. c). Anche se la previsione è dettata più in vista “dei rischi associati agli investimenti legati al crowdfunding, nell'interesse dell'effettiva tutela degli investitori e della predisposizione di un meccanismo di disciplina di mercato”, nell'ottica cioè della delimitazione di confini rispetto ai servizi di investimento, come dimostra il fatto che tale soglia è scelta come corrispondente a quella “utilizzata dalla maggior parte degli Stati membri per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, conformemente al regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio” (Reg., 16° cons., 2° periodo).

di servizi di LBC (ma il tema riguarda anche altre forme di CF, come l'*equity CF* e la *debt CF*) – quali la gestione di portafogli individuali di portafogli di prestiti, i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, i servizi di filtraggio e selezione di offerte, la messa a disposizione di bacheche elettroniche – possono presentare con i servizi e le attività di investimento di cui all'allegato 1, sezione A, Direttiva n. 2014/65/UE (MiFID II) ed all'art. 1, comma 5, TUF, rispettivamente quali: la gestione di portafogli, la ricezione e trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione.

Se ne preoccupa infatti il Reg. UE 2020/1503, allorché precisa che è, specificamente, la “prestazione *congiunta* di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti” (corsivo ns.) e di “collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi a fini di crowdfunding non sulla base di un impegno irrevocabile su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori”, a costituire “la caratteristica principale dei servizi di crowdfunding rispetto a taluni servizi di investimento previsti dalla Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, anche se *individualmente* detti servizi corrispondono a quelli contemplati da tale direttiva” (Reg., 10° cons., corsivo ns.). E prosegue nel rimarcare i confini fra i diversi ambiti di attività, stabilendo che l'autorizzazione prevista dallo stesso Regolamento per la prestazione di servizi di CF “non dovrebbe concedere ai fornitori di servizi di crowdfunding il diritto di prestare servizi di gestione patrimoniale individuali o collettivi” (Reg., 19° cons.); ed ancora chiarendo che la applicazione da parte del CSP di “strumenti di filtraggio su una piattaforma di crowdfunding autorizzata”, dei quali si è già detto, “non dovrebbe essere considerata una consulenza in materia di investimenti a norma della Direttiva 2014/65/UE nella misura in cui tali strumenti forniscono informazioni ai clienti in maniera neutrale senza che ciò costituisca una raccomandazione” (Reg., 21° cons.).

Al contempo, al 65° considerando il Reg. richiama la coeva Direttiva UE del 7 ottobre 2020, n. 2020/1504 del Parlamento europeo e del Consiglio, che espressamente esclude dall'applicazione della Direttiva 2014/65/UE i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati a norma del Reg. 2020/1503, giustificando il rinvio della data di applicazione di quest'ultimo proprio “per allinearla con la data di applicazione delle norme nazionali che recepiscono la direttiva (UE) 2020/1504”. D'altra parte, la così disposta disapplicazione della disciplina MiFID è motivata nella Direttiva n. 202/1504 con l'esigenza di “garantire certezza del diritto in merito alle persone e alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione, rispettivamente, del regolamento (UE) 2020/1503 e della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, e per evitare una situazione in cui la stessa attività sia soggetta a più autorizzazioni all'interno dell'Unione”.

Per garantire certezza del diritto in merito alle persone e alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione, rispettivamente, del Reg. (UE) 2020/1503 e della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, e per evitare una situazione in cui la stessa attività sia soggetta a più autorizzazioni all'interno dell'Unione, le persone giuridiche autorizzate come fornitori di servizi di *crowdfunding* a norma del Reg. (UE) 2020/1503 dovrebbero essere escluse dall'ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE.

D'altra parte, è proprio l'ineludibile affinità fra i due settori di attività – quella dei CSP e quella dei servizi e attività di investimento – a giustificare il delinearsi nel CF della distinzione fra investitori “sostanziosi” e “non sostanziosi”, che riproduce la “distinzione tra cliente professionale e cliente al dettaglio prevista dalla direttiva 2014/65/UE”

(Reg., 42° cons.; art. 2, comma 1, lett. *j* e *k*; All. 2), cui corrisponde un diverso grado di consapevolezza dei rischi connessi all'investimento in progetti di CF, sì da giustificare, fra l'altro:

– l'obbligo per il CSP di “effettuare un test d'ingresso di verifica delle conoscenze dei potenziali investitori non sofisticati per accertare la loro comprensione di tali investimenti”, al cui esito sorge l'ulteriore obbligo di “avvertire esplicitamente i potenziali investitori non sofisticati, che possiedono insufficienti conoscenze, competenze ed esperienza, che i servizi di crowdfunding prestati potrebbero essere inappropriati per loro” (Reg., 43° cons., artt. 21-22);

– la fissazione di “un importo massimo che gli investitori non sofisticati possono investire in un singolo progetto senza che siano previsti ulteriori strumenti di salvaguardia”, onde “evitare una sovraesposizione” dei medesimi investitori (Reg., 46° cons.);

– la previsione di “un periodo di riflessione durante il quale un potenziale investitore non sofisticato può revocare un'offerta di investimento o una manifestazione di interesse in una specifica offerta di crowdfunding senza dare una motivazione e senza incorrere in penali” (Reg., 47° cons., art. 19, comma 3);

– l'obbligo per il CSP di informare specificamente gli investitori non sofisticati “attraverso la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento che la tutela offerta dai sistemi di indennizzo degli investitori” – di cui alla Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori – “non si applica a valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di crowdfunding acquisiti tramite la piattaforma di crowdfunding” (Reg., 49° cons.).

Restano peraltro sul tappeto i problemi di demarcazione e di applicazione della disciplina dei servizi e delle attività di investimento, al cospetto dell'atteggiarsi in *concreto* delle attività del *provider* nel LBC – al di là di ciò che, secondo il linguaggio del Regolamento, tali attività *dovrebbero* astrattamente comportare –, quali la “scomposizione dell'operazione di finanziamento in unità omogenee e standardizzate”<sup>21</sup>, tanto sul fronte delle offerte di prestito che delle richieste di finanziamento, tale da poter configurare l'attività del gestore della piattaforma come intermediazione nel collocamento di strumenti finanziari complessi: problemi che la disciplina nazionale dovrà necessariamente fronteggiare.

8. *Altri versanti problematici del LBC. Operatività della piattaforma. Il merito creditizio dei borrower. Le correlazioni con banche e intermediari finanziari.* – La già richiamata *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* del 26 febbraio 2015 individuava, fra gli altri, come specifici del LBC, ben sette categorie di rischi, variamente distribuiti fra *lenders*, *borrowers* e *platform providers*: “counterparty (or credit) risk; risk of fraud; lack of transparency/misleading information; legal risk; liquidity risk; operational risk; and money laundering”<sup>22</sup>. Ed al con-

<sup>21</sup> Cfr. G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in *Diritto del Fintech*, cit., 19 ss., testo e nt. 35; nonché G. BALP, *P2P Lending e Invoice Lending*, cit., 310, 324 ss.

<sup>22</sup> Per una analisi dei rischi insiti nel LBC cfr. anche M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 17 ss.

tempo si interrogava sulla possibilità, onde fronteggiare i rischi avvistati, di applicare al fenomeno delle LBC direttive e regolamenti UE già esistenti, come le Direttive 2007/64 sui Servizi di pagamento, 2009/110 sulla Moneta elettronica e 2005/60 sull'Antiriciclaggio.

All'esito di una articolata valutazione, in tale documento l'EBA riteneva peraltro comunque non governabili, alla sola stregua della normativa europea all'epoca disponibile, e perciò bisognosi di apposita disciplina quantomeno i rischi rappresentati, per un verso, da una mancante o insufficiente regolamentazione a salvaguardia contro i pericoli di *default* e più ampiamente i problemi operativi della piattaforma, fra cui quelli connessi alle procedure di trattamento e memorizzazione dei documenti, alla gestione di eventuali reclami, ai malfunzionamenti o comunque alla perdita di continuità operativa ed al rischio di indebita copiatura dei progetti; e per altro verso al difetto o all'insufficienza di idonei processi di valutazione, da parte della piattaforma, della meritevolezza di credito dei *borrower*, i cui progetti si propongono al finanziamento.

Si tratta in larga parte di problemi comuni a tutte le tipologie di *crowdfunding*, che il Reg. 2020/1503 non tralascia peraltro di prendere in considerazione: quanto al primo profilo, includendo "la continuità operativa" nell'area della "gestione efficace e prudente" cui l'organo di gestione del CSP deve provvedere con politiche e procedure adeguate (Reg., art. 4, § 1), prevedendo altresì che la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*, da presentare all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilito il fornitore, debba fra l'altro contenere "una descrizione del piano di continuità operativa del candidato fornitore di servizi di crowdfunding che, tenendo conto della natura, della portata e della complessità dei servizi di crowdfunding che il candidato fornitore di servizi di crowdfunding intende prestare, stabilisce misure e procedure che garantiscono, in caso di fallimento del candidato fornitore di servizi di crowdfunding, la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi tra il candidato fornitore di servizi di crowdfunding e i suoi clienti" (Reg., art. 12, § 2, lett. j); e che "I fornitori di servizi di crowdfunding pongono in essere procedure efficaci e trasparenti per il trattamento tempestivo, equo e coerente dei reclami presentati dai clienti e pubblicano le descrizioni di tali procedure", garantendo la presentabilità gratuita degli stessi reclami, facilitandoli con la messa a disposizione di un modello standard (Reg., art. 7).

Riguardo al secondo profilo, il Regolamento (art. 5) richiede al CSP di esercitare "almeno un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti che propongono il finanziamento dei loro progetti attraverso la piattaforma di crowdfunding del fornitore di servizi di crowdfunding", inclusa l'assenza di precedenti penali ("nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale") nonché il fatto che il fornitore non sia stabilito in Paesi "a rischio" (cioè "in una giurisdizione riconosciuta come non cooperativa a norma della politica dell'Unione in materia o in un paese terzo considerato ad alto rischio ai sensi dell'art. 9, paragrafo 2, della Direttiva (UE) 2015/849").

E, specificamente per il LBC, lo stesso Regolamento integra l'obbligo generale del CSP di possedere e curare procedure adeguate che assicurino una gestione efficace e prudente (art. 4, § 1), con la previsione secondo cui "L'organo di gestione di un fornitore di servizi di crowdfunding definisce e sorveglia l'applicazione di sistemi e controlli adeguati a valutare i



rischi connessi ai prestiti intermediati sulla piattaforma di crowdfunding” (art. 4, § 2).

D'altra parte, un più pregnante scrutinio del merito creditizio dei progetti di *crowdfunding* è invece previsto, con specifico riguardo al LBC, soltanto nelle ipotesi specifiche in cui:

– il CSP svolga attività di *pricing* dell'offerta di *crowdfunding*, nel qual caso il fornitore dei servizi dovrà allora, nell'assolvimento dei doveri di gestione efficace e prudente, “effettuare, prima della presentazione dell'offerta di crowdfunding, una ragionevole valutazione del rischio di credito del progetto di crowdfunding o del titolare del progetto, considerando anche il rischio che il titolare del progetto non effettui, in caso di prestito, [...] uno o più rimborsi entro la scadenza” (Reg., art. 4, § 4, lett. a);

– e nella già vista ipotesi della gestione individuale di portafogli di prestiti, in cui è imposto al CSP di valutare: “a) il rischio di credito dei singoli progetti di crowdfunding selezionati per il portafoglio dell'investitore; b) il rischio di credito a livello del portafoglio dell'investitore; e c) il rischio di credito dei titolari di progetti selezionati per il portafoglio dell'investitore, verificando la possibilità che i titolari di progetti adempiano alle proprie obbligazioni nell'ambito del prestito”, e fornendo all'investitore anche la descrizione del metodo utilizzato per dette valutazioni (Reg., art. 6, § 2)<sup>23</sup>.

La disciplina nazionale potrà ulteriormente dettagliare, a livello regolamentare, i presidi tracciati dalla normativa europea a fronte dei problemi sopra indicati, con particolare attenzione ai rischi insiti nel fenomeno del LBC oggetto di queste pagine. Ciò però fermo restando il quadro unitario ora tracciato dal Regolamento europeo, introdotto all'espreso fine di superare le differenze tra le normative nazionali esistenti, percepite come “tali da ostacolare la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding” (Reg., 6° cons.), al fine di “promuovere i servizi transfrontalieri di crowdfunding e di agevolare l'esercizio della libertà di offrire e ricevere tali servizi nel mercato interno” (7° cons.), con ciò promuovendo il funzionamento stesso del mercato interno di tali servizi nella prospettiva che “le norme nazionali siano sostituite” (Reg., 76° cons.) dalle norme di cui al regolamento, per quanto riguarda le tipologie di servizi di *crowdfunding* che sono ora inclusi nel suo ambito di applicazione.

Pur entro i limiti così segnati dall'intervento normativo europeo, residuano comunque spazi ingenti di precisazione e integrazione, a mezzo di regolamenti nazionali di dettaglio, onde far fronte ai più delicati profili problematici del fenomeno del LBC, che si è cercato fin qui di richiamare.

Fra questi, merita forse mettersi un accento, in chiusura di queste note, sui problemi che possono insorgere – in chiave di trasparenza, anzitutto, ma anche di temibili conflitti di interessi – rispetto alla variante operativa del LBC, già avvistata (lo si è prima ricordato) dall'EBA nella sua *Opinion* del 2015<sup>24</sup>, in cui il CSP ponga in essere forme di cooperazione più o meno integrata o comunque presenti interrelazioni (fino alla partecipazione nella propria compagine societaria) con banche o altri intermediari finan-

---

<sup>23</sup> L'art. 6, § 7, Reg. 2020/1503 affida all'ABE, in stretta cooperazione con l'ESMA, il compito di elaborare “progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare”, fra l'altro, “gli elementi, compreso il formato, che devono essere inclusi nella descrizione del metodo di cui al paragrafo 2, terzo comma”.

<sup>24</sup> Cfr. *Opinion of the European Banking Authority*, cit., § 18

ziari autorizzati alla concessione professionale del credito<sup>25</sup>: come nel caso in cui la piattaforma veicoli offerte di prestito già preventivamente istruite da tali intermediari, anche in punto di merito creditizio del progetto da finanziare, e dagli stessi poi non direttamente assunte, magari in ragione della loro eccessiva rischiosità o eccedenza rispetto a parametri di vigilanza da rispettare, bensì ribaltate e talora frammentate presso altri finanziatori – siano o no questi a loro volta organicamente collegati all’intermediario – che si facciano poi avanti sulla piattaforma *on line*; o come potrebbe accadere allorquando il CSP, nell’esercizio del ruolo più attivo di selezione e gestione che gli compete, ad esempio, nei fenomeni di *individual portfolio management of loans*, si avvalga dei servizi di banche o altri intermediari quali suoi delegati. Ipotesi, queste, in cui si tratta di verificare se la piattaforma medesima permanga quel mero *meeting point* o *framework* che il modello generale del CSP quale “facilitatore” degli abbinamenti propone (o narra) quale sostanza del fenomeno; o possa invece subire indebite interferenze, attraverso un non trasparente né neutrale funzionamento dei meccanismi, anche algoritmici, che presiedono al *matching* fra offerte e progetti che richiedono di essere finanziati: con rischi che un efficace e analitico sistema regolamentare di contrasto dei conflitti di interesse – tracciato solo a grandi linee dall’art. 8 Reg. 2020/1503 – dovrebbe valere ad arginare, se non si vuole che il LBC rischi di divenire un’opaca via di fuga dalle limitazioni poste (e tutte le volte in cui avvertite quali maglie eccessivamente restrittive) dalla disciplina dell’intermediazione bancaria e finanziaria, e dalle tutele così ivi apprestate per gli interessi, anche di sistema, in gioco.

---

<sup>25</sup> Sugli spazi di collaborazione aperti tra le banche e il LBC (sul che un cenno in F. FIORDIPONTI, *Peer to Peer Lending*, n *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. LENER, in *I Quaderni di Minerva bancaria*, 2/2018, 126 s.), al punto che “negli Stati Uniti e nel Regno Unito in numerosi casi gli intermediari tradizionali hanno affidato, in parte o completamente, il processo di erogazione di alcuni tipi di prestiti alle piattaforme sfruttandone la maggiore efficienza”, cfr. M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 6, 23; sulla diffusa esperienza di *partnership* fra banche e *Marketplace Lending Platforms* negli U.S. cfr., con maggiore dettaglio, B. HUMPHRIES, *Funding the Future: Marketplace Lending, Equity Crowdfunding, and Bank Lending*, in *24 N.C. Banking Inst.* 217 (2020), 233 ss.

# POLIZZE ASSICURATIVE ABBINATE AI FINANZIAMENTI

di Fabrizio Maimeri

SOMMARIO: 1. Gli interventi di vigilanza. – 2. Costo della polizza e interessi usurari. – 3. Obbligatorietà o facoltatività della polizza. – 4. Sul soggetto obbligato alla restituzione dei premi non maturati in caso di estinzione anticipata del prestito.

«È frequente che gli istituti che erogano mutui e finanziamenti chiedano alla clientela di sottoscrivere una *credit protection insurance* (CPI), locuzione con cui sono definite le polizze (sulla vita o contro i danni) – nella maggior parte stipulate in forma collettiva – che garantiscono i mutuatari (che sono i contraenti assicurati) contro eventi che potrebbero impedire loro di adempiere il debito contratto»<sup>1</sup>. È evidente che la protezione del debitore si ribalta a vantaggio del creditore, essendo gli eventi sfavorevoli afferenti o al soggetto (morte, infortunio, perdita d'impiego) o al bene oggetto di garanzia (incendio, scoppio, fulmine, altri accadimenti rovinosi) e incidenti sul rischio di inadempimento sopportato dal creditore medesimo. Siffatte garanzie – stipulate in forma individuale o collettiva<sup>2</sup> – presentano particolarità di fattispecie (l'abbinamento all'operazione di credito) e di filiera distributiva (l'intermediario collocatore coincide con il creditore) e inevitabili criticità, a cominciare dal conflitto di interessi (per gli intermediari operanti nella duplice veste segnalata) e dall'asimmetria di forza negoziale piuttosto che solo di trasparenza, fra intermediario e cliente, che potrebbe consentire al primo di condizionare l'erogazione del finanziamento alla sottoscrizione di una PPI, lucrando per di più commissioni di notevole importo<sup>3</sup>.

Il meccanismo descritto ha una matrice tipicamente anglosassone, nel senso di considerare combinati (*tie-in*) finanziamenti e copertura assicurativa<sup>4</sup> e costituisce uno dei

---

<sup>1</sup> N. SIRI, *La protezione dell'assicurato mutuatario nel codice del consumo*, in *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti*, a cura di P. MARANO-M. SIRI, Milano, 2016, 43. Lo stesso concetto viene espresso con la dicitura *Personal Protection Insurance*, il cui acronimo è PPI.

<sup>2</sup> «Nel primo caso, il contraente è il singolo debitore tenuto a rimborsare il finanziamento; nelle collettive, il contraente è l'istituto di credito che eroga il prestito, il quale a monte registra apposite convenzioni con le imprese di assicurazione, a cui il debitore/assicurato generalmente si associa sottoscrivendo un modulo di adesione» (F. VITI, *Finanziamento: costo della polizza abbinata rileva ai fini dell'usura*, in *www.altalex.it*, 16 ottobre 2018). Quest'ultima modalità, assai più diffusa della prima, rende oggettivamente meno agevole, nei riguardi del mutuatario, assicurare un'informazione adeguata sulla polizza e un'analisi della congruenza del prodotto alle caratteristiche del mutuatario medesimo.

<sup>3</sup> A. PEGOLO, *Le polizze PPI collocate in Italia. Alcune riflessioni regolamentari*, in *www.diritto bancario.it*, 6 febbraio 2017.

<sup>4</sup> «Le c.d. polizze "scoppio-incendio", a onor del vero, sono già diffuse da tempo nel nostro ordinamento e abbinate tradizionalmente soprattutto ai contratti di mutuo ipotecario. La L. 175 del 1991 (norma abrogata a seguito dell'entrata in vigore del Testo Unico Bancario), con riferimento al credito fondiario, rispetto ad alcune forme assicurative (es. incendio) ne sanciva persino l'obbligatorietà. La novità autentica dunque

più classici punti di confine fra attività creditizia e attività assicurativa. La complessità del fenomeno e la densità problematica del medesimo risultano accresciute e amplificate dalla circostanza, necessitata per il sistema bancario, di ricercare guadagni attraverso le commissioni percepite per la prestazione di servizi (collocamento polizze assicurative, ad esempio) volte a compensare la diminuzione di quelli legati all'attività tipicamente creditizia (si pensi alla "forbice" fra i tassi attivi e passivi, che si è andata progressivamente riducendo).

Ancora in via preliminare, merita precisare che, forse proprio la convergenza di molti interessi sul punto (e il connesso coinvolgimento di più autorità di controllo), non risulta lineare l'intervento normativo in materia né sempre coerente la *ratio* sottesa, venendosi a creare incertezza anche sul complessivo quadro regolamentare. Sul punto vanno richiamate e condivise le osservazioni della Argentati, la quale, alla luce delle modifiche introdotte dalla legge annuale per il mercato e la concorrenza (legge 4 agosto 2017, n. 124, art. 1, commi 135-136) e dalla legge di recepimento della direttiva 2019/97/UE (d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, art. 1, comma 22), conclude nel senso che esse dimostrano che, «dalla prospettiva di *empowerment* del cliente che aveva ispirato la decretazione emergenziale del 2011-2012 e che aveva condotto all'introduzione di norme tese a mitigare l'asimmetria negoziale e a contrastare condotte opportunistiche dell'intermediario, si è invertita la rotta e si è passati ad una sostanziale *deregulation*, alla garanzia cioè sul piano formale della sola libertà di acquisto disgiunto dei beni offerti al cliente, nella convinzione che ciò basti ad assicurare il funzionamento del mercato»<sup>5</sup>.

Ciò detto, si ritiene che il senso anche operativo delle molte questioni che il tema pone si possa cogliere prendendo le mosse dagli interventi che negli ultimi anni le due autorità di vigilanza, Banca d'Italia e Ivass, hanno avuto modo di affrontare, partendo proprio dalla loro attività di controllo sul campo.

1. *Gli interventi di vigilanza.* – La circolare del Servizio Ispettorato dell'Ivass del 17 dicembre 2013, proprio in relazione ai prodotti assicurativi PPI (*Personal Protection Insurance*), affermava l'erroneità dell'interpretazione dell'art. 52 ("adeguatezza dei contratti offerti") del Regolamento Isvap n. 5/2006 che avrebbe consentito agli intermediari iscritti nella sez. D del RUI (cioè banche, intermediari ex art. 106 t.u.b., Po-

---

va colta in quelle tipologie di polizza che coinvolgono direttamente la persona del debitore»: F. VITI, *Finanziamento: costo della polizza*, cit.

<sup>5</sup> A. ARGENTATI, *Polizze assicurative abbinata al credito e tutela del cliente: analisi critica dei più recenti spunti normativi*, in *www.ilcaso.it*, 14 giugno 2018, 26-27, la quale prosegue (p. 27): «il riferimento è alle nuove previsioni della legge annuale per il mercato e la concorrenza, che – sulla falsariga della direttiva europea in tema di credito immobiliare ai consumatori – ha rimosso gli specifici obblighi di condotta introdotti in precedenza (segnatamente il vincolo del doppio preventivo per l'intermediario e l'obbligo *tout court* di accettare la polizza reperita dal cliente sul mercato), limitandosi a prevedere obblighi informativi in tema di recesso e obblighi di trasparenza sulle provvigioni. Seguendo questa medesima logica, il nuovo art. 120 *quinquies* del codice delle assicurazioni private è intervenuto ad imporre all'intermediario, che venda una polizza assicurativa in abbinamento ad altro servizio, l'obbligo di offrire al cliente la possibilità di acquistare separatamente i due beni. Naturalmente l'offerta o la commercializzazione separata non dovrà avvenire necessariamente alle stesse condizioni praticate quando realizzata in forma abbinata perché ciò renderebbe sostanzialmente inutile, se non antieconomica, la pratica stessa per l'impresa finanziaria».

ste Italiane, Sim, ecc.) il collocamento di coperture assicurative abbinate ai mutui senza procedere alle valutazioni di adeguatezza delle stesse rispetto al cliente. Una simile interpretazione poggia sulla circostanza che l'art. 56 ("contratti in forma collettiva") del menzionato Regolamento (nella stesura dell'epoca) esenterebbe gli intermediari, quando assumono la veste di contraenti di contratti assicurativi in forma collettiva, dall'obbligo di acquisire le informazioni necessarie alle predette valutazioni. Una simile argomentazione, avverte l'Ispettorato, contraddice il disposto dell'art. 3, comma 3, del medesimo Regolamento, il quale testualmente fa rientrare nel perimetro dell'intermediazione assicurativa «la stipulazione di contratti o convenzioni assicurative in forma collettiva per conto di singoli assicurati, qualora questi ultimi sostengano, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, l'onere economico connesso al pagamento dei premi e il soggetto che stipula il contratto o la convenzione percepisca un compenso». Va detto comunque che qualche appiglio per la censurata interpretazione l'art. 56 del regolamento doveva pur contenerlo, se con successivo Regolamento Ivass del 3 marzo 2015, n. 8, in detto articolo è stato inserito espressamente l'art. 52 fra quelli che trovano applicazione nei contratti in forma collettiva. Si è richiamata questa circolare in quanto essa, al di là della specifica questione trattata, fa emergere il tentativo degli intermediari che vendono la polizza in modo abbinato al prestito di rendere il collocamento più spedito e in qualche modo "automatico" senza procedere alla puntuale valutazione di adeguatezza, soprattutto quando si tratti di polizze "collettive".

Negli anni successivi Banca d'Italia e Ivass hanno avviato una strutturata azione di controllo, i cui esiti sono stati discussi con i consumatori<sup>6</sup>: tale consultazione ha prodotto la lettera congiunta al Mercato del 26 agosto 2015, articolata sulle seguenti criticità rilevate: a) contratti assicurativi caratterizzati da esclusioni, limitazioni e carenze tali da ridurre significativamente la portata delle garanzie; b) modalità di offerta dei contratti non sempre improntate a canoni di trasparenza e correttezza; c) costi che potrebbero essere eccessivi e poco giustificati.

Più in dettaglio sono emersi i seguenti rilievi:

a) in molti casi le diverse garanzie assicurative costituiscono un pacchetto inscindibile per il quale il cliente versa un premio indistinto; esse tuttavia operano solo "a rotazione" in funzione delle condizioni soggettive in cui si troverà l'assicurato al momento del sinistro<sup>7</sup>. Ciò comporta la sottoscrizione del pacchetto ed il pagamento di un premio unico indistinto da parte di soggetti che in realtà non beneficranno mai di una o più delle garanzie acquistate. Tale costruzione svuota di significato le valutazioni di adeguatezza delle coperture rispetto alle specifiche esigenze assicurative del cliente;

b) anche le associazioni dei consumatori hanno rilevato che in una percentuale significativa di casi la polizza continua a essere proposta ai clienti come condizione ne-

---

<sup>6</sup> Cfr. il comunicato stampa del 5 giugno 2015, pubblicato sul sito della Banca d'Italia insieme al documento di lavoro prodotto dall'attività di vigilanza. In detto comunicato è annunciato che «sulla base dei commenti e delle proposte ricevute nel corso dell'incontro, i due istituti forniranno specifiche indicazioni del mercato, richiedendo il riallineamento dei prodotti e delle prassi di vendita alle linee indicate».

<sup>7</sup> Le coperture prestate sono in genere: i) decesso: per tutti gli assicurati; ii) invalidità permanente da infortunio: per tutti gli assicurati; iii) inabilità temporanea totale: per gli assicurati che al momento del sinistro siano lavoratori autonomi o lavoratori dipendenti pubblici; iv) perdita d'impiego: per gli assicurati che al momento del sinistro siano lavoratori dipendenti privati; v) malattia grave: per gli assicurati che al momento del sinistro siano 'non lavoratori'.

cessaria per accedere al prestito, presentandola come obbligatoria o “facendo capire” al consumatore che è fortemente consigliata per superare favorevolmente l’istruttoria per l’erogazione del prestito;

c) la necessità che, in caso di estinzione anticipata del prestito, le compagnie si attivino in via autonoma per la restituzione della quota parte del premio pagato e non goduto, senza attendere la richiesta del debitore/assicurato ed integrando di conseguenza le condizioni di assicurazione; resta comunque ferma la facoltà dell’assicurato di chiedere il mantenimento della copertura assicurativa e quindi la prosecuzione del rapporto di polizza;

d) la necessità di aggiornare i contratti con la disciplina di cui ai commi 15-*quater* e 15-*sexies* dell’art. 22 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, nella legge 17 dicembre 2012, n. 221: si tratta di disposizioni rilevanti ai fini del discorso che si intende riprendere tra breve;

e) la necessità di rivedere le condizioni di assicurazione per indicare in maniera comprensibile i criteri e le modalità per il calcolo della quota parte del premio pagato da rimborsare, quota che deve essere comprensiva delle commissioni, potendo l’impresa trattenere solo le spese amministrative del contratto;

f) i costi a carico degli assicurati permangono alti (anche in ragione dell’addebito integrale anticipato del premio) e una quota talora superiore al 50% dello stesso viene riconosciuta alle banche per l’attività di distribuzione svolta.

Una seconda lettera congiunta al mercato è stata inviata sempre da Ivass e Banca d’Italia il 17 marzo 2020, sempre sulle polizze PPI abbinate, nella quale vengono rilevati i seguenti profili:

a) se la polizza è qualificata come obbligatoria, cioè come condizione necessaria per ottenere il finanziamento a determinate condizioni, la banca deve dare preventiva evidenza di tale circostanza, ad esempio sui siti web; ciò consente all’interessato di reperire sul mercato coperture equivalenti e in questo caso la banca è tenuta ad accettare, senza variare le condizioni offerte per l’erogazione del finanziamento, la polizza che il cliente presenterà o reperirà sul mercato. Il costo delle polizze qualificate come obbligatorie deve essere incluso nel costo totale del credito ai fini del calcolo del TAEG.

Le polizze qualificate come facoltative debbono essere prospettate alla clientela come un servizio aggiuntivo opzionale e la loro stipula non deve condizionare la concessione del finanziamento.

Per assicurare la correttezza della commercializzazione delle polizze abbinate ed innalzare la consapevolezza della clientela sulle caratteristiche e i costi dei servizi acquistati, le banche danno chiare indicazioni alla clientela sulla natura dei prodotti offerti in abbinamento;

b) sono emerse, dai reclami avanzati dalla clientela, pratiche commerciali scorrette da parte di intermediari che imponevano di fatto, come condizione per accedere al finanziamento, la sottoscrizione di polizze a premio unico anticipato (finanziato dall’intermediario stesso che le collocava), prive di collegamento funzionale con il finanziamento richiesto. In caso di rimborso anticipato, il rimborso della quota parte del premio non goduto veniva negato, sostenendo l’assenza del collegamento funzionale tra le due operazioni (c.d. “polizze decorrelate”).

E l’AGCM non ha mancato di assumere provvedimenti a carico di numerosi intermediari a seguito dell’utilizzo di polizze assicurative abbinate ai finanziamenti e vendute a consumatori convinti che fossero necessarie per l’ottenimento del fido: di qui

l'irrogazione di sanzioni agli intermediari stessi<sup>8</sup>. Al rilievo che si tratta di polizze “de-correlate” si riferisce il provvedimento n. 28011 del 27 novembre 2019, il quale parla espressamente di «polizze assicurative che nulla hanno a che vedere con il finanziamento» e dell'emergere di «una politica commerciale di distribuzione delle polizze non connesse ai finanziamenti particolarmente spinta», coinvolgendo nel procedimento anche le compagnie assicurative<sup>9</sup>. La circostanza che ci si muova in questo ambito, quindi, non incide né sulla esistenza della pratica commerciale scorretta né sulla circostanza che, in caso di estinzione anticipata, i premi assicurativi relativi non maturati debbono essere restituiti al consumatore.

L'illustrazione compiuta consente di individuare i profili applicativi più sensibili del tema trattato e costituisce una efficace introduzione alla comprensione dei problemi che si ha in animo nel prosieguo di affrontare.

2. *Costo della polizza e interessi usurari.* – Il comma 4 dell'art. 644 c.p. include nella determinazione del tasso di interesse usurario, oltre al tasso annuo nominale (t.a.n.), «commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e (...) spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito». Siffatta indicazione mostra come il legislatore non abbia inteso limitarsi agli interessi nominali applicati, volendo piuttosto pervenire al costo globale del credito, rilevato poi trimestralmente dai decreti ministeriali. In questa logica di connessione con la definizione penalistica del reato d'usura (e con il principio di onnicomprensività che esso afferma) pare coerente intendere il riferimento dell'art. 1815, comma 2, c.c. a tale costo piuttosto che, come deporrebbe il tenore letterale della norma, al solo tasso nominale<sup>10</sup>.

Ciò posto, potrebbe domandarsi quali costi ulteriori rispetto agli interessi debbano essere considerati nella configurazione dell'art. 644 c.p., vale a dire solo i costi remunerativi del prestito, cioè collegati all'erogazione del credito, ovvero anche gli altri menzionati nell'operazione. Secondo un orientamento, il richiamato comma 4 dell'art. 644 c.p. comprenderebbe non solo le «remunerazioni», ma anche le spese che non necessariamente appaiono funzionali a compensare la prestazione di denaro: il comma in esame «ricomprende le “commissioni”, che pur non si atteggiano a costi diretti per l'erogazione del credito, ma che al più remunerano una diversa prestazione resa dall'intermediario in connessione al prestito o, comunque, più in generale, un sacrificio/onere allo stesso imposto»<sup>11</sup>. Ogni costo sopportato dal consumatore che ottiene

<sup>8</sup> D.M. MARINO, K. TAYEL, *Le polizze abbinata ai mutui e finanziamenti alla luce degli interventi dell'Antitrust, di IVASS e di Banca d'Italia*, in *www.dirittobancario.it*, aprile 2020, 1-3.

<sup>9</sup> Il provvedimento, che comminava all'intermediario una sanzione pecuniaria di 4.700.000,00 euro, è stato oggetto di impugnazione dinanzi al TAR Lazio, che ha però ritenuto di confermarlo con decisione del 9 giugno 2021 (in *www.ilcaso.it*).

<sup>10</sup> «Una volta verificato il superamento del tasso soglia rilevante ai fini dell'usura genetica, in virtù della corretta interpretazione del secondo comma dell'art. 1815 c.c. – letto in connessione con il quarto comma dell'art. 644 c.p. – che sancisce la nullità della clausola, restano colpiti non solo gli interessi propriamente intesi, ma tutti gli oneri e le spese inclusi nel calcolo del TEG, compresi i premi assicurativi, escluse imposte e tasse, che, pertanto, debbono essere restituiti al mutuatario»: Collegio di coordinamento ABF, decisione 8 giugno 2018, n. 12830.

<sup>11</sup> L. PASCUCCI, *Interessi monetari, costo del credito e usura*, in G. CONTE, *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, 999.

credito, collegato con l'operazione di finanziamento (o comunque in essa inserito), deve essere considerato ai fini del calcolo del costo globale ed anche dell'interesse usurario.

Sul punto, però, si ritiene necessaria qualche precisazione. Nelle varie occasioni in cui è intervenuta per dettare disposizioni sulle modalità di rilevazione dei tassi effettivi medi ai sensi della legge sull'usura, la Banca d'Italia ha mantenuto due precisazioni: da un lato, che le commissioni, le remunerazioni a qualsiasi titolo e le spese, di cui tener conto nella rilevazione, debbono essere «collegate all'erogazione del credito»; dall'altro, che, per le spese di assicurazione, si deve trattare di spese «imposte dal creditore», cioè dall'intermediario.

Il richiamato collegamento, «se può essere dimostrato con qualunque mezzo di prova, risulta presunto nel caso di contestualità tra la spesa e l'erogazione»<sup>12</sup>; tale presunzione *iuris tantum*, però, può essere vinta dando prova «di totale assenza di funzionalità della polizza a garantire la restituzione del finanziamento, e dunque provando che il mutuo ha rappresentato soltanto l'occasione per offrire al cliente prodotti assicurativi diversi (ad esempio: polizza auto, polizza furto, polizza spese mediche, ecc.), ovvero provando che la polizza non era stata richiesta e neppure offerta dall'intermediario, ma resa disponibile direttamente dal soggetto finanziato o da questi unilateralmente voluta»<sup>13</sup>.

Se ne deduce che la contestualità fra prestito e applicazione del costo (della copertura assicurativa) non implica l'automatico inserimento di quest'ultimo nel calcolo del teg, dovendosi piuttosto far capo al concetto di "funzionalità" del costo rispetto alla erogazione del prestito medesimo. Del resto, se la soglia usuraria intende misurare lo squilibrio nel prezzo del fido rispetto al costo del denaro sul mercato, devono considerarsi i costi che su tale squilibrio incidono, cioè quelli che sono, per l'appunto, funzionali all'erogazione del fido medesimo. E non tutti i costi che gravano in capo al mutuatario rivestono tale funzione, come accade per quelli che si riferiscono a coperture assicurative del tutto estranee al prestito, ancorché contestuali alla concessione di questo.

Queste considerazioni giustificano un diverso esito circa la riconduzione delle c.d. "decorrelate", a quelle da considerare ai fini della quantificazione del taeg, il quale rappresenta il costo totale dell'operazione e comprende tutti i costi di cui è gravata, indipendentemente dalla loro origine. Laddove si valuti il costo globale, non occorre valutare la funzionalità di questo o quell'onere, essendo sufficiente che esso confluisca fra quelli che deve pagare il consumatore. Insomma, taeg e tegm non sembrano dover coincidere quanto alle voci che li compongono e le funzioni che perseguono.

L'orientamento assunto dalla normativa primaria e secondaria e dall'ABF pare invece deporre nel senso che anche ai fini del Taeg, debbono essere considerate rilevanti solo le polizze obbligatorie e non anche le facoltative. Ciò discende sia dall'art. 121,

---

«L'art. 644, comma 4, c.p. sembra, cioè, discostarsi dalla nozione civilistica di "interesse" – pur restrittivamente impiegata al comma 1 – per abbracciare il più ampio concetto di "costo effettivo globale del credito" (espresso dal TEG), aggregato di differenti componenti una delle quali soltanto rappresentata dagli interessi *stricto iure* intesi. (...) Sì che sebbene l'art. 1815, comma 2, c.c. si riferisca testualmente ai soli "interessi" usurari e, nella specie, in virtù di un'interpretazione sistematica con il comma 1, verosimilmente ai soli interessi *corrispettivi*, non si potrà fare a meno di leggerlo in combinato disposto con l'art. 644 c.p. e con il principio di onnicomprensività che lo stesso pone, data la funzione sostanzialmente ancillare della norma civilistica rispetto a quella penale»: L. PASCUCCI, *Usura e oneri eventuali*, Torino, 2019, 7-9.

<sup>12</sup> Cass., 5 aprile 2017, n. 8806

<sup>13</sup> Collegio coordinamento ABF, decisione del 9 gennaio 2018, n. 250.



comma 2 t.u.b (a tenor del quale «nel costo totale del credito sono inclusi anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, compresi i premi assicurativi, se la conclusione di un contratto avente ad oggetto tali servizi è un requisito per ottenere il credito, o per ottenerlo alle condizioni offerte»), sia dalle Disposizioni in tema di trasparenza bancaria (sez. VII, § 4.2.4), le quali, nel dettare la disciplina per il calcolo del taeg, prevedono che «nel TAEG sono inclusi i costi, di cui il finanziatore è a conoscenza, relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito e obbligatori per ottenere il credito o per ottenerlo alle condizioni offerte».

3. *Obbligatorietà o facoltatività della polizza.* – La necessità di procedere nel senso indicato dalle norme richiamate ha fatto sì che la mera qualificazione, in contratto, di una polizza come facoltativa non può ritenersi sufficiente a escluderla dal calcolo del taeg, donde la necessità di procedere nel senso che deve considerarsi obbligatoria quella polizza che incide sulle condizioni del contratto di fido eliminando o riducendo il rischio di solvibilità del cliente, sopportato dal finanziatore. E qui, più che di obbligatorietà, dovrebbe parlarsi di connessione, nel senso di escludere quelle che vengono dette polizze c.d. decorrelate: «le polizze assicurative possono, pertanto, ritenersi “connesse” al contratto di finanziamenti in quanto idonee a contemperare il rischio di insolvenza del debitore/assicurato, mantenendo tendenzialmente inalterate le originali condizioni patrimoniali e finanziarie del debitore, che incidono sul relativo rischio di solvibilità e alla luce delle quali il finanziatore ha effettuato la valutazione del merito creditizio; connessione che (...) può ritenersi sussistente non solo per le polizze assicurative a copertura del rischio “morte” e del rischio “perdita di impiego”, ma anche per le polizze a copertura della sopravvenuta inabilità o inidoneità (temporanea o permanente) al lavoro, ovvero ai sinistri comunque idonei ad incidere sul rischio solvibilità del cliente/debitore»<sup>14</sup>. Quindi polizze sanitarie, ad esempio, per il consumatore e la sua famiglia, non possono dirsi connesse (né tanto meno obbligatorie) e i relativi costi non confluiscano nel calcolo del taeg<sup>15</sup>, non essendo in grado di influire sui rischi propri del finanziamento.

Perché però la connessione strutturale divenga “obbligatorietà”, occorre, secondo la citata decisione ABF, che il mutuatario dimostri (oltre che la polizza abbia funzione di copertura del rischio di solvibilità) che: i) vi sia connessione genetica e funzionale tra finanziamento e assicurazione, nel senso che i due contratti siano stati stipulati contestualmente e abbiano pari durata; ii) che l’indennizzo sia stato parametrato al debito residuo.

Tuttavia, se in base alle presunzioni ora indicate il consumatore può ribaltare la fa-

---

<sup>14</sup> Collegio di coordinamento ABF, decisione del 29 settembre 2017, n. 11870.

<sup>15</sup> L’estensione della connessione a polizze “decorrelate” può realizzarsi solo laddove sia stato venduto un “pacchetto” di prodotti assicurativi: «l’eterogeneità delle coperture assicurative e la mancanza di alcun collegamento funzionale da parte di esse con il contratto di finanziamento non sono (...) idonee ad elidere la rilevanza del rapporto di connessione rilevante ai sensi dell’art. 121, comma 2, tub, qualora le coperture assicurative (funzionali e non) siano presentate come un “pacchetto inscindibile”, che preclude ogni valutazione distinta in termini di obbligatorietà e facoltatività delle diverse garanzie e che comporta, conseguentemente, l’estensione del rapporto di connessione e, in presenza degli indici presuntivi sopra richiamati, della qualificazione come obbligatoria all’intera polizza assicurativa».

coltatività predicata dal finanziatore in contratto, quest'ultimo può a sua volta dare la dimostrazione della effettiva facoltatività «provando di avere proposto al ricorrente una comparazione dei costi da cui risulti l'offerta del finanziamento alle stesse condizioni con o senza stipula del contratto di assicurazione, ovvero di avere offerto condizioni simili, senza la stipula della polizza, ad altri soggetti con il medesimo merito creditizio, ovvero che sia stato concesso al ricorrente il diritto di recesso dalla polizza, senza costi e senza riflessi sul costo del credito, per tutta la durata del finanziamento»<sup>16</sup>.

L'articolato e complesso iter argomentativo fin qui sintetizzato consente quindi, per concludere sul punto, di affermare come la disciplina primaria e secondaria vigente escluda dal calcolo sia del teg che del taeg i costi delle polizze che non possono considerarsi né connesse né funzionali al prestito cui accedono, nonostante la menzionata differenza fra i due tassi.

4. *Sul soggetto obbligato alla restituzione dei premi non maturati in caso di estinzione anticipata del prestito.* – Nel § 1 si è ricordato come nella lettera congiunta del 2015 sopra richiamata le autorità hanno sottolineato la necessità di aggiornare i contratti con la disciplina di cui ai commi 15-*quater* e 15-*sexies* dell'art. 22 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, nella legge 17 dicembre 2012, n. 221. Come si è detto, si tratta di un passaggio importante al fine di introdurre un'altra questione.

Il menzionato comma 15-*quater*, riferendosi all'estinzione anticipata del prestito e al comportamento che le imprese di assicurazione debbono tenere, dispone quanto segue: «*Nei contratti di assicurazione connessi a mutui e ad altri contratti di finanziamento, per i quali sia stato corrisposto un premio unico il cui onere è sostenuto dal debitore/assicurato, le imprese, nel caso di estinzione anticipata o di trasferimento del mutuo o del finanziamento, restituiscono al debitore/assicurato la parte di premio pagato relativo al periodo residuo rispetto alla scadenza originaria, calcolata per il premio puro in funzione degli anni e della frazione di anno mancanti alla scadenza della copertura nonché del capitale assicurato residuo*».

Il comma 15-*quinquies* prevede che: «*Le condizioni di assicurazione indicano i criteri e le modalità per la definizione del rimborso di cui al comma 15-*quater*. Le imprese possono trattenere dall'importo dovuto le spese amministrative effettivamente sostenute per l'emissione del contratto e per il rimborso del premio, a condizione che le stesse siano indicate nella proposta di contratto, nella polizza ovvero nel modulo di adesione alla copertura assicurativa. Tali spese non devono essere tali da costituire un limite alla portabilità dei mutui/finanziamenti ovvero un onere ingiustificato in caso di rimborso*». Tale disciplina, per espressa previsione del comma 15-*septies*, si applica ai contratti in corso anche se conclusi antecedentemente.

Non v'è dubbio che, in caso di restituzione anticipata del fido, il rischio assicurato, quello d'insolvenza, si estingue dalla data di restituzione e quindi i premi pagati anticipatamente ma non maturati vanno restituiti. Se ciò è indubitabile, meno chiaro è quale

---

<sup>16</sup> Collegio di coordinamento ABF, decisione del 26 luglio 2018, n. 16291. Poiché è obiettivamente non agevole individuare i presupposti in presenza dei quali possa dirsi realizzata la condizione di «aver offerto condizioni simili, senza la stipula della polizza, ad altri soggetti con il medesimo merito creditizio», la decisione offre anche alcuni elementi a quest'ultimo proposito.

criterio utilizzare per restituirlo e, soprattutto, qual è l'intermediario che è legittimato passivo a farlo, se la banca o la compagnia assicurativa. Su entrambi i profili, strettamente collegati, la posizione dell'ABF è nota e pacifica: deve adottarsi, per il calcolo, il metodo del *pro rata temporis*, a meno che – di fronte alla specificità del premio assicurativo<sup>17</sup> – nel contratto di finanziamento o di assicurazione non siano indicate chiaramente modalità alternative, nel qual caso esse prevarrebbero sul *pro rata*. Quanto alla legittimazione, quella della banca persiste in virtù del collegamento negoziale che lega la polizza al contratto di prestito<sup>18</sup> e sul punto la legge n. 221/2012 incide se mai sul regresso della banca nei riguardi della compagnia<sup>19</sup>. Anzi: se la compagnia, richiesta della retrocessione, vi procede seguendo un criterio diverso dal proporzionale, utilizzando la metodologia indicata dalla menzionata legge (e addivenendo così a un importo minore di quello cui sarebbe pervenuta applicando il *pro rata*), il cliente mantiene il diritto di rivolgersi alla banca per la differenza<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> In quel che può essere considerato il primo *leading case* su questo tema, il Collegio di coordinamento ABF, decisione n. 6167 del 22 settembre 2014, ha riconosciuto che, «in riferimento al premio assicurativo può (...) darsi rilevanza all'ammontare del rischio assunto dall'assicuratore, che è variabile nel tempo, ma non a meno che procede l'esecuzione del piano di rimborso. Di per sé, quindi, non sarebbe illegittimo, né irrazionale, ponderare il rimborso della quota parte del premio anche in funzione del capitale residuo assicurato, che nel caso di finanziamenti assistiti da piano di ammortamento è normalmente decrescente, purché il criterio di calcolo sia chiarito *ex ante*».

<sup>18</sup> Collegio ABF di Napoli, decisione n. 5829 del 22 giugno 2016: «Va in particolare evidenziato come il complessivo rapporto *inter partes* si componga, sul piano atomistico, di due (apparentemente) distinti contratti: il mutuo da un lato; la polizza assicurativa dall'altro. Detti contratti risultano tra loro avvinti da un evidente e incontestabile legame: pur nella loro autonomia essi concorrono a realizzare il medesimo risultato consistente nell'assicurare al sovenuto il finanziamento richiesto. La prevalente dottrina e la giurisprudenza largamente maggioritaria precisano, perché si dia la fattispecie del collegamento, che debbono ricorrere due elementi: uno obiettivo, consistente nel nesso economico o teleologico tra i vari negozi e uno subiettivo, consistente nella intenzione di coordinare i vari negozi verso uno scopo comune, ossia nell'intento di collegare i due negozi. Il collegamento negoziale incide direttamente sulla funzione dell'operazione contrattuale che viene posta in essere "risolvendosi in una interdipendenza funzionale dei diversi atti negoziali rivolta a realizzare una finalità pratica unitaria" (Cass., 16 febbraio 2007, n. 3645; Cass., 10 luglio 2008, n. 18884; Cass., 22 marzo 2013, n. 7255). Il nesso fra più negozi fa sì che l'esistenza, la validità, l'efficacia, l'esecuzione di un negozio influiscano sulla validità o efficacia o esecuzione di un altro negozio, oppure che il requisito di un negozio si comunichi all'altro, o ancora che il contenuto di un negozio sia determinato dal contenuto dell'altro, e così via. Con riguardo al caso di specie, stante la strumentalità dei contratti alla realizzazione di un risultato unitario, risulta evidente la sussistenza di detto collegamento in considerazione della sussistenza dei richiamati elementi obiettivo e subiettivo. Come si è avuto modo di osservare, dottrina e giurisprudenza impongono riguardo a siffatte fattispecie una considerazione unitaria dell'assetto degli interessi globalmente perseguito dalle parti in termini di validità, efficacia, complessiva utilità delle prestazioni dedotte nei contratti. In particolare, le evoluzioni del rapporto principale (il finanziamento) non possono non riflettersi su quello accessorio (l'assicurazione) poiché, venuto meno il primo, la persistenza del rapporto assicurativo si rivelerebbe di fatto priva di causa. Le riportate conclusioni trovano peraltro puntuale riscontro nell'accordo ABI – Ania del 22 ottobre 2008, rubricato "Linee guida per le polizze assicurative connesse a mutui e altri contratti di finanziamento»».

<sup>19</sup> Collegio ABF di Napoli, decisione n. 5566 del 15 luglio 2015: «Quanto al premio assicurativo, va, *in limine*, rigettata l'eccezione di parte resistente sulla asserita sua carenza di legittimazione passiva *ex art.* 22 l. n. 221/2012 (di conversione del d. l. n. 179/2012), atteso che gli obblighi ivi stabiliti in capo all'impresa di assicurazione non sembrano incidere sul profilo della legittimazione (non sottraendo il finanziatore alla concorrente responsabilità per la restituzione del dovuto a fronte di negozi collegati) quanto piuttosto sull'esercizio dell'eventuale azione di regresso».

<sup>20</sup> Ancora la cit. decisione del Collegio di coordinamento ABF n. 6167/2014: «prescindendo da un esame più analitico è solo da ricordare che tutte le diverse concretizzazioni del fenomeno producono il normale effetto del cumulo di responsabilità, sicché potrebbe giovare il ricordo della distinzione cara alla più risalente

L'orientamento riportato, fondato su valutazioni che risalgono indietro nel tempo e confermato nel prosieguo, tiene verosimilmente conto di alcuni aspetti concreti che vanno considerati. Anzitutto, sovente il consumatore utilizza una compagnia che gli viene presentata dalla stessa banca, magari facente parte del medesimo gruppo cui la stessa banca fa capo, sicché "controparte" unica per il cliente è e rimane per tutti gli aspetti connessi al finanziamento l'intermediario creditizio<sup>21</sup>. In secondo luogo, l'individuazione del criterio prevalente di rimborso (quando non unico) nel metodo lineare, risente dell'esigenza di "tagliare corto" sulle variabili che tengano conto della specificità del rapporto assicurativo, dal momento che questa materia, nell'assenza (nonostante ora sia previsto) di un Arbitro competente, sarebbe rimasta priva di giustizia, ove non se ne fosse occupato, sia pure a prezzo di qualche forzatura, l'ABF<sup>22</sup>. L'Arbitro quindi non nega la propria incompetenza su profili assicurativi<sup>23</sup> ma non riconosce il sistema di rimborso *ex lege* (derivato cioè dalle indicazioni della legge n. 221/2012) sottolineando l'opacità di un contratto (di prestito o di assicurazione) che non rechi indicazione specifica del metodo di

---

te dottrina tra dovere di prestare e garanzia patrimoniale, per sottolineare che nella ipotesi in esame se il debito restitutorio rimane imputabile al solo assicuratore, la "rispondenza" alla pretesa restitutoria del cliente è estesa all'intermediario finanziatore che ha assunto, alla luce della simmetria sopra rilevata ed anche per semplificare la esecuzione dei rapporti patrimoniali, una posizione di responsabilità-garanzia della corretta restituzione. In quest'ottica non si scorge ragione per concludere che l'adempimento parziale del debitore-assicuratore elida completamente la responsabilità dell'intermediario che si è accollato cumulativamente e perciò risponde in solido con il primo. Infatti un adempimento parziale è equivalente ad un parziale inadempimento e l'inadempimento del debitore principale è da sempre ritenuto ragione sufficiente a far sorgere la responsabilità del debitore solidale. Pertanto il Collegio di coordinamento deve concludere nel senso che anche nell'ipotesi di parziale restituzione del premio non goduto effettuata direttamente dall'assicuratore rimane la responsabilità dell'intermediario per la parte residua e l'eventuale controversia tra il cliente e l'intermediario in ordine all'integrale adempimento del debito altrui che rientra nella sfera di responsabilità dell'intermediario responsabilità è sicuramente ricompresa tra quelle che l'ABF può conoscere».

<sup>21</sup> Tuttavia, sembra trattarsi di un rilievo che riporta inconvenienti, piuttosto che fornire soluzioni appaganti in punto di diritto: il rapporto si instaura direttamente fra compagnia e consumatore, a prescindere che sia una polizza individuale o collettiva; al consumatore vengono fornite le informazioni precontrattuali necessarie; a lui è richiesta la sottoscrizione di dichiarazioni e di moduli. Se si è convinti invece che si pongano in essere comportamenti opportunistici (o peggio) sta alle autorità di controllo intervenire per scoprirli e sanzionarli.

<sup>22</sup> Pur in mancanza di un Arbitro assicurativo, non è del tutto corretto affermare che non sarebbe fornito al consumatore alcuno strumento di risoluzione arbitrale di eventuali controversie. Come si evince dal sito dell'Ivass (e come è richiamato nelle condizioni generali di polizza sottoscritte dal cliente), è operativo presso l'Istituto, un Servizio tutela del consumatore (nel cui ambito è allocata la Divisione gestione reclami), il quale «cura l'istruttoria dei reclami pervenuti nei confronti di imprese e intermediari assicurativi e riassicurativi ed effettua analisi periodiche per l'individuazione di criticità, proponendo, sulla base delle carenze riscontrate, l'adozione di interventi specifici volti a ripristinare il livello di tutela del consumatore, informandone preventivamente il Servizio di Vigilanza Condotta di mercato – e, ove del caso, altre Strutture di Vigilanza – al fine di assicurare il necessario coordinamento». Insomma, le funzioni dell'Arbitro ancora non attivate sono gestite dall'autorità amministrativa di controllo.

<sup>23</sup> Collegio di coordinamento ABF, decisione n. 10035 dell'11 novembre 2016 ha avuto modo di chiarire che, «anche in considerazione dei margini di discrezionalità concessi alle imprese assicurative nella previsione dei criteri di misurazione del rimborso dovuto (...), l'accertamento della conformità ai criteri indicati dall'art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012 e dall'art. 49 del Reg. Isvap n. 35/2010, richiede (...) valutazioni e verifiche che, in quanto incentrate sulla definizione di una delle prestazioni comunque oggetto del contratto di assicurazione (pur collegato a quello di finanziamento) e, conseguentemente, sulla sua corretta interpretazione ed esecuzione, attengono a profili strettamente assicurativi, sottratti, in quanto tali, alla competenza dell'Arbitro».

retrocessione del premio non maturato (fosse pur quello *ex lege*) in caso di estinzione anticipata, opacità che ben può essere conosciuta dall'ABF.

In punto di diritto, tuttavia, il disposto della legge n. 221/2012, sopra riportato, solleva qualche perplessità circa l'orientamento ora illustrato. Anzitutto, il disposto in esame sembra individuare nelle compagnie di assicurazione (alle quali si rivolge) il soggetto chiamato a restituire i premi non maturati: «ad essere legittimata passiva rispetto alla domanda restitutoria avente ad oggetto le somme corrisposte per la stipula del contratto assicurativo è infatti l'impresa assicuratrice e non già l'ente convenuto, limitatosi ad erogare il finanziamento», alla luce del fatto che «la domanda di restituzione dell'indebitto può essere proposta solo nei confronti di colui che abbia effettivamente incamerato le somme, ossia l'*accipiens*»<sup>24</sup>. Del resto, «l'esistenza di un collegamento negoziale tra il contratto di finanziamento e il contratto assicurativo rileva unicamente sotto il profilo dell'insorgenza del diritto alla restituzione (nel senso che, estinguendosi anticipatamente il primo, viene meno parte del rischio assicurato e, quindi, della causa che sorregge il pagamento del premio nella misura determinata ad origine), ma non determina il sorgere di un obbligo restitutorio da parte di un soggetto diverso rispetto all'*accipiens*, che, oltre ad essere il soggetto che ha materialmente ricevuto il denaro, è anche il soggetto che beneficia dell'estinzione anticipata, non essendo più esposto al rischio della copertura assicurativa»<sup>25</sup>.

A proposito della questione qui sollevata, vien fatto di richiamarne un'altra, analoga, riferita al prestito a consumatori, in cui viene corrisposta la commissione di intermediazione al mediatore. Laddove si ritenga che tale commissione sia da restituire, l'ABF ha affermato la carenza di legittimazione passiva della banca, una volta che questa abbia dimostrato che il rapporto mediatizio è stato autonomamente instaurato fra mediatore e consumatore e che l'importo commissionale incassato dalla banca sia stato girato all'intermediario: «quanto alle commissioni per l'intermediario del credito, si rileva che l'intermediario allega fattura relativa a varie provvigioni nonché evidenza che fra le pratiche cui è riferito il corrispettivo cumulativo è compresa quella di cui al presente ricorso. L'importo delle provvigioni non è pertanto soggetto a restituzione»<sup>26</sup>. La situazione presenta evidenti somiglianze con quella della retrocessione del premio assicurativo (dove l'*accipiens* è la compagnia e non la banca) e pure il rapporto di mediazione è «avvinto» dal collegamento negoziale con tutti gli altri rapporti collegati:

---

<sup>24</sup> Così Trib. Vercelli, sent. n. 173/2020, cui *adde* Trib. Benevento, sent. n. 601/2019.

<sup>25</sup> Così Trib. Asti, 16 maggio 2020, n. 255, in *www.iusletter.com*. Nel medesimo senso Id., sent. n. 607/2019.

Alla stessa stregua cfr. Trib. Torino, sent. n. 5361/2019: «Come condivisibilmente sostenuto da recente parte della giurisprudenza di merito (Tribunale di Santa Maria Capua Vetere, sentenza n. 577 del 2018) e ribadito da questo Tribunale nella sentenza n. 1543/2019: «La ripetizione dell'indebitto oggettivo rappresenta una azione non risarcitoria, ma restitutoria a carattere personale, circoscritta tra il *solvens* e il destinatario del pagamento. Pertanto, alla luce del testo contrattuale e dei principi che regolano la disciplina della ripetizione dell'indebitto, non può che affermarsi la carenza di legittimazione passiva, ovvero di titolarità del rapporto dal punto di vista passivo, dell'intermediario appellante con riferimento alla domanda di restituzione della quota non ancora maturata degli oneri assicurativi. La domanda di ripetizione dell'indebitto non può, infatti, che essere indirizzata nei confronti dell'*accipiens*, e cioè del soggetto che ha ottenuto concretamente l'attribuzione patrimoniale che si assume indebita»».

<sup>26</sup> Così Collegio ABF di Roma, decisione n. 6885 del 14 aprile 2020. Del medesimo collegio cfr. altresì le decisioni nn. 1983 del 10 febbraio 2020, n. 8789 del 14 maggio 2020, n. 10232 del 6 giugno 2020.

tuttavia la soluzione arbitrale sembra opposta, dunque sarebbe opportuna una riflessione sul punto.

In secondo luogo, la legge n. 221/2012 ha introdotto, per la prima volta a livello di normativa primaria, l'indicazione del criterio da seguire per la retrocessione dei premi. L'indicazione del criterio *pro rata temporis* è un'indicazione arbitrale, in un contesto normativo che però non offre un appiglio sicuro per scegliere quale debba essere il metodo di calcolo da adottare. Tale criterio dunque dovrebbe segnare il passo rispetto a quello previsto per legge. In altri termini, è opportuno chiedersi se appare del tutto sostenibile che il metodo lineare sia il *benchmark*, cioè quello alla cui applicazione il consumatore avrebbe diritto, con il conseguente diritto del medesimo di ricevere dalla banca eventuali integrazioni di rimborso rispetto al calcolo e agli importi restituiti dall'impresa di assicurazione. Si potrebbe osservare: se la legge riguarda le modalità di calcolo per la restituzione del premio solo laddove a farlo sia la compagnia, allora per coerenza bisognerebbe opinare che solo la compagnia vi sia tenuta; se invece la legge riguarda le modalità di calcolo per la restituzione del premio chiunque sia il soggetto che vi provveda, allora esso vale anche per la banca, in luogo del *pro rata*.

Affermare che la legge qui richiamata rilevarebbe solo per regolare il regresso della banca che abbia restituito i premi non maturati non convince del tutto. Il legislatore, che presumibilmente conosce l'utilizzo nella fattispecie *de qua* del criterio *pro rata*, sarebbe intervenuto per assicurarsi che la banca fosse limitata nell'azione di rivalsa contro il coobbligato assicurativo obbligandola a pretendere un importo minore di quello pagato, adottando la compagnia un criterio *ex lege* diverso (che conduce a un importo minore a quello corrisposto dalla banca). Si fa fatica a comprendere e giustificare perché il legislatore abbia voluto creare questa asimmetria fra responsabili solidali (come sono verso terzi i contraenti di contratti collegati), incidendo sulla situazione paritaria degli stessi. È sicuramente più convincente ritenere che il legislatore sia intervenuto o per stabilire che l'unico legittimato passivo alla restituzione in caso di estinzione anticipata è la compagnia, ovvero per dettare le modalità di adempimento dell'obbligazione, valide per tutti i soggetti tenuti al risarcimento.

Né del tutto condivisibile è il richiamo alla trasparenza che impone di considerare opaco un contratto in cui non sia spiegato il criterio di restituzione diverso dal *pro rata*: considerata la ormai sostanziale identità degli obblighi di trasparenza e correttezza fra settore bancario e assicurativo, non si capisce perché dell'opacità di una polizza debba risponderne solo la banca, dal momento che la compagnia comunque procede alla retrocessione secondo le regole di legge ed è la banca tenuta a integrare il rimborso rispetto al criterio lineare.

Per completezza va altresì rammentato il disposto dell'art. 2952 c.c. in tema di iscrizione in materia di assicurazione, che troverebbe applicazione laddove a restituire i premi non dovuti fosse la compagnia e che non viene fatto valere invece dalla banca, creando pure qui un'asimmetria di situazioni su cui interrogarsi.

Le considerazioni fin qui svolte, qualunque sia la valutazione che se ne voglia dare, rendono palese che la materia delle polizze abbinata ai finanziamenti presentano una caleidoscopica quantità di questione, e che la soluzione di alcune di queste merita ancora qualche tratto di riflessione.

# POLIZZE FORMALMENTE FACOLTATIVE MA SOSTANZIALMENTE OBBLIGATORIE\*

di *Andrea Tina*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Polizze facoltative e obbligatorie: distinzione e rilevanza nella conclusione del rapporto. – 3. (*Segue*): nella esecuzione del rapporto. – 4. (*Segue*): sulla competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF). – 5. La distinzione tra polizza facoltative e obbligatorie: la qualificazione contrattuale della polizza assicurativa negli orientamenti dell'ABF. – 6. (*Segue*): criteri e indici presuntivi di distinzione tra polizze facoltative e obbligatorie.

1. *Premessa*. – La distinzione tra polizze assicurative facoltative e (negozialmente<sup>1</sup>) obbligatorie – abbinate, per l'appunto, facoltativamente o obbligatoriamente, a prodotti o servizi di natura non assicurativa – rileva, nei termini ed entro i limiti che esamineremo a breve, ai fini dell'applicazione di un articolato complesso di disposizioni normative del settore bancario, assicurativo e non solo.

Come rilevato da una (ormai non più recente) indagine conoscitiva dell'Ivass<sup>2</sup>, l'abbinamento di polizze assicurative, sulla base di un collegamento non necessariamente funzionale, con prodotti o servizi di altra natura è un fenomeno particolarmente diffuso, che si estende oltre il settore bancario-finanziario – che pur rappresenta quello maggiormente interessato – e che nella fase distributiva e di collocamento può assumere rilevanza non solo per la specifica normativa dei settori, appunto, bancario e assicurativo, ma anche per quella relativa, più in generale, alla tutela del consumatore.

Come emerso dai recenti provvedimenti dell'Autorità garante per la concorrenza e il mercato (AGCM)<sup>3</sup>, le modalità di collocamento di polizze assicurative, prevalentemente attraverso il canale bancario, possono integrare una pratica commerciale scorretta e aggressiva, secondo quanto previsto dagli artt. 21, 23, 24 e 25 c. cons., che, come vedremo, a differenza delle disposizioni in materia bancaria, non presuppongono un

---

\* Il contributo riprende, con l'aggiunta delle note, il testo della relazione tenuta al convegno *Il diritto bancario tra innovazioni legislative, decisioni delle Corti e orientamenti dell'ABF*, svoltosi il 18 novembre 2019 presso l'Università degli Studi di Milano.

<sup>1</sup> Non si discorre, quindi, di polizze assicurative la cui conclusione sia richiesta *ex lege*.

<sup>2</sup> Ci si riferisce all'Indagine conoscitiva sulle polizze abbinate a prodotti e servizi di natura non assicurativa (“*Sei assicurato e non lo sai?*”), condotta da Ivass nel luglio 2014 e relativa alla situazione esistente al 30 giugno 2013, secondo cui, a fronte di un numero complessivo di 15.274.000 contratti di assicurazione abbinate a prodotti di natura non assicurativa, i “pacchetti” con prodotti bancari coinvolgono 9.176.000 assicurati, contro, invece, i 2.338.000 nel settore “Viaggi” *Tour Operators* e Agenzie di Viaggio, il secondo settore per numero di soggetti assicurati coinvolti.

<sup>3</sup> V. i provvedimenti AGCM nn. 27606 e 27607 del 10 marzo 2019, nonché i più recenti provvedimenti della medesima autorità nn. 28156, 28157, 28158 e 28159 del 18 febbraio 2020.

collegamento funzionale (connessione) tra il servizio accessorio (la polizza assicurativa) e il contratto di finanziamento cui il servizio è abbinato.

*2. Polizze facoltative e obbligatorie: distinzione e rilevanza nella conclusione del rapporto.* – Ciò premesso, concentrando in questa sede l'attenzione sul settore bancario e assicurativo, il legislatore (primario) non fornisce direttamente una definizione di polizza assicurativa (o, più in generale, di servizio accessorio) facoltativa(o) o obbligatoria(o), ma, più precisamente, ricollega ricadute normative e applicative alla ricorrenza di determinate modalità del collocamento/abbinamento della polizza assicurativa o alla eventuale incidenza del servizio accessorio sul contratto di finanziamento.

Al riguardo, vengono in considerazione anzitutto le previsioni degli artt. 120-*quinquies*, secondo comma, e 121, secondo comma, t.u.b., in materia di credito immobiliare ai consumatori (artt. 120-*quinquies* ss. t.u.b.) e, rispettivamente, credito ai consumatori (artt. 121 ss. t.u.b.).

L'art. 121, secondo comma, t.u.b. – e in termini del tutto corrispondenti anche l'art. 120-*quinquies*, secondo comma, t.u.b. per il credito immobiliare ai consumatori – stabilisce, come noto, che «i costi relativi a servizi accessori [1] connessi con il contratto di finanziamento, compresi i premi assicurativi» sono inclusi nel «costo totale del credito (...) se la conclusione di un contratto avente ad oggetto tali servizi è un requisito [2] per ottenere il credito, o [3] per ottenerlo alle condizioni offerte». Di conseguenza, anche sulla base delle precisazioni desumibili dalle Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari di Banca d'Italia (sez. VI-*bis*, par. 2, e sez. VII, par. 2)<sup>4</sup>, la polizza assicurativa può essere qualificata come obbligatoria, al fine dell'inclusione del relativo premio nel costo totale del credito (TAEG) (art. 121, primo comma, lett. e), t.u.b.), qualora: *i*) sia connessa (e non meramente abbinata) con il contratto di finanziamento e la sua conclusione costituisca condizione necessaria *ii*) per ottenere il finanziamento (*i.e.*, qualora sia imposta dalla banca per la concessione del finanziamento) o *iii*) per ottenere il finanziamento alle condizioni offerte, ovvero a condizioni (economiche) migliori rispetto a quelle offerte in assenza della polizza assicurativa.

In termini analoghi, si esprimono anche le vigenti Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura di Banca d'Italia, che, pur individuando un differente perimetro di rilevanza delle polizze assicurative connesse al finanziamento, stabiliscono che per il calcolo del TEG sono incluse anche «le spese per

---

<sup>4</sup> Il «“servizio accessorio connesso con il contratto di credito”» è definito come «il servizio obbligatorio per la conclusione del contratto di credito o il servizio (sia esso obbligatorio o facoltativo) offerto dal finanziatore congiuntamente al contratto di credito. Il servizio si intende obbligatorio quando – anche sulla base di disposizioni di legge – [1] il consumatore non può stipulare il contratto di credito senza stipulare il contratto avente a oggetto il servizio accessorio oppure [2] non può stipulare il contratto di credito a determinate condizioni senza stipulare il contratto avente a oggetto il servizio accessorio. Il servizio si intende altresì obbligatorio quando [3] il recesso dal contratto avente a oggetto il servizio accessorio determina l'applicazione di costi o qualsiasi altra modifica delle condizioni del contratto di credito». Le Disposizioni di Banca d'Italia ora richiamate forniscono una definizione di servizio accessorio obbligatorio solo apparentemente più ampia di quella che si ricava dall'art. 121, secondo comma, t.u.b., potendosi, infatti, considerare il requisito *sub* 3 assorbito in quello *sub* 2, di cui, di fatto, costituisce una logica (seppur non automatica) conseguenza.



assicurazioni o garanzie intese ad assicurare il rimborso totale o parziale del credito ovvero a tutelare altrimenti i diritti del creditore, se la conclusione del contratto avente ad oggetto il servizio assicurativo è contestuale alla concessione del finanziamento ovvero obbligatoria per ottenere il credito o per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte» (par. C4, n. 5).

A differenza di quanto previsto per il calcolo del TAEG, la natura (obbligatoria o facoltativa) della polizza assicurativa (comunque) connessa al finanziamento assume una rilevanza minore, considerato che ai fini del calcolo del TEG sono computati anche i premi dovuti per polizze facoltative (non obbligatorie), nei limiti in cui siano concluse contestualmente alla concessione del finanziamento<sup>5</sup>.

Con specifico riferimento alle polizze assicurative, vengono inoltre in rilievo le disposizioni dell'art. 28, primo comma, d.l. n. 1/2012 (come modificato dall'art. 1 l. 4 agosto 2017, n. 124): «le banche, gli istituti di credito e gli intermediari finanziari, se condizionano l'erogazione del mutuo immobiliare o del credito al consumo alla stipula di un contratto di assicurazione, ovvero qualora l'offerta di un contratto di assicurazione sia connessa o accessoria all'erogazione del mutuo o del credito, sono tenuti ad accettare, senza variare le condizioni offerte per l'erogazione del mutuo immobiliare o del credito al consumo, la polizza che il cliente presenterà o reperirà sul mercato; nel caso in cui essa sia necessaria per ottenere il finanziamento o per ottenerlo alle condizioni offerte, la polizza presentata dal cliente deve avere contenuti minimi corrispondenti a quelli richiesti dalla banca, dall'istituto di credito e dall'intermediario finanziario».

Analogamente a quanto previsto in termini più generali dall'art. 121 t.u.b. per tutti i servizi accessori, limitatamente alle sole polizze assicurative l'art. 28, primo comma, d.l. n. 1/2012 individua quale criterio selettivo di applicazione la sussistenza del medesimo rapporto di connessione della polizza assicurativa, da intendersi in termini di collegamento funzionale con il contratto di finanziamento<sup>6</sup>, come indirettamente confer-

---

<sup>5</sup> Al riguardo, occorre, tuttavia, tenere presente che sulla base del documento di Banca d'Italia su *Modifiche alle Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura*, posto in pubblica consultazione il 20 maggio 2020, la distinzione tra polizze obbligatorie e facoltative assume una rilevanza maggiore rispetto alle attuali istruzioni, in ragione delle ulteriori condizioni previste per il computo delle polizze facoltative nel calcolo del TEG. Le polizze facoltative sono, infatti, prese in considerazione per la determinazione del TEG se: *i*) «contestuali alla concessione del finanziamento», *ii*) «intermediate dal finanziatore» e *iii*) in misura «proporzionale al capitale finanziato», qualora siano volte a «garantire integralmente il valore del bene oggetto del finanziamento, in misura eccedente rispetto al capitale finanziato».

<sup>6</sup> Il legislatore, né all'art. 121 t.u.b. né all'art. 28 d.l. n. 1/2012, fornisce una definizione del rapporto di connessione. Ciò nonostante, anche sulla base delle indicazioni desumibili dall'art. 54 d.P.R. n. 180/1950 e dagli artt. 10 e 14, Reg. Isvap n. 29/2009, in relazione ai contratti di finanziamento con cessione del quinto dello stipendio o della pensione per i quali l'abbinamento (*recte*, connessione) con una o più polizze assicurative è previsto *ex lege*, il rapporto di connessione può essere ravvisato nella funzionalità del contratto di assicurazione a contemperare, direttamente o indirettamente, il rischio di insolvenza del debitore, come confermato anche dalla relazione di accompagnamento del previgente Reg. Isvap n. 35/2010, che fa espresso riferimento alla finalità di «tutelare con le coperture assicurative la restituzione dei capitali finanziati» (p. 3). In tal senso, si è espresso pure il Collegio di Coordinamento dell'ABF: «la stipulazione di una polizza assicurativa può incidere sulle condizioni del contratto di finanziamento (e, a seconda dei casi, anche sulla sua stessa conclusione) ogni qual volta sia idonea ad incidere *ex ante* — eliminandolo o riducendolo — sul rischio di solvibilità del cliente sopportato dal finanziatore; rischio che, come noto, costituisce uno dei principali fattori in base ai quali lo stesso finanziatore compie normalmente la valutazione sul merito creditizio del cliente (art. 124-bis TUB) e definisce al contempo le condizioni del credito». Con le già richiamate disposizioni dell'art. 54 d.P.R. n. 180/1950 e degli artt. 10 e 14, Reg. Isvap n. 29/2009, «il legislatore prende atto della funzione delle polizze assicurative che, oltre a garantire in via immediata il bisogno o l'interesse

mato anche dalle già richiamate Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi (TEGM) ai sensi della legge sull'usura di Banca d'Italia, che fanno chiaro riferimento alle «spese per assicurazioni (...) intese ad assicurare il rimborso totale o parziale del credito ovvero a tutelare altrimenti i diritti del creditore»<sup>7</sup>, con espresso (testuale) richiamo alle polizze assicurative c.d. CPI (*Credit Protection Insurance*) o PPI (*Payment Protection Insurance*)<sup>8</sup>.

Mentre l'art. 121, secondo comma, t.u.b. si preoccupa di disciplinare il trattamento del costo del servizio accessorio al finanziamento e la sua eventuale inclusione nel costo totale del credito (c.d. TAEG, art. 121, primo comma, lett. e), t.u.b.), l'art. 28 d.l. n. 1/2012 si pone, tuttavia, sul differente piano della concorrenza, garantendo il diritto del cliente-consumatore di presentare o reperire sul mercato una polizza con «contenuti minimi corrispondenti a quelli richiesti dalla banca».

Al riguardo, paiono opportune alcune ulteriori precisazioni.

In relazione al solo credito immobiliare ai consumatori (artt. 120-*quinquies* ss. t.u.b.), l'art. 120-*octiesdecies*, primo comma, t.u.b. stabilisce che è «vietata l'offerta o commercializzazione di un contratto di credito in un pacchetto che comprende altri prodotti o servizi finanziari distinti, qualora il contratto di credito non sia disponibile per il consumatore separatamente». Il secondo comma del medesimo articolo fa, tuttavia, espressamente salvo quanto previsto dall'art. 28 d.l. n. 1/2012 (che, come chiarito, consente alla banca di condizionare l'erogazione del mutuo alla conclusione di una polizza assicurativa), superando in tal modo il possibile conflitto con quanto previsto, per il solo credito immobiliare, dal primo comma e, in particolare, dalle disposizioni dell'art. 21, comma 3-*bis*, c. cons., che in termini generali qualificano come «scorretta», ai fini del divieto di cui all'art. 20, primo comma, c. cons., «la pratica commerciale di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obbliga il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa erogata dalla medesima banca».

Il contrasto con le disposizioni dell'art. 28, primo comma, d.l. n. 1/2012 è, tuttavia, solo apparente.

Da un lato, il divieto di cui agli artt. 20, primo comma, e 21, comma 3-*bis*, c. cons. presenta una portata diversa e maggiore rispetto a quella propria dell'art. 28 d.l. n.

---

dell'assicurato quale beneficiario della polizza (artt. 1882, 1904 c.c.), tutelano — in via mediata riducendo o eliminando gli effetti (patrimoniali) negativi degli eventi e dei sinistri dedotti in polizza (*i.e.*, la morte e la perdita di impiego) — anche l'interesse del finanziatore alla conservazione della originaria situazione patrimoniale e finanziaria del cliente presente al momento della concessione del finanziamento, alla luce della quale l'intermediario ha: *i*) effettuato le proprie valutazioni sul merito creditizio del cliente e, per quanto qui più rileva, *ii*) definito le condizioni del credito» (Coll. Coord. ABF, 12 settembre 2017, n. 10617, n. 10620 e n. 10621). In tal senso v. A. TINA, *Il rimborso del premio assicurativo nei contratti di finanziamento con cessione del quinto dello stipendio (CQS) e la (in)competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario (art. 128-bis t.u.b.)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 174.

<sup>7</sup> Il rapporto di connessione, inteso quale collegamento funzionale, risulta particolarmente enfatizzato dalle proposte di *Modifiche alle Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura* del 20 maggio 2020, dove è precisato che la «contestualità», quale requisito di rilevanza per le polizze facoltative, «non deve essere intesa in senso meramente cronologico, quanto piuttosto come il collegamento negoziale fra la polizza e il contratto di credito che esprime un legame in senso logico o funzionale».

<sup>8</sup> Contratti assicurativi per la verità non del tutto o non necessariamente sovrapponibili, cfr. A. TINA, *Contratti di finanziamento personale e polizze assicurative: l'estinzione anticipata del finanziamento (art. 125-sexies t.u.b.) mediante attivazione della copertura assicurativa*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 790 s.

1/2012, operando (anche) in assenza di alcun rapporto di connessione tra il contratto di mutuo e la polizza<sup>9</sup> e, con specifico riferimento a quanto previsto dall'art. 21, comma 3-*bis*, c. cons., solo con riferimento alle polizze intermedie («erogate») dalla stessa banca.

Dall'altro lato, e soprattutto, è lo stesso art. 28, primo comma, d.l. n. 1/2012 a garantire il diritto del cliente-consumatore di procurarsi altrimenti una polizza assicurativa diversa da quella proposta dalla banca, escludendo, pertanto, in radice la sussistenza di una pratica scorretta ex art. 21, comma 3-*bis*, c. cons.<sup>10</sup>.

3. (Segue): *nella esecuzione del rapporto*. – Ciò chiarito, la natura obbligatoria (o facoltativa) della polizza assicurativa connessa al finanziamento rileva, infine, anche nel corso dell'esecuzione del rapporto di credito, qualora, in particolare, il cliente-consumatore rimborsi «anticipatamente (...) l'importo dovuto al finanziatore» ai sensi dell'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b., maturando il diritto, contemplato dal medesimo articolo, «ad una riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto». In tal caso, infatti, tra i costi oggetto di riduzione sono compresi anche quelli legati alle polizze assicurative obbligatorie, che in quanto tali fanno parte del costo totale del credito, come definito dall'art. 121, primo comma, lett. e), e secondo comma, t.u.b.

Il diritto al rimborso della quota parte del premio assicurativo è previsto, in termini più generali, anche dall'art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012 e dall'art. 39, Reg. Ivass n. 41/2018<sup>11</sup>, che, in caso di estinzione anticipata del finanziamento, pongono a carico dell'impresa di assicurazione l'obbligo di restituire «al debitore/assicurato la parte di premio pagato relativo al periodo residuo rispetto alla scadenza», in ragione del solo rapporto di connessione tra la polizza e il finanziamento, indipendentemente, quindi, dalla natura facoltativa o obbligatoria della polizza (ex art. 121, primo comma, t.u.b.)<sup>12</sup>.

Diversamente, l'art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. stabilisce, invece, il diritto del cliente-consumatore nei confronti della banca finanziatrice alla riduzione del costo totale del credito, comprensivo anche delle (sole) polizze assicurative obbligatorie, parte integrante, appunto, del «costo totale del credito» (art. 121, primo comma, lett. e), e secondo comma, t.u.b.).

Di conseguenza, qualora la polizza sia qualificabile come facoltativa, in caso di estinzione anticipata del finanziamento il debitore/assicurato non avrà diritto di chiedere alla banca una «riduzione del costo totale del credito» dovuto «per la vita residua del contratto» corrispondente alla quota non goduta del premio assicurativo, ma, ferma restando la riduzione di tutti gli altri costi del credito inclusi nel TAEG<sup>13</sup>, potrà unica-

---

<sup>9</sup> V., infatti, il provvedimento dell'AGCM n. 27607 del 10 marzo 2019 sul collocamento di polizze c.d. «decorrelate» abbinate ai finanziamenti, ovvero «polizze che, pur essendo vendute contestualmente all'erogazione di un finanziamento per l'acquisto di un bene di consumo, di fatto, non evidenziano alcun collegamento né con il bene né con il finanziamento».

<sup>10</sup> V. anche *infra* nota 13.

<sup>11</sup> Ma v. già l'art. 49, primo comma, Reg. Isvap n. 35/2010.

<sup>12</sup> Cfr. A. TINA, *Il rimborso del premio assicurativo nei contratti di finanziamento con cessione del quinto dello stipendio (CQS) e la (in)competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario (art. 128-bis t.u.b.)*, cit., 178 s.

<sup>13</sup> In tal senso v. la recente CGUE, 12 settembre 2019, C-383/18, sui cui cfr. A.A. DOLMETTA, *Antici-*

mente ottenerne il rimborso dall'impresa di assicurazione, secondo i criteri stabiliti dall'art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012 e dall'art. 39, primo comma, Reg. Ivass n. 41/2018<sup>14</sup>.

4. (Segue): *sulla competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF)*. – In questa prospettiva, la distinzione tra polizza accessoria ad un contratto di finanziamento facoltativa o obbligatoria ai sensi dell'art. 121, secondo comma, t.u.b. assume rilevanza anche ai fini della individuazione della eventuale competenza dell'Arbitro Bancario Finanziario (art. 128-*bis* t.u.b.) e del costituendo arbitro per le controversie in materia assicurativa (art. 187-*ter* c. ass.). La natura obbligatoria della polizza assicurativa è, infatti, idonea a incardinare la competenza dell'ABF in relazione a quanto previsto dagli artt. 121, secondo comma, 125-*bis*, sesto e settimo comma<sup>15</sup>, e 125-*sexies* t.u.b. e quella concorrente del nuovo arbitro per le controversie assicurative in relazione a quanto previsto dall'art. 22, comma 15-*quater* e *quinquies*, d.l. n. 179/2012 (e art. 39, Reg. Ivass n. 41/2018) e dall'art. 28 d.l. n. 1/2012. Al contrario, la natura facoltativa della polizza esclude, invece, l'attivazione dei presidi definiti dagli artt. 121 e 125-*sexies* t.u.b. e la corrispondente competenza dell'ABF, potendo residuare la competenza dell'arbitro per le controversie assicurative in riferimento alle richieste di rimborso del premio avanzate dall'assicurato secondo quanto previsto dal richiamato art. 22, comma 15-*quater*, d.l. n. 179/2012.

---

*pata estinzione e "riduzione del costo totale del credito". Il caso della cessione del quinto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 644 ss.; A. TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. dir. bancario*, 2019, 155 ss.; A. ZOPPINI, *Gli effetti della sentenza Lexitor nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 1 ss.; R. SANTAGATA, *Rimborso anticipato del credito e diritto del consumatore alla restituzione della quota parte dei costi indipendenti dalla durata del contratto (c.d. up front)*, *ivi*, 18 ss.; G. DE CRISTOFARO, *Estinzione anticipata del debito e quantificazione della "riduzione del costo totale del credito" spettante al consumatore: considerazioni critiche sulla sentenza "Lexitor"*, in *NGCC*, 2020, 280 ss.;

<sup>14</sup> La qualificazione della polizza assicurativa abbinata al contratto di finanziamento quale servizio accessorio obbligatorio può assumere apparentemente (v. *infra*) rilievo anche ai fini dei limiti stabiliti dall'art. 119 c. ass. per l'esercizio dell'attività di distribuzione assicurativa da parte delle banche iscritte nella sezione d) del registro unico degli intermediari assicurativi (art. 109, secondo comma, lett. d), c. ass.). Ai sensi dell'art. 119, secondo comma, c. ass., infatti, «salvo iscrizione ad altra sezione del registro», possono essere distribuiti dalle banche autorizzate «esclusivamente i prodotti assicurativi ai quali accedono garanzie o clausole predeterminate che vengano rimesse alla libera scelta dell'assicurato e non siano modificabili dal soggetto incaricato della distribuzione». Fermo restando il tenore non del tutto chiaro delle disposizioni ora richiamate, l'art. 119, secondo comma, c. ass. non sembra, in realtà, riferirsi alla obbligatorietà della polizza nei termini definiti dall'art. 121, secondo comma, t.u.b., ma, piuttosto, alla necessità che le coperture assicurative distribuite dalla banca non siano inscindibilmente legate tra di loro, ma siano, invece, individualmente e distintamente oggetto di una «libera scelta dell'assicurato». In merito, vengono comunque in rilievo le previsioni dell'art. 120-*quinquies*, terzo comma, c. ass., secondo cui «Se un prodotto assicurativo è accessorio rispetto a un bene o servizio diverso da una assicurazione, come parte di un pacchetto o dello stesso accordo, il distributore di prodotti assicurativi offre al contraente la possibilità di acquistare il bene o servizio separatamente». Tuttavia, l'obbligo di offerta separata dei due prodotti non opera, invece, se «il prodotto assicurativo è accessorio rispetto (...) a un contratto di credito quale definito dall'articolo 120-*quinquies*, comma 1, lettera c), del testo unico bancario» (credito immobiliare ai consumatori); principio che sembra possa trovare applicazione – analogicamente – anche al credito ai consumatori (artt. 121 ss. t.u.b.).

<sup>15</sup> Sul punto sia consentito rinviare a A. TINA, *L'errata indicazione del TAEG nelle operazioni di credito al consumo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 779 ss.

5. *La distinzione tra polizza facoltative e obbligatorie: la qualificazione contrattuale della polizza assicurativa negli orientamenti dell'ABF.* – Così definita la rilevanza della natura obbligatoria o facoltativa della polizza assicurativa abbinata al contratto di finanziamento per l'applicazione della disciplina prevista dagli artt. 121, 125-*bis* e 125-*sexies* t.u.b. e dall'art. 28 d.l. n. 1/2012, nonché dalle Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura, emergono chiare la centralità e l'importanza della individuazione dei criteri e, soprattutto, degli indici distintivi tra polizze obbligatorie, da un lato, e polizze facoltative, dall'altro lato. Ciò soprattutto se si tiene conto della diffusa prassi negoziale di qualificare facoltative polizze in realtà obbligatorie, evidenziata dalla esperienza dell'ABF<sup>16</sup>, dagli interventi di Ivass e Banca d'Italia<sup>17</sup> e, in particolare, dai più recenti provvedimenti dell'AGCM<sup>18</sup>.

Sebbene, come già rilevato, abbia una rilevanza più ampia, la questione è stata oggetto delle attenzioni dell'Arbitro Bancario Finanziario, soprattutto in seguito alla decisione del Collegio di Coordinamento n. 1430 del 18 febbraio 2016<sup>19</sup>, che ha confermato la nullità della clausola relativa al TAEG (art. 125-*bis*, sesto comma, t.u.b.) – e l'applicazione del «tasso nominale minimo dei buoni del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal Ministro dell'economia e delle finanze, emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto» con esclusione di ogni ulteriore costo a carico del consumatore (art. 125-*bis*, settimo comma, lett. a), t.u.b.) – quale conseguenza della non corretta indicazione del TAEG (art. 121, primo comma, lett. e), t.u.b.).

Sul punto, è, infatti, consolidato l'orientamento dell'Arbitro Bancario Finanziario secondo cui l'espressa qualificazione della polizza assicurativa sottoscritta dal cliente come facoltativa non è di per sé sola sufficiente e decisiva per considerare la polizza tale anche ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 121 t.u.b.<sup>20</sup>, in ragione della inadeguatezza del solo dato formale.

Come segnalato anche dalla lettera congiunta di Banca d'Italia e Ivass del 26 agosto 2015, sussistono, di fatti, casi in cui l'erogazione del prestito è «risultata sistematicamente abbinata alla sottoscrizione di una polizza di assicurazione nonostante la natura [negozialmente riconosciuta] facoltativa di quest'ultima. Alcuni indici di “penetrazione assicurativa” rilevati, risultati anche superiori all'80%, possono essere sintomatici del carattere sostanzialmente vincolato delle polizze». Le indagini di *mystery shopping* compiute hanno, inoltre, rivelato che «in una percentuale significativa di casi la polizza continua a essere proposta ai clienti come condizione necessaria per accedere al prestito, presentandola come obbligatoria o “facendo capire” al consumatore che è fortemente consigliata per superare favorevolmente l'istruttoria per l'erogazione del prestito». Il dato ha trovato da ultimo conferma anche nei già richiamati recenti provvedimenti dell'AGCM<sup>21</sup>.

<sup>16</sup> Cfr. Coll. Coord., 12 settembre 2017, nn. 10617, 10620 e 10621, cit.

<sup>17</sup> V. la Lettera congiunta al mercato del 26 agosto 2015 di Ivass e Banca d'Italia, *Polizze abbinate a finanziamenti* (PPI – Payment Protection Insurance). *Misure a tutela dei clienti*, in cui si dà atto di un indice di penetrazione di circa l'80%, sintomatico «del carattere sostanzialmente vincolato delle polizze».

<sup>18</sup> Cfr. i provvedimenti AGCM nn. 27606 e 27607 del 20 marzo 2019 e nn. 28156, 28157, 28158 e 28159 del 18 febbraio 2020.

<sup>19</sup> Confermata dalle successive decisioni del medesimo Collegio di Coordinamento n. 12832 dell'8 giugno 2018 e n. 23923 del novembre 2018.

<sup>20</sup> Sul punto cfr. per tutte ABF, Coll. Coord. 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.

<sup>21</sup> Cfr. i provvedimenti citati *supra* nota 17.

Ragionare in senso contrario, dando esclusivo rilievo al mero dato formale e riconoscendo, pertanto, la natura facoltativa della polizza assicurativa in ragione della sola qualificazione negoziale, implica la possibilità di ridurre sensibilmente – fino ad escluderla – la portata precettiva della normativa di riferimento sopra richiamata (artt. 121, 125-*bis*, 125-*sexies* t.u.b. e art. 28 d.l. n. 1/2012), pregiudicando, di fatto, quel «livello elevato (...) di tutela» degli interessi «dei consumatori della Comunità», che il legislatore nazionale è chiamato a garantire dalla disciplina comunitaria<sup>22</sup> e nella cui direzione si muovono anche gli auspici di Ivass e Banca d'Italia per la definizione da parte degli intermediari di «modalità e tempi di offerta atti a evitare condizionamenti nella negoziazione del finanziamento»<sup>23</sup>.

La qualificazione della polizza quale servizio accessorio al finanziamento obbligatorio o facoltativo non è – *recte*, non può essere – determinata o influenzata dalla volontà negoziale delle parti, ma è dipendente unicamente dalle circostanze oggettive alle quali la medesima polizza è abbinata al contratto di finanziamento: condizione necessaria *i*) per l'erogazione del credito o *ii*) per l'erogazione del medesimo credito alle condizioni offerte. È solo al ricorrere di tali circostanze oggettive che gli artt. 121, secondo comma, e 125-*sexies* t.u.b. e l'art. 28 d.l. n. 1/2012 subordinano l'applicazione della relativa disciplina.

Di conseguenza, pur costituendo un indice importante sulla natura del servizio accessorio abbinato al finanziamento, la qualificazione negoziale della polizza non è di per sé sola decisiva.

Né in senso contrario potrebbe replicarsi che l'accettazione del cliente in ordine alla qualificazione della polizza è assimilabile ad una dichiarazione confessoria, con la conseguente impossibilità per lo stesso cliente di contestarne successivamente l'effettiva natura.

Da un lato, l'adesione del cliente alla qualificazione negoziale della polizza (o del servizio accessorio) non presenta gli elementi propri della confessione. Non certamente l'elemento soggettivo, «consistente nella consapevolezza e volontà di ammettere e riconoscere la verità di un fatto a sé sfavorevole e favorevole all'altra parte» (c.d. *animus confitenti*)<sup>24</sup>; ma neppure l'elemento oggettivo, «che si ha qualora dall'ammissione del fatto obiettivo, il quale forma oggetto della confessione escludente qualsiasi contestazione sul punto, derivi un concreto pregiudizio all'interesse del dichiarante e, al contempo, un corrispondente vantaggio nei confronti del destinatario della dichiarazione»<sup>25</sup>.

Il riconoscimento della natura facoltativa della polizza assicurativa non determina, infatti, uno svantaggio in senso proprio per il cliente e un corrispondente vantaggio per il finanziatore, ma soltanto la disattivazione dell'obbligo di maggiore informazione e trasparenza a carico della banca e della facoltà del cliente-consumatore di procurarsi altrimenti una polizza assicurativa con le medesime caratteristiche di quella richiesta e offerta dal finanziatore. Il vantaggio e il corrispondente svantaggio si presentano, pertanto, soltanto sul piano delle conseguenze-sanzioni a carico della banca per la eventuale violazione della normativa di riferimento.

<sup>22</sup> Cfr. considerando n. 9 della Direttiva 2008/48/CE e considerando n. 49 della Direttiva 2014/17/UE.

<sup>23</sup> V. ancora la lettera congiunta Ivass-Banca d'Italia, 26 agosto 2015 e, più recentemente, la lettera congiunta Ivass-Banca d'Italia, del 17 marzo 2020 (*Offerta di prodotti abbinati a finanziamenti*).

<sup>24</sup> Cfr. per tutte Cass., 23 maggio 2018, n. 12798.

<sup>25</sup> Cass., 23 maggio 2018, n. 12798, cit.

Dall'altro lato, e soprattutto, la differente qualificazione negoziale di una polizza assicurativa, sostanzialmente obbligatoria, quale servizio accessorio facoltativo avrebbe l'effetto di determinare una deroga (*recte*, violazione) dei presidi di garanzia e tutela del cliente-consumatore predisposti dagli artt. 121, 125-*bis* e 125-*sexies* t.u.b. e art. 28 d.l. n. 1/2018, della cui natura imperativa non è possibile dubitare.

Più chiaramente, l'attivazione di una normativa imperativa a tutela del cliente-consumatore verrebbe a dipendere dalla mera volontà delle parti o, più correttamente, dalla volontà unilaterale del solo finanziatore, come evidenziato dai provvedimenti dell'AGCM<sup>26</sup>.

6. (Segue): *criteri e indici presuntivi di distinzione tra polizze facoltative e obbligatorie*. – Ciò chiarito, rimane ancora aperta la questione della individuazione degli indici e dei criteri di riferimento per la determinazione dell'effettiva natura della polizza assicurativa connessa al contratto di finanziamento.

Al riguardo, pur con la consapevolezza che ogni criterio o indice presuntivo non può che implicare il costo di falsi positivi e falsi negativi, il Collegio di Coordinamento dell'ABF ha individuato una serie di indici presuntivi circa la natura obbligatoria della polizza assicurativa.

Considerato che la disciplina di riferimento presuppone comunque la sussistenza di un rapporto di connessione tra il finanziamento e la polizza assicurativa, ravvisabile ogni qual volta la polizza sia idonea a contemperare il rischio di insolvenza del debitore/assicurato, mantenendone tendenzialmente inalterate le originarie condizioni patrimoniali e finanziarie<sup>27</sup>, per il riconoscimento della natura obbligatoria della polizza il Collegio di Coordinamento ha evidenziato la necessità di «un rapporto di connessione particolarmente elevato, che consent[*a*] di ritenere pienamente soddisfatto l'interesse del finanziatore alla conservazione delle originarie condizioni patrimoniali e finanziarie del debitore»<sup>28</sup>. In caso contrario, ovvero ritenendo sufficiente un rapporto di mera (debole) connessione, ogni polizza assicurativa connessa al finanziamento sarebbe automaticamente qualificata come obbligatoria, contrariamente alle indicazioni che possono desumersi, in particolare, dall'art. 121, secondo comma, t.u.b., che tiene chiaramente distinte la figura della polizza connessa da quella della polizza obbligatoria.

A tal fine, ferma restando l'idoneità della polizza ad una (diretta o indiretta) funzione di copertura del credito, secondo il Collegio di Coordinamento dell'ABF può ritenersi sussistente «un rapporto di connessione particolarmente elevato» e, quindi, può riconoscersi la natura obbligatoria della stessa polizza pur negozialmente qualificata come facoltativa, qualora la polizza *i*) abbia una durata corrispondente a quella del piano di ammortamento del finanziamento e *ii*) preveda un capitale, in caso di polizza vita, o un indennizzo, in caso di polizza danni, dovuti in caso di avveramento del rischio og-

<sup>26</sup> Cfr. *supra*, nota 17.

<sup>27</sup> Particolarmente chiare sotto questo profilo le Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi (TEGM) di Banca d'Italia, che fanno espresso riferimento alle «spese per assicurazioni o garanzie intese ad assicurare il rimborso totale o parziale del credito ovvero a tutelare altrimenti i diritti del creditore» (par. C4, n. 5.).

<sup>28</sup> ABF, Coll. Coord., 12 settembre 2017 n. 10617, 10620, 10621, cit.

getto di copertura, parametrati al debito residuo, garantendo in tal modo «l'assicurato contro accadimenti in grado di minarne la capacità patrimoniale-finanziaria e, quindi, di pregiudicarne la capacità di corrispondere i pagamenti rateali, in linea con il piano di ammortamento del finanziamento già prestabilito»<sup>29</sup>.

Il valore probatorio degli indici presuntivi così individuati è considerato, inoltre, ancor più rilevante nel caso in cui «contraente e beneficiario della polizza assicurativa sia (qualora possibile [30]) lo stesso intermediario finanziatore» o qualora «a quest'ultimo sia attribuita una significativa» ed elevata<sup>31</sup> «remunerazione per il collocamento della polizza assicurativa e qualora si tratti di polizze collettive stipulate dall'intermediario finanziatore *ex art. 1891 c.c.*»<sup>32</sup>.

Gli indici presuntivi ora individuati, prosegue il medesimo Collegio, possono, tuttavia, essere superati.

Prendendo spunto dalle stesse Disposizioni in materia di trasparenza di Banca d'Italia, il Collegio di Coordinamento ha chiarito, infatti, che:

a) la presunzione sulla natura obbligatoria della polizza può essere superata «qualora l'intermediario finanziatore documenti di aver proposto al cliente una comparazione dei costi (e del TAEG), con o senza polizza». La prospettazione della comparazione dei costi, con o senza polizza, rafforza il significato della facoltatività indicata in contratto, poiché consente una consapevole scelta economica del cliente tra la conclusione del contratto di finanziamento con o senza polizza assicurativa;

b) l'intermediario finanziatore può sottrarsi ad una (ri)qualificazione della polizza assicurativa quale servizio accessorio obbligatorio, provando di aver offerto alla controparte le stesse condizioni di finanziamento anche in assenza del contratto di assicurazione<sup>33</sup> o, ancora, di avere concesso altri finanziamenti a condizioni analoghe a quelle offerte al debitore-assicurato, pur in assenza di una polizza assicurativa, ad altri soggetti aventi lo stesso merito creditizio;

c) l'attribuzione al debitore-assicurato di un diritto di recesso dal contratto di assicurazione per tutto il corso del finanziamento, senza «l'applicazione di costi o qualsiasi altra modifica delle condizioni del contratto di credito» (Sez. VII, par. 2, Disposizioni in materia di Trasparenza di Banca d'Italia), rivela la indifferenza della polizza sulla pattuizione delle condizioni del prestito<sup>34</sup>.

L'individuazione degli indici presuntivi della natura obbligatoria della polizza assicurativa connessa al finanziamento e degli elementi di prova in senso contrario che l'intermediario può fornire non appare del tutto convincente e coerente con il quadro

<sup>29</sup> ABF, Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.; ABF, Coll. Napoli, 18 giugno 2014, n. 3828.

<sup>30</sup> Cfr. art. 55, Reg. Ivass n. 40/2018.

<sup>31</sup> Nella lettera congiunta del 26 agosto 2015, Ivass e Banca d'Italia prendono atto del riconoscimento di provvigioni pari sino al 50% del premio assicurativo; dato che trova riscontro anche nei successivi provvedimenti dell'AGCM citati *supra*, nota 17.

<sup>32</sup> Così ancora ABF, Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.

<sup>33</sup> In tal caso, infatti, appare chiara non soltanto la facoltà del cliente di stipulare o non stipulare il servizio accessorio (che, quindi, non potrà considerarsi necessario «per ottenere il credito» per mera volontà del finanziatore), ma anche l'indipendenza funzionale del contratto di finanziamento rispetto al contratto di assicurazione, che, di conseguenza, non potrà essere considerato obbligatorio neppure per ottenere «il credito (...) alle condizioni offerte».

<sup>34</sup> ABF Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.



normativo di riferimento, soprattutto alla luce dei chiarimenti e correttivi apportati dallo stesso Collegio di Coordinamento dell'ABF in ordine agli elementi di prova contraria cui può ricorrere l'intermediario.

Al riguardo, in un secondo momento, il Collegio di Coordinamento ha, infatti, precisato che «per quanto attiene alla prova “di aver offerto condizioni simili, senza la stipula della polizza, ad altri soggetti con il medesimo merito creditizio”:

– è sufficiente la mera dichiarazione dell'intermediario circa l'uguaglianza del merito creditizio degli altri soggetti;

– è necessario che l'intermediario produca almeno due contratti;

– i soli cinque parametri e i rispettivi scostamenti dal *benchmark* da riscontrare al fine di ritenere raggiunta detta prova sono:

1. TAN: scostamento marginale  $\pm 50\text{bp}$ ;

2. durata:  $\pm 25\%$ ;

3. importo:  $\pm 25\%$ ;

4. periodo di offerta:  $\pm 3$  mesi;

5. coobbligati/altre garanzie: limitata varianza (quest'ultima specificata nel senso che, se il *benchmark* è senza coobbligati e l'intermediario ha prodotto due contratti “comparativi”, almeno uno di questi deve essere anch'esso senza coobbligati)»<sup>35</sup>.

Per quanto attiene, invece, al diritto di recesso, «è sufficiente che il recesso, previsto inizialmente, sia consentito, previo preavviso ma senza costi e senza incidere sul costo del credito, per ciascuno degli anni successivi, sino alla scadenza»<sup>36</sup>.

Suscita, anzitutto, forti perplessità il riferimento ad un elemento di prova basato sulla mera dichiarazione (allegazione) di una delle parti del procedimento «circa l'uguaglianza del merito creditizio degli altri soggetti », che appare in netto contrasto con il principio espresso dall'art. 2697 c.c.; così come anche la pretesa di ricavare elementi di prova in ordine al rapporto tra il contratto di finanziamento e la polizza assicurativa conclusi dal cliente dai rapporti negoziali – due soli contratti – intercorsi con altri soggetti terzi<sup>37</sup>.

Non del tutto chiare sono, invece, le precisazioni in ordine al rilievo del diritto di recesso a conferma della natura facoltativa della polizza, che apparentemente non raggiungono nulla a quanto precedentemente stabilito dal medesimo Collegio<sup>38</sup>. Il richiamo a «ciascuno degli anni successivi» e, in particolare, ad alcuni precedenti dei Collegi territoriali<sup>39</sup> inducono, tuttavia, a concludere che il Collegio abbia considerato rilevante la possibilità di recedere, senza alcun costo aggiuntivo per il debitore-assicurato e in assenza di modifiche alle condizioni di erogazione del credito, non solo qualora il recesso sia consentito «per tutto il corso del finanziamento»<sup>40</sup>, ma anche nei limiti e nei

<sup>35</sup> ABF Coll. Coord., 26 luglio 2018, n. 16291.

<sup>36</sup> ABF Coll. Coord., 26 luglio 2018, n. 16291, cit.

<sup>37</sup> Sul punto v. anche le considerazioni critiche di F. QUARTA, *Assicurazione e costo totale del credito. Rilevanza della payment protection insurance nel computo del TAEG*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 27 ss. Pur condividendo i rilievi critici sollevati, non pare, tuttavia, porsi un problema di interpretazione del contratto, posto che ciò che è in discussione è l'incidenza della polizza assicurativa sulla concessione del credito (*i.e.*, la stessa conclusione del contratto di finanziamento) o sulle condizioni economiche offerte.

<sup>38</sup> ABF Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.

<sup>39</sup> V. spec. ABF Coll. Roma, 19 aprile 2018, n. 8771; 24 maggio 2018, n. 11398.

<sup>40</sup> ABF Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.

termini di cui all'art. 1899 c.c. – secondo cui in caso di contratto di durata superiore ai cinque anni «l'assicurato, trascorso il quinquennio, ha facoltà di recedere dal contratto con preavviso di sessanta giorni e con effetto dalla fine dell'annualità nel corso della quale la facoltà di recesso è stata esercitata» – o comunque nelle annualità successive alla prima.

Anche in tal caso, le conclusioni raggiunte non paiono del tutto condivisibili.

La previsione del diritto di recesso senza costi aggiuntivi a carico del cliente, anche in termini di variazione delle condizioni del contratto, incide certamente sulla natura, facoltativa o obbligatoria, del servizio accessorio, anche secondo le indicazioni che possono trarsi dalle Disposizioni in materia di trasparenza di Banca d'Italia. Il servizio accessorio al finanziamento si intende, infatti, obbligatorio anche «quando il recesso dal contratto avente a oggetto il servizio accessorio determina l'applicazione di costi o qualsiasi altra modifica delle condizioni del contratto di credito» (Sez. VI-bis, par. 2; Sez. VII, par. 2). Non è, quindi, la facoltà di recesso di per sé sola ad incidere sulla natura della polizza, ma pur sempre gli effetti della stessa polizza, che in caso di recesso viene appunto meno, sulle condizioni del finanziamento, come confermato anche dalle previsioni dell'art. 28, comma 2-bis, d.l. n. 1/2012<sup>41</sup>.

Ciò detto, la eventuale facoltà per il cliente di recedere dal contratto di assicurazione – non *ab origine*, ma – negli anni successivi a quello della sua conclusione non implica necessariamente la natura facoltativa della polizza, il cui premio per i primi sei anni di durata del rapporto (art. 1899 c.c.), o quanto meno per la prima annualità, incide comunque sulle condizioni del finanziamento offerte al cliente o sulla stessa erogazione del credito; ma, piuttosto, consente un computo parziale del premio della polizza (il costo del servizio accessorio), di cui solo la parte corrispondente al periodo temporale in cui l'attivazione della polizza risulti effettivamente obbligatoria (in quanto il cliente non può recedere) è presa in considerazione per il calcolo del TAEG.

Indipendentemente dalle considerazioni che precedono e fermo restando, nei termini sopra indicati, il rilievo del recesso dalla polizza assicurativa e delle relative ricadute sul contratto di finanziamento, come accennato le soluzioni raggiunte dal Collegio di Coordinamento non appaiono del tutto compatibili con le indicazioni che possono trarsi al riguardo dalle Disposizioni in materia di trasparenza di Banca d'Italia su cui lo stesso Collegio si è soffermato e secondo cui «la scelta di porre in essere politiche commerciali che prevedano l'offerta contestuale, accanto a un contratto di finanziamento, di altri contratti, anche attraverso soggetti terzi» sia «accompagnata da una serie di cautele particolari, adottando procedure organizzative e di controllo interno che assicurino [tra l'altro] che le procedure di commercializzazione siano improntate a canoni di trasparenza e correttezza». Più in particolare, le Disposizioni in materia di trasparenza precisano che «in caso di servizi accessori connessi con il contratto di credito qualificati come facoltativi, al cliente va illustrato chiaramente e correttamente il costo com-

---

<sup>41</sup> «Nel caso in cui il cliente sottoscrive all'atto della stipula del finanziamento una polizza proposta dalla banca (...) ha diritto di recedere dalla stessa entro sessanta giorni. In caso di recesso dalla polizza resta valido ed efficace il contratto di finanziamento. Ove la polizza sia necessaria per ottenere il finanziamento o per ottenerlo alle condizioni offerte, il cliente può presentare in sostituzione una polizza dallo stesso autonomamente reperita e stipulata, avente i contenuti minimi di cui al comma 1».

plativo da sostenere sia nel caso in cui sottoscriva il contratto relativo al servizio accessorio offerto sia in quello in cui non lo sottoscriva» (Sez. XI, art. 2-*bis*, lett. *d*).

Il Collegio di Coordinamento riduce eccessivamente la portata delle previsioni ora richiamate, riconoscendo che, «in presenza degli indici presuntivi» individuati dallo stesso Collegio, «la mancata illustrazione al cliente del costo complessivo del finanziamento, con o senza servizio accessorio, non può che confermare (...) la natura obbligatoria della polizza assicurativa»<sup>42</sup>.

In realtà, se «l'illustrazione al cliente del costo complessivo del finanziamento, con o senza servizio accessorio», è correttamente valutata come un onere a carico dell'intermediario per l'ipotesi in cui i «servizi accessori connessi con il contratto di credito» sono «qualificati come facoltativi», la mancata illustrazione al cliente – o, più propriamente, la mancanza di alcuna prova della comparazione presentata al cliente in sede di stipulazione del contratto – del costo complessivo da sostenere con o senza la polizza assicurativa non può che determinare la (ri)qualificazione della polizza assicurativa connessa al finanziamento come servizio accessorio obbligatorio; fatta salva l'ipotesi in cui il cliente possa effettivamente recedere dal contratto di assicurazione senza costi aggiuntivi e senza modifiche alle condizioni del finanziamento, per tutta la durata del contratto – nel qual caso l'intero premio assicurativo non sarà preso in considerazione per il calcolo del TAEG – o per una sua parte soltanto – nel qual caso il premio assicurativo sarà computato in misura corrispondente nel calcolo del TAEG.

Il criterio così individuato appare più oggettivo e conforme al dato normativo, permettendo al contempo di escludere il rischio di falsi negativi e riducendo al minimo il rischio di falsi positivi, atteso che l'individuazione della effettiva natura della polizza è rimessa alla (sola) diligenza della banca nel fornire piena prova del rispetto delle chiare e precise indicazioni offerte dalle Disposizioni in materia di trasparenza di Banca d'Italia (Sez. XI, art. 2-*bis*, lett. *d*), cui l'intermediario deve, comunque, attenersi.

---

<sup>42</sup> ABF Coll. Coord., 12 settembre 2017, n. 10617, 10620, 10621, cit.

# SUI RAPPORTI TRA ASSICURAZIONE E MERCATI FINANZIARI: IL CASO DELLE POLIZZE *LINKED*

di *Massimo Miola*

SOMMARIO: 1. Lineamenti generali del tema e risvolti nel campo delle polizze vita con connotati finanziari. – 2. I problemi di qualificazione delle polizze *linked* ed il criterio della causa mista. – 3. L'evoluzione della disciplina in materia. – 4. I profili più recenti del dibattito ed il ruolo del rischio nel contatto di assicurazione sulla vita: rischio demografico e rischio di investimento. – 5. Le tendenze in ambito europeo e l'ampliamento della causa del contratto di assicurazione. – 6. La collocazione delle polizze *linked* nel quadro della permanente distinzione tra i settori del sistema finanziario.

1. *Lineamenti generali del tema e risvolti nel campo delle polizze vita con connotati finanziari.* – Il tema dei rapporti tra imprese di assicurazione e mercati finanziari non è certamente nuovo all'esame dei giuristi. Esso risulta, anzi, oggetto di una corposa stratificazione normativa e di un non meno intenso dibattito dottrinale, che sempre più di frequente sfocia, nelle sue propaggini applicative, all'attenzione della giurisprudenza. Tuttavia, più la problematica si espande e la relativa indagine si approfondisce, più emerge un percorso alquanto episodico e carente di una precisa connotazione sistematica, e questo in specifico per quanto attiene alle implicazioni in senso lato privatistiche, quali quelle dell'individuazione della causa contrattuale e della disciplina delle relazioni tra intermediari e clienti.

In effetti, i connotati finanziari insiti nella gestione delle imprese di assicurazione costituiscono, dal versante economico, un fenomeno ben conosciuto e ritenuto componente essenziale della loro attività. Ci si riferisce, in particolare, alla gestione degli attivi raccolti attraverso i premi versati dai contraenti e destinati alla copertura delle riserve tecniche, costituenti una passività dell'impresa in quanto poste a garanzia dell'esecuzione della prestazione assicurativa<sup>1</sup>. È questa una delle componenti del procedimento tecnico assicurativo che integra la c.d. inversione del ciclo produttivo, attraverso cui si mira alla neutralizzazione dei rischi insiti nell'attività assicurativa e quindi a favorire il raggiungimento della stabilità finanziaria dell'impresa.

Di fronte all'univocità del dato economico, ben più oscillanti e contraddittori appaiono i risvolti sul piano giuridico di tali modalità operative delle imprese di assicura-

---

<sup>1</sup> Cfr. M. ONADO, *Economia e regolazione del sistema finanziario*<sup>5</sup>, Bologna, 2017, 304 ss.; G. FORESTIERI-P. MOTTURA, *Il sistema finanziario*<sup>7</sup>, Milano, 2017, 304 ss.; J. ARMOUR e altri, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 17 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L'impresa – I contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2013, 3 s.; sulla riconduzione dell'attività assicurativa alla tutela del risparmio di cui all'art. 47 Cost., v. M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988, 89 ss.; e su queste tematiche, v. già ID., *Assicurazione e mercato finanziario*, in *Dir e giur.*, 2000, 13 ss.

zione. In effetti, non è difficile enucleare nella disciplina di tali imprese taluni profili – basti pensare alla vigilanza prudenziale, al regime di autorizzazione all’attività, alle regole in tema di conti annuali e consolidati e di modalità di impiego delle disponibilità raccolte, alla disciplina del gruppo assicurativo – che si riassumono nella loro sottoposizione ad uno statuto speciale paragonabile, nelle sue grosse linee, a quello di altri intermediari finanziari, in primo luogo le banche. A ciò si è, tuttavia, a lungo contrapposta la sistemazione progressivamente elaborata nel nostro ordinamento nel corso dello scorso secolo, e che ha trovato del resto ampia conferma in sede europea, fondata su un’articolazione della disciplina per soggetti, contrassegnata dall’elaborazione di distinti statuti normativi per le banche, le assicurazioni e gli intermediari del mercato mobiliare<sup>2</sup>.

In altre parole, le esigenze comuni di regolamentazione delle imprese operanti nei mercati finanziari si sono trovate a confrontare con le differenti tipologie di attività da esse svolte, il che ha influito nel delineare una normativa settoriale, culminata rispettivamente nel testo unico bancario, nel testo unico della finanza e nel codice delle assicurazioni<sup>3</sup>. Pertanto, i connotati finanziari insiti nell’attività assicurativa, ed oggetto di una progressiva intensificazione, hanno a lungo stentato a rifluire nella disciplina dei rapporti contrattuali intercorrenti tra l’impresa stessa ed i contraenti ed, in particolare, a consentire l’introduzione di una regolamentazione per attività, trasversale rispetto alle tipologie di intermediari coinvolti.

Il tema degli intrecci tra le imprese di assicurazione e gli altri intermediari finanziari è divenuto di attualità in tempi recenti, quando soprattutto a partire dagli anni Ottanta è emersa l’esigenza, per una pluralità di motivi legati tra l’altro ai fenomeni di internazionalizzazione e più recentemente di globalizzazione dei mercati finanziari, di una progressiva eliminazione degli steccati che, sul piano delle distinte tipologie di attività svolte, erano stati eretti tra i vari intermediari, in specie per quanto riguarda le norme relative ai rapporti tra intermediari e clienti, sul presupposto che una medesima attività possa essere svolta da diverse categorie di intermediari. Come è testimoniato dal fenomeno della *bancassicurazione*, nelle sue varie manifestazioni, tra cui si colloca quella che viene in considerazione in questa sede, della distribuzione di prodotti assicurativi a contenuto finanziario<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Soluzione, questa, del c.d. *institutional design*, del resto rinvenibile anche con riferimento all’architettura della vigilanza finanziaria in ambito europeo, ed a cui in sostanza si conformano quelle dei singoli ordinamenti nazionali, pure se essa ha dato luogo nel corso del tempo ad ampi dibattiti in ordine al suo progressivo superamento, in quanto ritenuta fonte di inefficienze e di spinte ad arbitraggi normativi: cfr. V. COLAERT-D. BUSCH, *Regulating Finance in a Post Sectorial World: Setting the Scene*, in V. COLAERT-BUSCH-T. INCALZA, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectorial Playing Field*, Oxford, 2019; E. FERRAN, *Institutional Design the Choices for National Systems*, in N. MOLONEY-E. FERRAN-J. PAYNE, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 119 ss.; J. ARMOUR, *Principles*, cit., 776 ss.

<sup>3</sup> Sulla contrapposizione, nei mercati finanziari, tra regolamentazione per soggetti e regolamentazione per attività, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, vol. IV, *Diritto del mercato finanziario*, Torino, 2020, 29 ss.; e sui profili di interferenza insiti nelle scelte di regolamentazione degli intermediari, v. P. CORRIAS, *Le aree di interferenza delle attività bancaria ed assicurativa tra tutela dell’utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, 618 ss.; S. LANDINI, *Contratti di assicurazione collegati a contratti bancari e tutela dell’assicurato*, in *Assic.*, 2016, 5 ss.; S. AMOROSINO, *Il diritto delle assicurazioni nell’unitarietà delle regolazioni dei tre mercati finanziari*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2016, 253 ss.

<sup>4</sup> Sul punto, tra i molti, v. A. NIGRO, *L’integrazione fra l’attività bancaria e l’attività assicurativa*, in

Ciò conduce a riconsiderare la diffusa configurazione, sotto questo aspetto, dell'attività assicurativa come attività industriale di produzione di un servizio dietro pagamento di un prezzo. È, infatti, ritenuta insita nell'attività assicurativa, con specifico riferimento all'assicurazione sulla vita, l'assunzione di un duplice rischio, demografico e di investimento, per quanto concerne il rapporto tra le disponibilità raccolte attraverso i premi, il loro impiego e gli impegni assunti nei confronti degli assicurati. Il che si realizza di regola sul piano dell'equilibrio contrattuale, come si è detto, attraverso la fissazione di un rapporto tra l'ammontare del premio ed il periodo assicurativo, grazie alla capitalizzazione del premio versato ad un tasso di interesse predeterminato («tasso tecnico»), il cui importo l'assicuratore si impegna a corrispondere al verificarsi dell'evento assicurato attinente alla vita umana, incerto nell'*an* o quanto meno con riguardo all'epoca in cui esso si realizzerà, a prescindere dall'effettivo rendimento ottenuto da tali somme: in ciò, a sua volta, identificandosi il rischio demografico. Tali rischi l'impresa si impegna poi a neutralizzare, al fine di conservare l'equilibrio finanziario, attraverso istituti propri della tecnica assicurativa quali le riserve tecniche ed il margine di solvibilità, in modo da consentire ai contraenti di ottenere prestazioni di ammontare certo al verificarsi dell'evento dedotto in contratto<sup>5</sup>.

E tuttavia, come è noto, la prassi ha registrato il progressivo emergere ed accentuarsi di modelli contrattuali contrassegnati dal costituire un'evoluzione rispetto al tradizionale tipo dell'assicurazione sulla vita, con l'obiettivo di affiancare alla finalità previdenziale una prospettiva di investimento atta a renderlo comparabile con altre categorie di operazioni praticate nei mercati finanziari. E così, partendo dall'esigenza di porre il contraente al riparo dall'inflazione mediante il ricorso a polizze indicizzate, si giunge alle polizze rivalutabili: in essere viene offerta una remunerazione aggiuntiva derivante dalla gestione degli attivi posti a copertura delle riserve tecniche, attraverso cui l'assicurato viene chiamato a partecipare almeno in parte al rischio finanziario conseguente ai risultati dell'investimento dei premi operato dall'impresa di assicurazione, in modo

---

*Dir. banca merc. fin.*, 1997, 192 ss.; gli scritti raccolti in *Banche e assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, a cura di A. PATRONI GRIFFI-M. RICOLFI, Milano, 1997; I. CLEMENTE, *La bancassicurazione nel codice delle assicurazioni*, in *Dir. econ. assic.*, 2007, 25 ss.; P. CORRIAS, *Il fenomeno della bancassicurazione*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, vol. 1, Padova, 2010, 535 ss.; e più di recente, ID., *Le aree di interferenze delle attività bancarie e assicurative tra tutela dell'utente ed esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, 617 ss.; v. anche F. APICELLA ed altri, *Le relazioni tra banche ed assicurazioni in Italia*, in *Quaderno Ivass* n. 18, settembre 2021.

<sup>5</sup> Come è noto, nel contratto di assicurazione riveste un ruolo centrale il requisito del rischio inerente ad un evento futuro ed incerto, la cui copertura viene assunta dall'impresa, onde l'incertezza della prestazione a cui questa si obbliga: il che, fermo rimanendo la corrispettività, non è tale da escludere l'aleatorietà del contratto, la quale costituisce un particolare atteggiarsi del sinallagma: sul punto, è di obbligo il rinvio alle pagine di un compianto studioso del diritto delle assicurazioni: A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, spec. 364 ss.; tra i molti, v. anche, G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da CICU-MESSINEO, Milano, 1973, 19 ss.; G. SCALFI, voce «Assicurazione (contratto di)», in *Digesto*<sup>4</sup>, *Disc. priv., sez. comm.*, VII, Torino, 1992, 333 ss.; M. IRRE-RA, *L'assicurazione sulla vita*, in *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, X, Padova, 2001, 135 ss.; L. CALVO, *Il contratto di assicurazione*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. FRANZONI, Milano, 2012, 31 ss.; P. CORRIAS, *L'assicurazione sulla vita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, 2021, 49 ss. e già ID., *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 41 ss.; ID., *Alea e corrispettività del contratto di assicurazione (indivisibilità del premio e sopravvenienza)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 301 ss.

da incidere sul valore originariamente fissato della prestazione dovuta<sup>6</sup>.

Tali profili di redditività, già presenti nelle polizze vita di ramo I, note come «gestioni separate» – tuttavia escluse dal novero dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, in quanto comunque caratterizzate da una prevalente componente assicurativa<sup>7</sup> – hanno trovato un primo riconoscimento normativo nella l. n. 742/86, in attuazione della direttiva 79/267/CE, che ricomprende tra le assicurazioni sulla vita quelle indicate nel punto III della tabella allegata, connesse a fondi di investimento. Previsione successivamente confermata dal d.lgs. n. 174/1995, a sua volta in attuazione della direttiva 92/96/CEE, e successivamente trasfusa nell'art. 2, punto III, del cod. assic., con riferimento alle assicurazioni, di cui ai rami I e II, vale a dire le assicurazioni sulla durata della vita umana e di nuzialità e natalità «le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero ad indici o ad altri valori di riferimento».

Queste tipologie di contratti, ispirate in senso lato all'esigenza di massimizzare le prospettive di un ritorno economico anche in favore dell'assicurato, in conseguenza del lasso di tempo intercorrente tra il pagamento dei premi ed il godimento della prestazione assicurativa, si sono concentrate, con il tempo, nelle polizze *linked*, a loro volta distinte tra quelle in cui l'aspettativa finale del contraente derivi da indici relativi al valore di quote di OICR in cui i premi sono investiti (*unit linked*), e quelle il cui rendimento sia dipendente, tra l'altro, da uno o più indici del mercato finanziario o del mercato monetario (*index linked*)<sup>8</sup>. Elemento comune di questa variegata tipologia di contratti è che, a fronte dell'obiettivo di investimento perseguito dal contraente, si colloca una prestazione dell'assicuratore non più certa, come nell'assicurazione sulla vita tradizionale, bensì variabile, in quanto il risultato conseguito dall'attività di investimento dell'impresa di assicurazione determina la misura degli impegni dell'impresa stessa. Pertanto, gli attivi posti a copertura delle riserve tecniche sono assoggettati a politiche di investimento destinate a replicare (*close matching*) il valore delle quote di un fondo comune di investimento o di un indice finanziario rappresentanti il valore di investimento (art. 41, comma 1, cod. assic.).

All'interno di questa generale configurazione occorre, inoltre, tenere conto di ulte-

<sup>6</sup> Tra i primi contributi in materia, v. G. VOLPE PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 229 ss.; più in generale, A. GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita*, in *Assic.*, 1985, 1 ss.; ID., *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazione e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione sulla vita a premio unico*, in *Assic.*, 1993, 1; G. FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, *ivi.*, 1986, 1 ss.

<sup>7</sup> Cfr. G. VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, 49; A. GAMBINO, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1039.

<sup>8</sup> Sulle polizze in questione, in aggiunta ai contributi citati *retro*, nt. 4, e senza presunzione di completezza, v. P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 457 ss.; ID., *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, in *Assic.*, 2016, I, 225; e da ultimo, ID., *Le assicurazioni sulla vita*, cit., 24 ss. e 92 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Le polizze unit-linked: prodotti assicurativi con finalità di investimento*, in *NGCC*, 2004, 426 ss.; M. IRRERA, *L'assicurazione sulla vita*, cit., 254 ss.; S. LANDINI, *L'assicurazione sulla vita*, in *Trattato dei contratti*, di V. ROPPO, V,  *Mercati regolati*, Milano, 2014, 589; E. PIRAS, *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, Milano, 2011; G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, in *Assic.*, 2000, I, 233 ss.; nonché, più di recente, ID., *Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile*, *ivi.*, 2012, 399 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 192 ss.; L. FARENGA, *Manuale di diritto delle assicurazioni private*<sup>6</sup>, Torino, 2019, 83 ss.

riori articolazioni, a seconda del livello di rischio finanziario trasferito sul contraente, a cui si collega il maggiore o minore grado di sofisticatezza dell'investimento finanziario realizzato con i premi raccolti. Si distinguono, perciò, le polizze *linked* garantite, che offrono la restituzione quanto meno dell'intero importo iniziale, con conseguente mancata garanzia di un determinato incremento dello stesso, ovvero con garanzia di un rendimento minimo (rischio di *performance*) o con una garanzia c.d. «di base», concernente l'adeguamento del capitale in funzione del valore di un'entità di riferimento, qualora gli attivi destinati alla copertura delle risorse non replichino quest'ultimo; dalle polizze *linked* «pure», in cui la sopportazione del rischio riguarda parzialmente anche il capitale investito, oppure la restituzione anche solo parziale di tale importo; sino a giungere all'ipotesi, estrema, dell'integrale sopportazione da parte dell'assicurato del rischio di investimento, in quanto l'impresa si obbliga a liquidare una somma corrispondente al valore della quota di un fondo o di un indice di riferimento, che può anche all'epoca essere del tutto azzerato, aumentata di una ridotta percentuale destinata a coprire il rischio demografico<sup>9</sup>.

2. *I problemi di qualificazione delle polizze linked ed il criterio della causa mista.* – L'evoluzione e la conformazione della prassi hanno progressivamente modificato le specifiche connotazioni finanziarie dell'attività assicurativa, finendo per adeguarle a quelle proprie degli intermediari del mercato mobiliare. Il che si è tradotto, sul piano del percorso normativo e di quello interpretativo, nella sempre più difficile individuazione di spazi per una conciliazione tra le due anime delle polizze in questione. In estrema sintesi, prima di fornire un quadro più preciso, emerge come la tematica sia stata affrontata per lungo tempo non tanto sul piano della riconducibilità *tout court* dei connotati finanziari delle polizze *linked* alla causa del contratto di assicurazione, quanto piuttosto su quello della necessità di affiancare, alla disciplina di settore, quella scaturente dalle regole del mercato mobiliare ed in particolare dal Tuf rivolte alla protezione degli investitori, e dunque applicando gli obblighi di condotta e di informazione anche precontrattuali posti a carico degli intermediari nello svolgimento delle attività e dei servizi di investimento ed alla distribuzione, anche fuori sede, di tali prodotti, nonché alla loro offerta al pubblico. In sostanza, la logica che ha sovrinteso il percorso normativo e, prima ancora, quello interpretativo, concernente le polizze a contenuto finanziario è stata alquanto uniforme: essa si è contraddistinta per il tentativo, sempre più estremo, di realizzare un bilanciamento, consistente nel salvaguardare i contenuti della prestazione assicurativa e quindi nel ricondurre la stessa, per tutto quanto non ritenuto ultroneo, alla disciplina di settore; ma, al contempo, nel rispettare le prescrizioni, in specie sul piano della tutela degli investitori, conseguenti allo svolgimento di un'attività finanziaria.

Questa impostazione ha consentito di superare, nell'immediato, gli ostacoli posti sul piano operativo all'offerta di polizze *linked*, ma non ha impedito, in tempi più recenti, complice la sempre maggiore finanziarizzazione dei contenuti delle stesse, che si ponesse la questione se quest'approccio fosse ancora sostenibile ed esauriente, ovvero, essendosi raggiunto il margine di resistenza rispetto a modelli contrattuali forniti di

<sup>9</sup> Su queste ulteriori distinzioni, v. PIRAS, *Le polizze variabili*, cit., 17 ss.; ID., *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 76 ss.



connotati finanziari assolutamente prevalenti o addirittura esclusivi, esso fosse stato sostituito, *rectius*, assorbito, da quello, di vertice, concernente i confini della causa del contratto di assicurazione. Sotto questo aspetto, non sempre la tensione tra i due poli, da cui le polizze in questione sono suscettibili di essere attratte, riesce a conservare un equilibrio ai fini dell'inquadramento giuridico, senza superare il punto teorico di rottura, come le più recenti dinamiche rinvenibili nella prassi ed affrontate dalla giurisprudenza sembrerebbero confermare.

Un brevissimo *excursus* dell'evoluzione normativa può servire ad impostare correttamente l'indagine concernente la situazione attuale. Una prima fase è stata contrassegnata dall'assenza di una regolamentazione delle polizze a contenuto finanziario: gli interpreti, quindi, si sono trovati di fronte all'esigenza di colmare una lacuna, attraverso l'estensione dell'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento, e più in generale delle discipline progressivamente più sofisticate dettate, a partire dalla l. n. 216/74, sino a giungere al Tuf, per la tutela dell'investitore operante nel mercato mobiliare, a contratti che tale tutela non prevedevano. Infatti, era emersa a lungo l'esigenza di fornire per questi prodotti un'area di esonero dalla disciplina in materia, fondata sull'originaria differenziazione ed incomunicabilità tra prodotto assicurativo e prodotto finanziario, con la loro conseguente integrale sottoposizione, anche sul piano delle regole di condotta e dell'informazione da fornire agli investitori, alla disciplina del settore assicurativo<sup>10</sup>.

Tale esclusione sembrava derivare, in questo caso, dall'intenzione del legislatore di rimarcare non tanto l'essere tali polizze prive del carattere di «prodotto finanziario», e più precisamente dall'essere a quest'ultimo contrapposte, quanto, piuttosto, dall'essere fornite di tali requisiti, e ciononostante meritevoli di essere sottratte dalla relativa disciplina. In altri termini, l'emergere di prodotti capaci di presentare connotati propri di diverse tipologie di prodotti finanziari e configurabili, come più in avanti approfondiremo, come «misti», in quanto in grado di soddisfare molteplici esigenze del contraente, nella specie quelli di copertura di un rischio e di investimento del proprio risparmio, finisce in prima battuta per ostacolare, piuttosto che facilitare, una regolamentazione per attività, rendendo più complessa, peraltro, la definizione dei connotati degli stessi e pervenendo di conseguenza a rafforzare l'opzione di una regolamentazione per soggetti<sup>11</sup>. Indicativo di questo assunto è l'ormai abrogato art. 100, comma 1, lett. f), Tuf, che contrapponeva inizialmente i prodotti assicurativi a quelli finanziari, al fine di escludere i primi dall'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento<sup>12</sup>.

Volendo specificare, il nucleo di questa fase i cui risvolti in sede giudiziaria, pur riguardando polizze sottoscritte prima degli interventi legislativi in materia, giungono

<sup>10</sup> In particolare, con la Circolare Isvap n. 71 del 1987 e, successivamente, con la Circolare Isvap n. 474/d del 21 febbraio 2002. Sugli iniziali passaggi della tematica, v. gli A. cit. *retro*, nt. 4 e 7.

<sup>11</sup> Per una ricognizione delle varie tipologie di prodotti «misti» rinvenibili sul mercato finanziario, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti "misti" e norme a tutela del cliente*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-V. DI CATALDO-F. GUERRERA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, vol. 3, Torino, 2014, 2413 ss.

<sup>12</sup> Sulla logica alla base di tale norma, v. M. STELLA RICHTER, *L'attività di gestione del risparmio di banche ed assicurazioni*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Torino, 2004, II, 666 ss. Questo esonero, peraltro, costituiva un limite alla portata innovativa della nozione di prodotto finanziario rispetto a quella di valore mobiliare, specie se si considera la più ampia estensione attribuita in sede interpretativa a quest'ultima (v. M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., 186 ss.).

sino ai nostri giorni, è rinvenibile nell'individuazione in via interpretativa dei connotati del contratto di investimento, con la conseguente loro equiparazione ai valori mobiliari, prima, e più di recente agli strumenti finanziari, ovvero, in termini ancora più ampi, ai prodotti finanziari<sup>13</sup>; da ciò ne è discesa e si è progressivamente consolidata l'elaborazione di costruzioni, quali quelle del contratto misto o del collegamento negoziale, volte a giustificare l'applicazione a tali polizze della disciplina (anche) del mercato mobiliare<sup>14</sup>. Il tutto sul presupposto, come si è notato, della scindibilità tra i profili concernenti la tutela dell'investitore e quelli relativi alla causa del contratto, quanto meno nelle ipotesi in cui il distacco dalla causa assicurativa risultasse meno evidente e mancasse, al contrario, un supporto normativo all'applicazione del Tuf.

In altre parole, si può ritenere che la qualificazione in questi termini proposta dagli interpreti abbia fornito un'efficace soluzione ai fini dell'applicazione di entrambe le discipline, per i profili rispettivamente coinvolti: risultato, in alternativa, raggiunto ricorrendo all'applicazione analogica della disciplina del Tuf, sul piano dei doveri di condotta ed informativi posti a carico dell'intermediario, ed invocando il principio della buona fede *ex art. 1175 c.c.* a cui le parti devono conformarsi, ovvero le regole della responsabilità precontrattuale<sup>15</sup>.

Tuttavia, la stessa logica del contratto misto ha inciso, sempre prima dell'intervento legislativo, sulle soluzioni adottate dalla giurisprudenza di merito<sup>16</sup> e dalla stessa Corte Suprema<sup>17</sup>, in presenza di fattispecie caratterizzate, pur nel quadro delle varie categorie di polizze *unit linked* ed *index linked*, da una assoluta preminenza del profilo finanziario su quello assicurativo, e tali da condurre al trasferimento integrale del rischio finan-

<sup>13</sup> Sul tema delle categorie utilizzate dal legislatore, ai fini dell'applicazione di una disciplina uniforme alle operazioni di investimento nel mercato mobiliare, a tutela del risparmio diffuso, per riflessioni di sistema, tra gli altri, A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d. lgs. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 807 ss.; G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir. Agg.*, V, Milano, 2001, 750 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 133 ss.

<sup>14</sup> Nel primo senso, v. E. SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in *Banche e assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, cit., 107 s.; nel secondo, M. BIN, *Il prodotto misto assicurativo-finanziario*, in *Assic.*, 1988, 351 ss.; F. GALGANO, *Il «prodotto misto» assicurativo-finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 91 ss.; M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., 225 ss.; più di recente, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti «misti» e norme sulla tutela del cliente*, cit., 2437.

<sup>15</sup> Cfr. Trib. Busto Arsizio, 20 novembre 2009, in *Società*, 2010, 554, che ha ritenuto di applicare alle polizze in questione la distinzione, propria del Tuf, tra investitori professionali e non professionali, al fine di graduare gli obblighi di trasparenza e correttezza, facendo leva sul criterio della buona fede per attribuire rilevanza alla qualità soggettive del sottoscrittore della polizza. Su questa scia, per l'applicazione del principio di buona fede oggettiva in relazione alla tutela offerta ai consumatori nei confronti dei comunicati emessi dall'impresa di assicurazione, v. Trib. Milano (ord.), 21 dicembre 2009, in *Obbl. e contratti*, 2010, 577; App. Catanzaro, 5 novembre 2021, in [www.ildirittodelrisparmio.it](http://www.ildirittodelrisparmio.it).

<sup>16</sup> Sull'individuazione di una causa mista, *ex multis*, cfr. Trib. Napoli, 17 aprile 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 447; Trib. Milano, 16 aprile 2015, *ivi*, 2015, II, 449; Trib. Torino, 11 marzo 2008, in *NLCC*, 2009, I, 130, nt. A. FABIANO; App. Torino, 16 novembre 2009, in *Foro pad.*, 2011, I, 45, nt. GAGLIOTTI; App. Milano, 11 maggio 2016, in *NGCC*, 2016, 1569, nt. A. ALBANESE, tutte riguardanti la mancata segnalazione, da parte dell'intermediario, in relazione all'obbligo di profilatura del cliente ai sensi della normativa regolamentare del Tuf, dell'inadeguatezza della sottoscrizione di una polizza *linked* rispetto alla prospettiva dello specifico investitore, in quanto priva di garanzia di restituzione dei premi versati.

<sup>17</sup> Cass. 18 aprile 2012, n. 6061, in *Foro it.*, 2013, I, 631; e in *Corr. giur.*, 2013, 767, nt. V. SANGIOVANNI; e più di recente, sulla stessa linea, Cass., 18 maggio 2021, n. 13517; v. anche Trib. Napoli, 12 aprile 2013, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 445, nt. A. CAMEDDA.

ziario dell'operazione in capo all'assicurato. Infatti, sull'assunto del potere di interpretazione del contratto affidato al giudice, a prescindere dal *nomen juris* attribuito dalla parti, ed in presenza di contestazioni concernenti la violazione da parte dell'intermediario delle regole di condotta nella prestazione delle proprie attività e servizi, la giurisprudenza ha fatto leva sul criterio, proprio del contratto misto, della causa prevalente ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile, pur con le difficoltà di pervenire a tale giudizio nelle specifiche fattispecie, procedendo alla loro riqualificazione come contratto di investimento, ed alla sottoposizione agli artt. 21 e 23 Tuf nonché al reg. Intermediari della Consob, con conseguente azione di risoluzione per inadempimento per la violazione, nel caso di specie, dei doveri di correttezza e buona fede, nonché degli obblighi informativi<sup>18</sup>.

3. *L'evoluzione della disciplina in materia.* – La successiva tappa, che ha inaugurato l'approccio destinato, nei suoi sviluppi, a giungere sino ai nostri giorni, pur se non avente a rigore portata risolutiva, è rappresentata dall'intervento in sede legislativa volto a riconoscere e disciplinare i connotati finanziari presenti in talune tipologie di polizze assicurative sulla vita. Con il che sembrerebbe in qualche modo superata, pur se solo in apparenza, come vedremo, l'esigenza di fare ricorso alla teoria del contratto misto, e di conseguenza all'adozione del criterio della causa prevalente ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile.

Il primo passo, in questa direzione, è stato realizzato con la l. n. 262/2005 ed il successivo d.lgs. n. 303/2006, attraverso l'abrogazione dell'art. 100, comma 1, lett. f), Tuf, accompagnata dalla sottoposizione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione – all'epoca c.d. prodotti finanziari-assicurativi – alla disciplina degli artt. 21 e 23 (ed in seguito anche *24-bis*) Tuf, in ordine alle regole di comportamento degli intermediari abilitati ai servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari, con la conseguente estensione della disciplina dell'offerta fuori sede anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari emessi – sul presupposto del provenire l'of-

---

<sup>18</sup> A questo si affianca la possibilità di pervenire alla dichiarazione di nullità del contratto sottostante all'emissione della polizza *unit linked*, per la mancata redazione del contratto quadro in forma scritta, come richiesto dall'art. 23 Tuf, ai fini del collocamento di prodotti finanziari presso il cliente, pure se la polizza sia collocata da un intermediario assicurativo, con conseguente diritto alla ripetizione dei premi versati (v. Giudice di Pace Palermo, 25 gennaio 2012, in *Contratti*, 2012, 357, nt. V. SANGIOVANNI; Trib. Ferrara, 27 giugno 2011, in *Assic.*, 2011, 761, nt. I. RIVA; Trib. Salerno, 24 maggio 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 779, nt. M. RIZZUTI; Trib. Napoli, ord. 8 ottobre 2020, in *www.aecifirenze.it*). Va considerato, infatti, che nella prassi il collocamento di polizze *linked*, proprio in quanto realizzato da intermediari assicurativi, raramente risulta preceduto dalla stipulazione di un contratto quadro. Tuttavia, deve tenersi conto, con conseguenze significative sulla più generale questione della qualificazione delle polizze *linked* quale prodotto finanziario *tout court*, dei più recenti orientamenti concernenti il rispetto dell'obbligo di forma scritta, nel caso di contratto sottoscritto dal solo investitore e non dall'intermediario (c.d. contratto monofirma) (Cass. S.U. 16 gennaio 2018, n. 898, in *Giur. it.*, 2018, 568, nt. A. DI MAJO), finalizzati ad evitare l'utilizzo strumentale dell'azione di nullità da parte dell'investitore, il quale, dopo aver ottenuto vantaggi dall'operazione di investimento, invochi il vizio formale dell'originario contratto quando gli esiti dell'investimento divengano negativi: infatti, non emergono significative differenze, in relazione alla funzione informativa svolta dalla forma scritta, tra l'esonero dalla sanzione della nullità *ex art. 23 Tuf*, per il caso di contratto monofirma, e l'ipotesi di una polizza *linked*, correttamente sottoscritta da entrambe le parti, ma non preceduta dalla stipulazione di un contratto quadro.

ferta da parte di soggetti abilitati – dalle imprese di assicurazione<sup>19</sup>, oltre che alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>20</sup>. Cui si accompagna la sottoposizione alla vigilanza della Consob di taluni profili organizzativi delle imprese abilitate alla distribuzione di tali prodotti (precisamente quelli di cui all'art. 6, comma 2, e 2-bis, lett. d), e), i), j), m), n), Tuf, a tutela degli investitori.

La soluzione accolta è ricollegabile al più generale obiettivo di sottoporre alle regole generali dettate dal Tuf per lo svolgimento delle attività e dei servizi di investimento, ed ai conseguenti poteri di vigilanza della Consob, l'offerta al pubblico di prodotti finanziari forniti di caratteristiche analoghe, a prescindere dalla tipologia di intermediario coinvolto.

Il legislatore si è, in sostanza, reso conto degli evidenti ostacoli che si pongono alla conservazione di assetti regolamentari difformi, stante la diffusa convergenza tra le strategie distributive dei diversi intermediari finanziari e la loro indubbia influenza sulla più generale integrazione tra i mercati dei differenti prodotti<sup>21</sup>; oltre che dell'accresciuta centralità del ruolo della disciplina di trasparenza nelle funzioni della vigilanza di settore, ad integrazione degli obiettivi di stabilità<sup>22</sup>.

In altre parole, lo specifico obiettivo perseguito è consistito nel realizzare un compromesso: allentare la tensione relativa alla compatibilità di tali polizze con la causa del contratto di assicurazione, a fronte della contestuale applicazione della disciplina del mercato mobiliare, fornendo così implicito riconoscimento normativo alle ricostruzioni teoriche che, proprio attraverso la configurazione del contratto misto, a tale risultato si erano rivolte. D'altro canto, è questo anche il limite della disciplina qui menzionata, la quale si presenta neutra, sul piano del criterio della prevalenza, posto che riconosce ai prodotti in questione natura in primo luogo assicurativa, e quindi rientranti nel novero delle assicurazioni del ramo vita, come da ultimo sancito dal codice delle assi-

---

<sup>19</sup> Su questa disciplina, v., tra i molti, M. SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi*, Roma, 2013, spec. 88 ss.; A. FABIANO, *Natura giuridica e disciplina delle polizze unit linked prima e dopo la riforma del t.u.f.*, in *NGCC*, 2009, I, 142 ss.; D. GALLETTI, *La cross selling di prodotti bancari ed assicurativi dopo le recenti riforme dei mercati finanziari*, in *Banca, impresa e soc.*, 2007, 365 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *La distribuzione di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione*, in *Assic.*, 2007, 170 ss.; R. COSTI, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi. In ricordo di Gaetano Castellano*, Milano, 2008, 27 ss.; M. MIOLA, *L'offerta fuori sede di prodotti finanziari assicurativi alla luce delle riforme del mercato finanziario: verso l'epilogo di una lunga contesa?*, in *Studi per Franco Di Sabato*, vol. 1, Napoli, 2009, 467 ss.; G. MARTINA, *I prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione e i prodotti previdenziali di terzo settore*, in *Ricerche giuridiche*, 2012, n. 2, 277 ss.; P. GOBIO CASALI, *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore*, in *Giust. civ.*, 2010, 301 ss.

<sup>20</sup> M. SAMPOGNARO-M. SIRI, *I prospetti di offerta di prodotti finanziari assicurativi*, in *La regolazione assicurativa (dal codice ai provvedimenti di attuazione)*, a cura di P. MARANO-M. SIRI, Torino, 2009, 89 ss.; R. LENER, *L'offerta al pubblico di fondi pensione, polizze assicurative e strumenti finanziari in prospettiva italiana e comparata*, in *Contr. Impr. Europa*, 2006, 495 ss.

<sup>21</sup> V. retro, nt. 2.

<sup>22</sup> Analoghe problematiche si sono presentate in relazione all'attività bancaria. Sul fondamento sistematico delle accresciute funzioni di vigilanza della Banca d'Italia in ordine alla tutela del risparmio ed alle connesse esigenze di trasparenza, nonché sull'intreccio con le competenze della Consob, v., con differenti impostazioni, F. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 144 ss.; ID., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 43 ss. e nt 70; U. NIUTTA, *L'abrogazione*, cit., 20 ss.

curazioni (art. 2), e di conseguenza sottoposti, per tutto quanto non incompatibile con la normativa di protezione dell'investitore, alla disciplina di settore. Con l'ulteriore conseguenza che spetterà all'interprete, nell'esame delle specifiche fattispecie, come vedremo meglio in seguito, il compito di risolvere se debba farsi applicazione del criterio della prevalenza e quindi procedere, previa dichiarazione di nullità del contratto di assicurazione, alla riqualificazione ed all'applicazione in via esclusiva della disciplina del mercato mobiliare.

Questo in quanto l'obiettivo della tutela dell'investitore perseguito dal legislatore nel caso delle polizze a contenuto finanziario, anche nelle più recenti evoluzioni, consiste comunque nel sottoporre le stesse alla disciplina del Tuf, a prescindere dal grado di loro compatibilità con la causa assicurativa: e dunque, a prescindere che si tratti di polizze che prevedano la restituzione del capitale versato; ovvero che l'assunzione di un rischio finanziario concerna solamente l'eventuale incremento di valore del capitale investito, o anche la sua riduzione di valore o addirittura l'integrale perdita.

L'altro versante della medaglia è stato quello di una progressiva e non sempre lineare espansione della disciplina in materia, anche di fonte regolamentare, caratterizzata dalla sovrapposizione delle normative di settore dettate rispettivamente da Isvap (e successivamente Ivass) e Consob, non sempre ben coordinate tra di loro, pure se nell'obiettivo di fondo di uniformare il livello di tutela dell'investitore a prescindere dal segmento del mercato finanziario in cui il prodotto offerto si colloca, dando luogo a quella che efficacemente è stata definita come una «rete di Penelope»<sup>23</sup>.

Questo non ha impedito il permanere di difficoltà nel selezionare, attraverso la generale categoria dei prodotti finanziari, le precise tipologie di polizze *linked* nelle quali ravvisare prevalenti contenuti finanziari con le conseguenti esigenze di tutela degli investitori<sup>24</sup>, nonché il realizzarsi di conflitti striscianti ed addirittura di una sorta di

---

<sup>23</sup> Cfr. L. BRIZI, *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, in *Danno e resp.*, 2019, 24 ss. Basti pensare alla disciplina degli obblighi informativi ed alla pubblicità dei prodotti assicurativi. Il reg. Isvap n. 35/2010 esclude le polizze *linked* dall'applicazione degli obblighi informativi precontrattuali, stante l'attrazione di tale profilo nella disciplina del Tuf e dei relativi regolamenti. Solo nell'art. 185 cod. assic., e nel più recente art. 21, reg. Ivass n. 41 del 2 agosto 2018, è stato disciplinato, sulla scia della direttiva IDD, il documento informativo precontrattuale c.d. KID (*Key Information Document*) aggiuntivo per i prodotti di investimento assicurativo (prodotti IBIP), oltre all'introduzione di ulteriori previsioni, sul piano dei doveri informativi, specifiche per le polizze *linked*, con ciò ricomprendendosi questo profilo nel campo della disciplina assicurativa (sul punto, per alcuni dettagli, v. U. NIUTTA, *Specificità delle parole e mercato finanziario. Spunti dalla nuova normativa europea sulla trasparenza del mercato e la tutela del cliente*, in *Le parole del diritto commerciale*, a cura di U. MORERA-M. SCIUTO, Torino, 2018, 27 ss.). Al contrario, per quanto riguarda gli obblighi informativi nel corso del rapporto, questi, sia nel precedente regolamento, che in quello più recente (n. 41/2018), sono stati ricompresi e disciplinati, anche con disposizioni specifiche riguardanti i prodotti d'investimento assicurativo. Sugli obblighi di trasparenza e correttezza nella disciplina assicurativa, v. P. CORRIAS, *L'assicurazione sulla vita*, cit., 223 ss.; V. SANGIOVANNI, *L'informazione precontrattuale degli intermediari assicurativi*, in *Contr. impr.*, 2010, 123 ss.; e per un quadro aggiornato di tali tematiche, alla luce della direttiva IDD e degli interventi dell'Autorità di vigilanza europea (EIOPA), v. M.SIRI, *Insurance-Based Investment Products: Regulatory Responses and Policies Issues*, in P. MARANO-K. NOUSSIA (Eds.), *Insurance Distribution Directive. A legal Analysis*, Berlin, 2021, 113 ss.

<sup>24</sup> Incertezze non superate dall'espressa elencazione, nell'art. 1, comma 1, lett. *w-bis*), Tuf, delle tipologie di «prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione», successivamente integrata dal d.lgs. n. 224/2016, vale a dire le polizze e le operazioni indicate nei rami III e V di cui all'art. 2, comma 1, cod. assic., con l'esclusione dei prodotti finanziari collegati a forme pensionistiche individuali e delle polizze rivalutabili di ramo I, di cui evidentemente il legislatore riconosce la scarsa connotazione in termini finanziari.

guerra di posizione tra le Autorità di vigilanza, con la conseguente opportunità di procedere a compromessi.

La più recente puntata di questa stagione normativa prende le mosse dalla direttiva 2016/97/UE, c.d. *Insurance Distribution Directive* (IDD), che ha trovato attuazione nel nostro ordinamento ad opera del d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68. Essa è rivolta a condurre alle estreme conseguenze i tentativi di conciliare l'abbattimento dei tradizionali confini tra attività assicurativa ed attività finanziaria, attraverso la conferma di una bipartizione settoriale, ma al contempo riconoscendo la coesistente applicazione delle norme relative all'emissione ed al collocamento dei prodotti, anche assicurativi, aventi contenuto finanziario, superando in questo modo le incertezze emerse dal precedente art. 25-*bis* Tuf<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Infatti, sotto il vigore dell'art. 25-*bis* Tuf e del reg. Intermediari della Consob, si era posta la questione dell'ambito di applicazione della disciplina del Tuf, con riferimento agli obblighi informativi ed alle regole di comportamento a cui erano sottoposti gli intermediari nella distribuzione dei prodotti finanziari assicurativi, ritenendo che questi coincidessero con le imprese di assicurazione e con i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, e quindi banche e Sim, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. r), Tuf, con esclusione di *brokers* ed agenti di assicurazione, in quanto non assoggettati al potere di vigilanza della Consob (in dottrina, per tutti, v. M. SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi*, cit., 171 ss.; v. anche Trib. Bergamo, 21 novembre 2019, in [www.rivista.caminodiritto.it](http://www.rivista.caminodiritto.it)). L'art. 25-*ter* Tuf, introdotto dal d.lgs. n. 68/2018, ha risolto solo parzialmente questa antitesi (c.d. doppio binario), in quanto ha sancito il generalizzato rinvio, quanto ai prodotti di investimento assicurativo, alla disciplina della distribuzione assicurativa contenuta negli artt. 106 ss. cod. assic., a prescindere dal soggetto che opera la distribuzione, ma ha confermato, alla luce di un riparto di competenze tra Autorità di vigilanza secondo un criterio per soggetti, pur se con l'obiettivo di una uniformità della disciplina sostanziale, l'attribuzione di poteri di vigilanza alla Consob, sentito l'Ivass, per quanto riguarda i soggetti sottoposti alla propria vigilanza abilitati alla distribuzione assicurativa, di cui all'art. 1, lett. w-*bis*), Tuf, vale a dire banche, Sim, intermediari finanziari ex art. 106 Tub ed istituti di pagamento, ex art. 114-*septies* Tub: intermediari, questi, ai quali trovano applicazione le disposizioni introdotte dal reg. Intermediari della Consob, sempre a seguito della direttiva IDD, negli art. 135-*bis* ss. Pertanto, resta a carico dell'Ivass la vigilanza sull'attività di distribuzione dei prodotti di investimento assicurativo svolta direttamente dalle imprese di assicurazione o per il tramite di agenti e *brokers* assicurativi, come sancito dall'art. 121-*quater* cod. assic., nel quale, peraltro, sono state introdotte disposizioni specifiche sui doveri di condotta e sugli obblighi informativi relativi ai prodotti di investimento assicurativo. Quindi, pur con il superamento del precedente regime caratterizzato dall'applicazione di regole differenti a seconda dei soggetti coinvolti nella distribuzione del prodotto di investimento assicurativo, permane il distacco della disciplina di tali prodotti da quella più generale delle attività e dei servizi di investimento. Indici del difficile tentativo di realizzare un contemperamento – per quanto concerne la protezione offerta agli investitori in prodotti di investimento assicurativo – tra le specifiche strutture di mercato e le caratteristiche di prodotto che li caratterizza, e l'esigenza di *levelling the playing field*, sul piano della tutela dei consumatori di servizi finanziari, si rinvengono anche a livello europeo: è il caso del considerando n. 87 della direttiva c.d. MIFID 2, che sceglie la strada della cooperazione tra Autorità di vigilanza, nel quadro di normative che rimangono settoriali, piuttosto che introdurre regolamentazioni uniformi. È da registrare, comunque, una tendenza all'avvicinamento tra le discipline, come nel caso delle regole di comportamento e degli obblighi di trasparenza dettati dagli artt. 183, e 119-*bis* e 121-*quater*, cod. assic. in specifico per i prodotti di investimento assicurativo, a carico rispettivamente degli intermediari assicurativi e delle imprese di assicurazione; regole le quali, a seguito del d.lgs. n. 187/2020, sono state estese non solo alla fase dell'esecuzione del contratto, ma anche, a monte, a quella dell'offerta dei prodotti assicurativi, ricomprendendo anche la pubblicità degli stessi, e che si ricollegano alla disciplina dettata dal Tuf per le attività ed i servizi di investimento (*retro*, nt. 23); su tale tendenza, in ambito europeo, v. P. MARANO, *The "Mifidisation": The Sunset of Life Insurance in the EU Regulation on Insurance?*, in <https://ssrn.com/abstract=2832952>. Su tali tematiche, con specifico riferimento ai limiti di una regolamentazione per soggetti, sul piano dei rapporti tra Autorità di vigilanza, v. C. CORVESE, *La tutela dell'investitore in prodotti finanziari-assicurativi tra il ritorno alla vigilanza settoriale e la necessità di livellare il piano di gioco fra il mercato mobiliare ed il mercato assicurativi*, in *Regole e mercato*, a cura di MANCINI, A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE, Torino, 2017, 477 ss.; M. SALERNO, *La tutela dell'investitore in prodotti di investimento assicurativi nella nuova*

A seguito delle modifiche introdotte nel Tuf, compaiono le più articolate nozioni di «prodotto di investimento al dettaglio e assicurativo preassemblato» (art. 1, lett. *w-bis*. 1), Tuf), di cui il legislatore europeo stesso ci fornisce l'acronimo “PRIIP” (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Product*); e di «prodotto di investimento assicurativo» (già conosciuto dagli operatori internazionali come “IBIP”, ovvero *Insurance-Based Investment Products*): art. 1, comma 1, lett. *w-bis*. 3), Tuf, che rimanda all'art. 4, n. 2, reg. 1286/2014/UE, ove esso è definito come il «prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato»<sup>26</sup>.

Quest'ultima definizione risulta, in modo più significativo, idonea a ricomprendere i prodotti assicurativi «variabili», in cui la prestazione spettante al sottoscrittore è dipendente dalle oscillazioni del mercato finanziario, con conseguente trasferimento in capo a costui del rischio finanziario.

4. *I profili più recenti del dibattito ed il ruolo del rischio nel contatto di assicurazione: rischio demografico e rischio di investimento.* – La regolamentazione delle polizze a contenuto finanziario anche nei suoi più recenti sviluppi, infatti, è proseguita seguendo la tecnica già sperimentata con la l. n. 262/2005, la quale non sembra in grado di rispondere alle questioni interpretative di fondo destinate a porsi, concernenti il coordinamento tra le categorie del mercato finanziario ed i tipi contrattuali del codice civile, e nella specie il contratto di assicurazione. In altri termini, si presenta l'esigenza di verificare la compatibilità della disciplina così introdotta con il profilo causale dei contratti relativi a polizze *unit linked* ed *index linked*, e quindi se si sia in presenza solo di un'evoluzione dell'impostazione già seguita dal legislatore, attraverso una migliore e più precisa delimitazione dei confini delle polizze così caratterizzate, oppure si riscontrino un salto di qualità che consenta di pervenire anche ad una ridefinizione della causa del contratto di assicurazione. E pertanto, si richiede di stabilire fino a quale punto la distinzione tra prodotto assicurativo, sia pure con connotazioni finanziarie, e prodotto finanziario *tout court* possa ricondursi al profilo soggettivo, e quindi al trattarsi o meno di operazioni poste in essere dalle imprese di assicurazione, oppure occorra fare riferimento alla funzione economica da cui esse sono contraddistinte ed al rischio corso dall'investitore, a prescindere dalla categoria di intermediario da cui il prodotto viene emesso o collocato<sup>27</sup>.

---

*disciplina Consob*, in *Dir. banca*, 2020, 565 ss.; in termini più generali, v. già, P. MONTALENTI, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assic.*, 2014, 393 ss.

<sup>26</sup> Su tali figure, alla luce dell'elencazione condotta dalla normativa europea, v. K. NOUSSIA-M. SIRI, *The Legal Regime and the Relevant Standards*, in P. MARANO-I. ROKAS (Eds.), *Distribution of Insurance-Based Investment Products. The EU Regulation and the Liabilities*, Berlin, 2019, 27 ss.

<sup>27</sup> Alternativa da cui sembra in qualche modo fuoriuscire la possibilità di applicare direttamente, quanto meno ai rapporti con i clienti, la disciplina dettata per una data tipologia di prodotti ad altri che presentano finalità uguali, ma sono rivestiti di forme giuridiche differenti e sono emessi da intermediari di un diverso settore; e, viceversa, rientrarvi l'applicazione di una normativa *ad hoc* di portata trasversale. In questo senso, al fine di tutelare la comparabilità da parte dell'investitore dei prodotti offerti, onde evitare che, in virtù della loro provenienza, costui sia portato ad equipararli o a non comprendere la loro effettiva natura, corrisponde la logica, accolta dal legislatore europeo, della categoria dei prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIP), in cui sono ricompresi i prodotti di investimento assicurativo, ai sensi

Il tema è, ancora una volta, quello dell'estensione del rischio finanziario assunto dall'assicurato e della sua compatibilità con la funzione previdenziale assegnata al contratto di assicurazione. E dunque, l'alternativa che si pone è se l'applicazione della tutela offerta agli investitori nel mercato finanziario, sul piano della disciplina delle regole di condotta e dell'offerta al pubblico, anche rispetto alle polizze che non prevedano una garanzia di rimborso di un capitale minimo, abbia determinato una modifica, in termini estensivi, dei connotati della causa del contratto di assicurazione sulla vita; ovvero, la distinzione di fondo tra i due settori si sia conservata, al punto che di prodotto assicurativo potrà parlarsi solo in presenza di una garanzia, sia pure minima, di restituzione del capitale originario o di adeguamento del suo ammontare (polizze *linked* a copertura garantita): mentre, in mancanza di ciò, si resta fuori dai confini causali del contratto di assicurazione per rientrare piuttosto, a tutti gli effetti, nel contratto di investimento, pure se innominato<sup>28</sup>.

In altri termini, nell'opera degli interpreti permane un approccio condotto secondo la logica del contratto misto. Tuttavia, in presenza di fattispecie caratterizzate da connotati finanziari sempre più spinti è emersa, come si è detto, la crescente difficoltà a ravvisare una coesistenza tra due cause, su cui si fonda la logica del contratto misto, e di conseguenza ad applicare il criterio della prevalenza, con inevitabili riflessi sul loro inquadramento in termini giuridici in tale categoria. Emerge, dunque, l'alternativa tra il riconoscimento sempre più inevitabile di un connotato esclusivamente finanziario, ovvero il riaffermare la compatibilità, nonostante questa premessa, con la causa del contratto di assicurazione.

In sostanza la giurisprudenza, *in primis* della Suprema Corte, ha dovuto prendere atto della portata non risolutiva della disciplina progressivamente introdotta dal legislatore con riguardo alle polizze assicurative a contenuto finanziario. Questo in quanto l'applicazione della disciplina del Tuf, in tema di trasparenza e di regole di condotta a tutela dell'investitore, non consente di risolvere tutte le esigenze di qualificazione di tali polizze, in presenza di contestazioni che attengono alla nullità del contratto di assicurazione per difetto della causa in concreto, stante la mancanza del trasferimento di un rischio in capo all'assicuratore, con la conseguenza che l'evento morte finirebbe per costituire solo il termine di adempimento della prestazione<sup>29</sup>.

Sotto questo aspetto, si è ritornati a rivalutare sul piano causale il carattere misto di tali polizze, in quanto caratterizzate dalla compresenza di una causa assicurativa e di una causa finanziaria; ma, nello stesso tempo, si è posta con maggiore incisività la questione dei criteri attraverso cui accertare la prevalenza della seconda sulla prima, e

---

dell'art. 4, n. 3, reg. UE 1286/2014, caratterizzati, come si è esposto in precedenza (*retro*, § 3), dal profilo comune dell'essere sottoposti a «fluttuazioni a causa dell'esposizione a valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio» (v. gli spunti di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti "misti"*, cit., 2441 ss.); soluzione che, tuttavia, non appare in grado di superare del tutto la concorrente regolamentazione per soggetti.

<sup>28</sup> In questo senso, cfr. P. CORRIAS, *Risparmio e investimento nell'assicurazione vita*, cit., 96 ss.; ID., *La causa*, cit., 42 ss.; v. anche, per una ricostruzione del dibattito, A. CARRISI, *Quel che resta della funzione previdenziale nelle polizze unit e index linked*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 591 ss.

<sup>29</sup> Conseguenze, queste, ben più radicali rispetto all'individuazione di una responsabilità per violazione di regole di correttezza nella fase precontrattuale, in specie con riguardo agli obblighi informativi, per i quali, secondo l'orientamento accolto da Cass., S.U. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, 784, nt. E. SCODITTI, scatta la risoluzione per inadempimento, con il conseguente diritto al risarcimento del danno.



quindi la relativa incidenza sulla qualificazione del contratto e sull'invalidità dello stesso, nella sua interezza o in singole clausole; ovvero facendo ricorso, nel contrasto tra le singole clausole e la causa assicurativa, all'*interpretatio contra stipulatorem*, ex art. 1370 c.c.<sup>30</sup>.

A questa stregua, sempre sul presupposto che competa al giudice di merito l'accertamento circa la causa concreta del contratto, a prescindere dal *nomen juris* indicato dalle parti, la Corte Suprema ha indirizzato l'attenzione, alla luce dell'individuazione effettiva degli interessi delle parti quali risultanti dal contratto, non più sull'assunzione del rischio finanziario concernente la conservazione del capitale iniziale, bensì sulla sussistenza del rischio demografico<sup>31</sup>. Il quale, a sua volta, non deve essere meramente simbolico (ad es. prestazione pari ad una percentuale dello 0,1% rispetto a quanto dovuto in caso di riscatto della polizza)<sup>32</sup>, e deve comportare l'obbligo di una prestazione

---

<sup>30</sup> In questo senso, la giurisprudenza di merito perviene alla dichiarazione di nullità, in quanto giudicate vessatorie ex artt. 1469-bis e 1341 c.c., delle sole clausole che determinano la compromissione dell'assunzione del rischio demografico, o di quello finanziario, da parte dell'assicuratore, con l'effetto di trasferire sul cliente il rischio di inadempimento dell'emittente dello strumento finanziario collegato alla polizza, stravolgendo la causa del contratto di assicurazione, stante lo squilibrio introdotto nel sinallagma tra le prestazioni: cfr. Trib. Milano, 12 febbraio 2010, in *Giur. it.*, 2010, 2347, nt. P. GOBIO CASALI; in *Società*, 2010, 971, nt. E. GUFFANTI; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 63, nt. E. PIRAS, in *Foro it.*, 2010, I, 1626, nt. F. BECHI e A. PALMIERI. Quanto al riconoscimento, sul piano interpretativo, del diritto di ricevere una somma quanto meno pari al capitale iniziale versato, v. Trib. Busto Arsizio, 20 novembre 2009, cit. Si aggiunga che il ricorso alla nullità delle singole clausole di un contratto di assicurazione, in quanto vessatorie, costitutiva, ed in parte costituisce tuttora, una soluzione preferibile, posto che tale rimedio, in caso di riqualificazione del contratto come contratto di investimento, incontra il limite della non applicabilità (almeno in parte) della disciplina delle clausole vessatorie ai contratti aventi ad oggetto valori mobiliari, strumenti finanziari ed altri prodotti o servizi il cui prezzo sia collegato a fluttuazioni del mercato finanziario (art. 33, comma 5, cod. cons.).

<sup>31</sup> Cfr. Cass., 5 marzo 2019, n. 6319, in *Società*, 2019, 1397, nt. E. GUFFANTI; in *Giur. comm.*, 2021, II, 586, nt. F. LA FATA; in *Corr. giur.*, 2021, 223, nt. F. CASÀ; in *Foro it.*, 2019, 2817; in *Giur. it.*, 2019, 1020, nt. S. LANDINI; in *NGCC*, 2019, I, 983, nt. E. LUCCHINI GUASTALLA; a commento della stessa, v. anche C. ROBUSTELLA, *Le polizze "Unit Linked" e la concreta ricorrenza del "rischio demografico"*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 17 ss.; dello stesso tenore, Cass., 13 ottobre 2019, n. 22891, in *Assic.*, 2019, I, 186, nt. M. ROMA; e Cass., 5 marzo 2019, n. 6719, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1310 nt. A. POLICARO. Il che, in conformità dell'art. 9 reg. Isvap n. 32/2009, a mente del quale «i contratti classificati nel ramo III di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto, sono caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico»; precisando, altresì, che le imprese, nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso dell'assicurato, tengono conto, ai fini del rispetto del principio di cui al comma 1, dell'«ammontare del premio versato dal contraente». Ed in termini analoghi si pone l'art. 6, comma 2, reg. Isvap n. 29 del 16 marzo 2019, sulla classificazione dei rischi all'interno dei rami di assicurazione, a mente del quale si precisa, per le assicurazioni sulla vita con prestazioni collegate a fondi di investimento o indici azionari, che: «i contratti di cui al comma 1 sono caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare, per il caso di sopravvivenza, per il caso di morte o per entrambi, prestazioni assicurate il cui valore, o quello dei corrispondenti premi, sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico». Si aggiunga che, a tale fine, l'IVASS ha predisposto e sottoposto a consultazione l'11 marzo 2022 uno schema di regolamento destinato ad aggiornare la regolamentazione delle polizze *unit* e *index linked* contenuta nel menzionato reg. 32/2009 e nella circolare 21 febbraio 2002 n. 474: in particolare, sotto il profilo della valutazione del rischio demografico, l'art. 5 dispone che «i contratti *unit linked* e *index linked* prevedono l'assunzione da parte dell'impresa di un effettivo impegno a stabilire e liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico»; a questo si aggiunge l'obbligo da parte delle imprese di assicurazione di dotarsi, secondo la filosofia della *product oversight and governance*, di procedure interne adeguate, al fine di accertare l'assolvimento del processo di valutazione della congruità del rischio demografico.

<sup>32</sup> Come sancito dalle due sentenze gemelle di Trib. Roma, 28 maggio 2021, in *www.ilcaso.it*, che quindi hanno ritenuto sussistente nella polizza *linked* una causa assicurativa-previdenziale.

aggiuntiva, al fine di evitare la dichiarazione di nullità del contratto per assenza dell'assunzione di un rischio: obbligo che deve risultare concretamente sussistente ed «essere vagliato con specifico riferimento all'ammontare del premio versato dal contraente, all'orizzonte temporale ed alla tipologia di investimento», in modo da evitare che la prestazione sia «talmente irrisoria da vanificare completamente l'equilibrio delle prestazioni»<sup>33</sup>.

La soluzione della Suprema Corte, a ben vedere, rappresenta l'estremo tentativo di fare leva sulla configurazione delle polizze vita a contenuto finanziario come contratto misto, la quale riposa sulla conservazione dei connotati del contratto di assicurazione, sforzandosi al contempo di individuarne i requisiti minimi, vale a dire la sussistenza di un rischio demografico a carico dell'impresa. Con la conseguenza, nel caso in cui i connotati della polizza siano tali da espungere il contratto dall'attività assicurativa, intesa come assunzione e gestione dei rischi effettuata da un'impresa di assicurazione (art. 1, comma 1, lett. c), cod. assic.), della sua riqualificazione come contratto (pure se innominato) di investimento, che presenta affinità con le tipologie di gestione del risparmio disciplinate dal Tuf, pur senza identificarsi del tutto con esse, ed al quale, pertanto, troverà applicazione esclusivamente la disciplina del mercato mobiliare<sup>34</sup>.

Pertanto, tramontato l'assunto della necessaria sopportazione da parte dell'impresa di assicurazione di un rischio finanziario, l'indagine si concentra sulla permanenza o meno nelle polizze *linked* di una funzione previdenziale e dunque di una maggiorazione dell'importo dovuto al contraente, corrispondente all'assunzione da parte dell'assicuratore di un rischio demografico concernente l'incertezza circa l'epoca in cui si realizza l'evento relativo alla vita umana, in rapporto alle prospettive di vita dell'assicurato, computate in base alle tavole di mortalità e di sopravvivenza: il che differenzia

---

<sup>33</sup> Cfr. ancora, Cass., 5 marzo 2019, n. 6310, cit., che in questo modo riconosce la natura sinallagmatica del contratto di assicurazione, rinvenuta anche nel caso delle polizze *linked*, e che è ritenuta tale da non escludere il carattere aleatorio del contratto (v. *retro*, nt. 5).

<sup>34</sup> La tesi della non conciliabilità del contenuto finanziario della polizza con la causa assicurativa, in specie nelle ipotesi in cui l'intero rischio di investimento sia posto a carico dell'assicurato, senza quindi prevedere, in caso di decesso, il pagamento integrale del capitale iniziale, è assai ricorrente nella giurisprudenza di merito. Tra le molte decisioni in tale senso, con riferimento alla vicenda *Lehman Brothers*, v. Trib. Trani, 11 marzo 2008, in *NLCC*, 2009, 130, nt. A. FABIANO; Trib. Parma, 10 agosto 2010, in *Società*, 2011, 55, nt. F. GUFFANTI; e in *Nuova giur. civ. comm.*, 2001, 189 nt. C. PALMENTOLA; App. Milano, 11 maggio 2016, cit.; Trib. Mantova, 26 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 4 novembre 2011, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Milano, 4 novembre 2009, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 603, con nota di nt. A. TARANTINO; Trib. Bologna, 13 gennaio 2011, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Cagliari, 2 novembre 2010, in *Assic.*, 2011, II, 369, con nota di I. RIVA. Soluzione, questa, culminata con la qualificazione, in conseguenza della natura finanziaria delle polizze in questione, dei relativi redditi quali redditi di capitale, ex art. 44, comma 1, lett. *g-quater*), TUIR: cfr. Comm. trib. prov. Milano, 10 dicembre 2018, in *Riv. giur. trib.*, 2019, 257, nt. S. LOCONTE. In dottrina, v. N. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 491 ss.; A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche della distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *Assic.*, 2007, 192 ss.; P. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 98; E. PIRAS, *Polizze "index linked"*, cit., 73 ss. A questo può aggiungersi che, sul piano normativo, si rinvencono indici, dal versante assicurativo, di equiparazione della tutela offerta dai sottoscrittori di polizze *linked* a quella prevista per le attività ed i servizi di investimento ai sensi del Tuf: si pensi all'art. 178 cod. assic., che applica ai contratti di ramo III l'inversione dell'onere della prova a carico dell'impresa di assicurazione, circa l'aver agito con la dovuta diligenza, al pari di quanto disposto dall'art. 21 Tuf; v. anche *retro*, nt. 25.

l'assicurazione sulla vita dalla generica finalità di risparmio<sup>35</sup>, così come dal contratto di capitalizzazione. Ma soprattutto, a prescindere dalla qualificazione del contratto in termini astratti, ciò che risulta determinante, nella valutazione rimessa al giudice di merito, sono gli interessi che i contraenti, ed in specie l'assicurato, hanno inteso perseguire, quale emerge dai flussi informativi che tra di essi sono intervenuti<sup>36</sup>.

Al contrario, emerge la presa d'atto che l'ulteriore rischio di investimento a carico dell'impresa, in aggiunta all'incertezza sull'evento assicurato – come si è detto attinente alla gestione delle risorse raccolte ed alla loro idoneità a caratterizzare la prestazione assicurativa, per mitigare il quale le imprese erano solite ricorrere a gestioni prudentiali – ha finito per mutare i propri connotati, dato che, proprio in combinazione con il suo progressivo trasferimento in capo all'assicurato, ne è derivata l'adozione di scelte gestorie maggiormente spinte sul piano del livello di rischiosità.

Tale assunto, in sostanza, rappresenta null'altro che l'applicazione, al tema specifico delle polizze *linked*, dei diffusi orientamenti della giurisprudenza, e confermati dalle Sezioni Unite, volti a rinvenire nella funzione previdenziale svolta dall'assicurazione sulla vita la ragione, ed al tempo stesso il limite, dell'impignorabilità ed inesigibilità delle somme dovute dall'impresa, ai sensi dell'art. 1923 c.c., sia in caso di decesso dell'assicurato, sia per effetto dell'esercizio del diritto di riscatto da parte del contraente, con relative conseguenze in tema di non apprensione delle relative somme al fallimento, ai sensi dell'art. 46, comma 1, n. 5, l. fall. ed ora dell'art. 116, comma 1, lett. d), c.c.i.<sup>37</sup>.

Alla base di tale assunto vi è il riconoscimento della non coincidenza tra funzione previdenziale e certezza della prestazione dovuta dall'impresa e destinata a soddisfare un bisogno al verificarsi dell'evento relativo alla vita umana, richiedendosi piuttosto una proporzionalità, scaturente dal contratto, tra la prestazione dell'assicuratore ed il premio versato, dalla quale emerga l'assunzione di un rischio «demografico». Questo in quanto una certezza circa l'ammontare della prestazione, che sia non solo formale,

---

<sup>35</sup> Per una dettagliata rivisitazione della funzione previdenziale dell'assicurazione sulla vita, alla luce della previsione dell'art. 38, comma 2, Cost., nella sua valenza precettiva diretta, tesa ad integrare il dettato dell'art. 1882 c.c., v. P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione*, cit., 60 ss., e già, ID., *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011 73 ss.

<sup>36</sup> V. lo spunto di S. LANDINI, *Sulla validità delle polizze linked*, in *Giur. it.*, 2019, 2026 s.

<sup>37</sup> Culminato con Cass., S.U., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Foro it.*, 2008, I, 1434, nt. V. FERRARI e 2546, nt. G. LA ROCCA; in *Giur. it.*, 2008, 1701, nt. M. SPIOTTA; in *Giur. comm.*, 2009, II, 29, nt. A. TINA; in *Giust. civ.*, 2009, I, 2489, nt. A. LUBERTI; in *Assic.*, 2008, 341, nt. S. LANDINI; v. anche Cass., 14 giugno 2016, n. 12261, in *Fall.*, 2016, 908, nt. M. FERRO; ma in termini differenti, riconoscendo natura non previdenziale alle polizze a contenuto finanziario che permettano un diritto di riscatto, v. Cass., 6 febbraio 2015, n. 2256, in *Fallimento*, 2015, 656, nt. D. FINARDI. Sul punto, v. anche M. SIRI, *Rischio finanziario, assicurazione sulla vita ed esclusione dal patrimonio fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 613; M. EROLI, *La pignorabilità delle polizze vita linked*, in *www.ilcaso.it*; F. LA FATA, *Ambito di applicazione dell'art. 1923 c.c. e qualificazione delle polizze linked*, in *I contratti di assicurazione come strumenti di pianificazione del passaggio generazionale e di gestione del patrimonio familiare*, a cure di G. BARBA-S. LANDINI, Napoli, 2020, 105 ss. Soluzione seguita, con specifico riferimento alle polizze *linked*, da Trib. Bologna, 12 novembre 2001 e Trib. Bologna, 23 aprile 2001, in *Assic.*, 2002, 64, nt. M. ROSSETTI, e da Trib. Monza, 17 gennaio 2006, in *www.dirittobancario.it*; e più di recente, da Trib. Verona, 17 aprile 2019, in *www.ilcaso.it*. Tuttavia, per l'inapplicabilità dell'art. 1923 c.c., in caso di assenza di rischio demografico, o di mancata garanzia di rimborso del capitale versato, v. Trib. Parma, 16 agosto 2010, in *Giur. it.*, 2011, 1560, nt. P. GOBIO CASALI; in *Società*, 2010, 976; nt. F. GUFFANTI; in *Resp. civ. prev.*, 2011, 868, nt. L. BUGIOLACCHI; in *NGCC*, 2011, 189, nt. C. PALMENTOLA; App. Milano, 11 maggio 2016, in *NGCC*, 2016, I, 1372, nt. ALBANO; Trib. Cagliari, 2 novembre 2010, in *Riv. giur. sarda*, 2011, 387, nt. S. LANDINI.

ma anche sostanziale, e dunque comporti l'erogazione a distanza di tempo in favore dell'assicurato di una somma di denaro fornita di un equivalente potere di acquisto, richiede inevitabilmente, a partire dalle embrionali forme di indicizzazione delle polizze sino alle più sofisticate polizze *linked*, la previsione di tecniche di variabilità della misura della prestazione che viene sopportata (anche) da costi<sup>38</sup>.

Tuttavia, il rischio demografico, insito nella funzione previdenziale che il contratto di assicurazione sulla vita è destinato a svolgere, risulta strettamente connesso a quello finanziario: pertanto, porre a carico dell'assicurato, specie se in via totale, il rischio finanziario comporterebbe la rottura del nesso tra la determinazione della misura della prestazione ed il realizzarsi dell'evento relativo alla vita umana, a cui è collegata l'erogazione della stessa in favore del beneficiario, onde la compromissione della funzione previdenziale. In sostanza, quanto più elevato è il rischio finanziario che risulti trasferito, in tutto o in parte, in capo all'assicurato, tanto più sarà ridotto il rischio demografico corso dall'assicuratore, posto che quest'ultimo, pure se formalmente esistente, può essere nei fatti del tutto neutralizzato qualora, all'epoca dell'evento, il valore del parametro finanziario preso a riferimento per il computo della prestazione dovuta risulti ridotto a zero<sup>39</sup>.

E quindi, affinché permanga il connotato previdenziale proprio della causa assicurativa – al fine di distinguere quest'ultimo dal mero investimento di natura finanziaria – si richiede che l'assicuratore si assuma una prestazione economicamente aggiuntiva rispetto al controvalore degli strumenti finanziari in cui i premi sono stati investiti e la cui gestione, come si è detto, è a rischio del contraente, tesa a superare il menzionato contro circuito che può verificarsi, in ordine alla sopportazione dei due rispettivi rischi: così come la prassi è stata indotta a prevedere nei contratti relativi alle polizze *linked*<sup>40</sup>. Non si richiede, viceversa, che sia prevista la restituzione del capitale versato, o, addirittura, la corresponsione di un rendimento minimo, secondo il modello delle *unit linked* garantite<sup>41</sup>.

---

<sup>38</sup> Cfr. Lo spunto di A. CANDIAN, *La Corte di legittimità e la qualificazione delle polizze vita*, in *Danno e resp.*, 2018, 703 ss.

<sup>39</sup> Cfr. P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione*, cit., 128 ss.; ID., *Previdenza, risparmio ed investimento*, cit., 95 ss.; in termini analoghi, N. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi*, cit., 492 s.; G. MARTINA, *I prodotti finanziari*, cit., 286 s.; sullo spesso piano si pone G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze unit linked*, cit., 240 ss.

<sup>40</sup> In effetti, proprio al fine di superare questo dato imprescindibile, l'art. 9 reg. Isvap n. 32/2009 (*retro*, nt. 31), richiede di tenere conto dell'ammontare del premio versato dal contraente, e non solo del parametro finanziario di riferimento, che potrebbe anche abbassarsi a zero.

<sup>41</sup> Così come si ricaverebbe, qualora si ritenesse che la sopportazione del rischio finanziario da parte dell'assicurato sia compatibile con la causa assicurativa solo nei limiti, in cui essa sia coerente con la funzione previdenziale: quindi, non può incidere sulle proprie aspettative di ricevere una somma superiore all'ammontare dei premi versati, come, viceversa, si verificherebbe qualora fosse offerta solo la garanzia di un rendimento minimo (cfr. Trib. Parma, 10 aprile 2010, in *Resp. civ. prev.*, 2011, 816, nt. BUGIOLACCHI; nel senso dell'ammissibilità di una restituzione anche solo parziale, v. Trib. Milano, 16 aprile 2015, cit.; Trib. Brescia, 13 giugno 2018, in *www.ilcaso.it.*). Nel senso del testo, argomentando dalla disciplina delle riserve tecniche (su cui *infra*, § 5), la compatibilità con la funzione previdenziale della sola assunzione di un rischio demografico, v. M. MIOLA, *Assicurazione e mercato finanziario*, cit., 20. Viceversa, nel senso di riconoscere in tali circostanze la sussistenza di una funzione previdenziale, ma escludendo dalla causa assicurativa l'ipotesi della mera garanzia di restituzione del capitale versato, ma senza incrementi, in quanto tale da escludere l'aleatorietà del contratto, con l'effetto di porre l'impresa di assicurazione al riparo dal rischio di ulteriori perdite, nel caso di andamento negativo dei mercati rispetto al maggiore importo promes-

Né, tanto meno, la necessità di una garanzia di conservazione del capitale investito, quale condizione affinché sia ritenuta sussistente una funzione previdenziale, può ricavarsi da un'altra pronuncia della Cassazione, che tuttavia non si è espressa in specifico sul punto limitandosi, a ben vedere, a ribadire che compete al giudice di merito, con giudizio insindacabile in sede di legittimità, di procedere alla corretta riqualificazione di una polizza *linked*, a prescindere dal *nomen juris* utilizzato dalle parti, ma senza fissare i criteri in base ai quali il connotato dell'investimento finanziario possa essere rinvenuto in via esclusiva<sup>42</sup>.

Tuttavia, l'effettivo profilo che viene in considerazione nella sentenza qui riferita non è tanto quello della garanzia di conservazione di un importo di capitale corrispondente ai premi versati, quanto quello della causa del contratto, come chiarito dalla successiva pronuncia in ordine temporale (Cass. n. 6319/2019), di cui si è discusso in questa sede. In altre parole, non conta in via di principio la misura del rischio di investimento corso dal contraente, quanto la ricorrenza di una funzione previdenziale, il che implica l'assunzione di un rischio demografico concernente un evento inerente la vita dell'assicurato, il quale penetra nella causa del contratto senza limitarsi ad incidere sulla normale alea contrattuale. Di qui l'esigenza di accertare le condizioni, in presenza delle quali tale rischio possa ritenersi in concreto sussistente.

*5. Le tendenze in ambito europeo e l'ampliamento della causa del contratto di assicurazione.* – La sistemazione della materia, così espressa, si deve fronteggiare con gli orientamenti tesi comunque a conservare la qualificazione delle polizze *linked* in termini di contratto misto, ma a costo, in modo del tutto inverso a quanto osservato in precedenza, di rinvenire la presenza (anche) di una causa assicurativa, sulla base dell'estensione dei confini della stessa. Tale soluzione si pone, a rigore, in evoluzione rispetto a quella sin qui esposta, in quanto è rivolta ad ampliare i criteri utilizzabili dal giudice nell'individuazione della ricorrenza della causa assicurativa e quindi, in sostanza, della fattispecie del contratto misto: ma soprattutto, mira a superare l'esigenza e soprattutto gli effetti di una verifica condotta dal giudice di merito circa l'eventuale riqualificazione del contratto, tale da condurre alla nullità del contratto di assicurazione ed alla sua conversione *ex art. 1424 c.c.* in contratto di investimento innominato. Infatti, si tende in questo modo a ricondurre in via di principio al contratto di assicurazione

---

so, v. P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked*, cit., 457; tuttavia, a rigore, in questo caso non può ritenersi in assoluto che venga meno la situazione oggettiva di rischio e quindi la natura aleatoria del contratto, in quanto l'impresa si assume comunque il rischio inerente alla redditività degli investimenti effettuati mediante le somme raccolte con i premi.

<sup>42</sup> Cass., 30 aprile 2018, n. 10333, in *Giur. it.*, 2018, 2687, nt. B. PETRAZZINI; in *Foro it.*, 2018, I, 3179, nt. A. CANDIAN; in *Resp. civ. prev.*, 2018, 1525, nt. G. BERTI DE MARINIS; in *Contr. Impr.*, 2019, 736, nt. A. PANCALLO; v. anche C. ROBUSTELLA, *Le polizze Unit Linked*, cit., 22, nt. 5, la cui ricostruzione della portata della pronuncia risulta, tuttavia, fuorviante. Nel caso di specie, infatti, la Cassazione conferma il giudizio di merito in cui, in assenza di alcun tipo di garanzia di rimborso del capitale investito, il contratto viene assoggettato alla disciplina degli artt. 21 e 23 Tuf. Sulle questioni concernenti, partendo dal caso di specie, i margini del sindacato da parte della Cassazione sulla qualificazione del contratto operata dal giudice di merito, ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile, sul filo della complessa distinzione tra *questio facti*, concernente l'interpretazione della volontà delle parti, e *quaestio juris*, relativa alla sua qualificazione, alla luce delle categorie elaborate dal diritto, nonché delle inevitabili interferenze nella prassi, v. A. CANDIAN, *La Corte di legittimità e la qualificazione delle polizze vita*, cit., 705 ss.

tutte le tipologie di polizze *linked* ritenendo che sia sufficiente, al fine di effettuare una qualificazione in questi termini, il pagamento di un premio a fronte di una prestazione dell'assicuratore in caso di decesso dell'assicurato o di altro evento previsto dal contratto, onde la non necessità del trasferimento di un rischio dall'assicurato all'impresa e la conseguente assunzione di un rischio demografico<sup>43</sup>.

Questa impostazione, in ultima analisi, tende a rinvenire la causa assicurativa ritornando in pieno alla logica della regolamentazione per soggetti, e non per attività, vale a dire a configurare quali prodotti assicurativi «tutti i contratti emessi e gestiti da un'impresa di impresa di assicurazione» nell'esercizio delle attività rientranti nei rami vita o nei rami danni (art. 1, lett. *ss*), cod. assic.)<sup>44</sup>, ricollegandosi agli indirizzi del diritto europeo nel quale, a partire dalla direttiva 2002/83/CE che come è noto ha qualificato le polizze *unit linked* e *index linked* come contratti di assicurazione sulla vita, riveste portata decisiva la convenzione relativa alla vita umana, senza farne discendere ulteriori limiti e distinguo, in considerazione della sussistenza o meno di una causa previdenziale: da ciò, in sostanza, deducendo che siano i connotati delle polizze *linked*, una volta riconosciuti, a plasmare il contratto di assicurazione, e non viceversa, come autorevole dottrina, pur se rimasta minoritaria, aveva già in passato avvertito<sup>45</sup>.

Ricostruzione, questa, riconfermata ed approfondita dai più recenti dati normativi di matrice europea. Si tratta della rinnovata definizione di prodotto di investimento assicurativo fornita, come si è già menzionato, dall'art. 4, n. 2, del reg. 1286/2014/UE (reg. PRIIPS), a cui rinvia anche l'art. 2, n. 17, della direttiva 97/2016/UE (c.d. IDD), a mente della quale è tale il prodotto assicurativo che «presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato»: disposizione, questa, recepita nel nostro ordinamento nell'art. 1, lett. *ss-bis*), cod. assic., a seguito del d.lgs. n. 68/2018. Con il che sembrerebbe emergere l'estensione dell'attività delle imprese di assicurazione a ricomprendere i contratti che non presentano i connotati del contratto di assicurazione sulla vita secondo il codice civile, in quanto sono assenti gli estremi del rischio demografico; ed inoltre, il rischio finanziario risulta del tutto a carico del beneficiario della polizza, in quanto non è prevista la restituzione del capitale originariamente versato<sup>46</sup>. A questa stregua potrebbe emergere l'incompatibilità, rispetto alla disciplina europea, della rego-

<sup>43</sup> Cfr. tra le più recenti pronunce in questo senso, Trib. Bergamo, 21 novembre 2019, cit.; Trib. Roma, 28 maggio 2021, cit.; Trib. Brescia, 13 giugno 2018, cit.; Trib. Reggio Emilia, 3 dicembre 2015, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it); ma v. anche Trib. Busto Arsizio, 6 novembre 2019, cit. Si aggiunga che la configurazione come contratto misto è destinata in concreto ad essere posta in discussione, per le fattispecie ricadenti sotto il vigore dell'art. 25-*bis* Tuf, prima della modifica operata dal d.lgs. n. 68/2018, in quanto ne discende l'inapplicabilità degli artt 21 e 23 Tuf, nell'ipotesi di polizze *linked* collocate da agenti o *broker* di assicurazione.

<sup>44</sup> Cfr. A. VICARI, *Dalle gestioni assicurative al private insurance: alcune riflessioni sulla causa dei prodotti di investimento assicurativo*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 508 ss.; su questa linea, si pone P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione*, cit., 41 ss., il quale, tuttavia, ipotizza un ambito dei prodotti assicurativi, definiti come contratti emessi dalle imprese di assicurazione, ai sensi dell'art. 1, lett. *ss*), cod. assic., più ampio e non coincidente con quello del contratto di assicurazione di cui all'art. 1882 c.c.

<sup>45</sup> G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit Linked e Index Linked*, cit., 235 ss.; ID., *Le polizze linked tra norme comunitarie, Tuf e codice civile*, cit., 409 ss.

<sup>46</sup> Sugli argomenti volti a ravvisare la non essenzialità della funzione previdenziale nelle assicurazioni sulla vita, dal confronto con le altre tipologie di previdenza complementare obbligatoria, quali le forme pensionistiche complementari, v. F. PARRELLA, in *Società*, 2010, 463 s.

lamentazione di vigilanza dettata dall'Ivass<sup>47</sup>, nonché degli orientamenti della Suprema Corte<sup>48</sup>, nella parte in cui entrambi riconoscono l'essenzialità, per la sussistenza della causa assicurativa, del trasferimento di un rischio demografico.

Non diversamente sembrerebbero porsi gli orientamenti della Corte di Giustizia: e questo a partire da una più remota pronuncia, nella quale si era riconosciuta la piena riconduzione delle polizze *linked* nel novero dei contratti di assicurazione del ramo vita di cui al punto III della direttiva 2002/83/CE, letto in combinato disposto con l'art. 2, punto 1, lett. a), della stessa<sup>49</sup>. Indirizzo ribadito nelle più recenti pronuncie, sia con riferimento all'ipotesi in cui le polizze *linked* non prevedano una garanzia di restituzione del capitale<sup>50</sup>, posto che la prestazione richiesta all'impresa dalla normativa europea, pure se non consistente nell'assunzione di un rischio demografico, comporta pur sempre la fornitura di una copertura assicurativa, non potendo il prodotto offerto presentare un contenuto esclusivamente finanziario, onde la conferma in qualche modo anche in questa sede della sussistenza di una causa mista<sup>51</sup>; sia al fine di individuare gli

<sup>47</sup> E, in particolare, superando i confini, derivanti nel diritto interno dall'art. 9 reg. Isvap n. 32 dell'11 giugno 2009, specificamente relativo alla disciplina delle «polizze con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o altro valore di riferimento», quanto meno per le polizze *index linked* (*retro*, nt. 31) e dall'art. 10, ove si ammette una sopportazione da parte del contraente del rischio correlato all'andamento dei mercati finanziari, ma lo si esclude in relazione alla sopportazione del rischio di controparte, che quindi va conservato in capo all'impresa di assicurazione. Previsione in sostanza confermata dall'art. 37 reg. Ivass n. 41 del 2 agosto 2018, con riferimento all'ipotesi dell'impresa che «per il calcolo del valore rimborsabile in caso di recesso intenda tenere conto dell'andamento del valore delle quote attribuite». Infatti, i titoli posti a copertura delle operazioni offerte dall'impresa di assicurazione non possono più costituire l'entità di riferimento delle suddette prestazioni, ma solo la copertura finanziaria a favore della stessa impresa a fronte degli impegni contrattuali assunti (v. C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 396). Con conseguenze ancora più significative per il caso delle polizze *unit linked*, qualora si verifici l'insolvenza dell'OICR in cui risultano investiti i premi: e ciò, pure se questa costituisce un'ipotesi più rara, con conseguenze sulla stessa stabilità finanziaria delle imprese (cfr. F. GUFFANTI, in *Società*, 2010, 978 s.). Per un tentativo di ridimensionamento del contrasto, fondato sulla circostanza che la riconosciuta necessità dell'assunzione da parte dell'impresa di assicurazione di un rischio demografico (art. 9 reg. Isvap n. 32/2009), si accompagnerebbe alla discrezionalità riservata alle stesse circa le modalità di copertura, che sarebbe tale da fuoriuscire dal sindacato del giudice, v. A. VICARI, *Dalle gestioni assicurative*, cit., 510. Tuttavia, gli spazi offerti nella fissazione della copertura assicurativa non escludono che, comunque, si preveda l'assunzione di un rischio a carico dell'impresa. Si aggiunga che, sul piano della conformità con la disciplina comunitaria, la menzionata previsione dell'art. 9 reg. Isvap, tesa a richiedere che la prestazione cui si obbliga l'assicuratore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico, non rientra tra le norme derogatorie per ragioni di interesse generale, e quindi risulta tale da vincolare solo le imprese italiane, e non quelle comunitarie ammesse ad operare in Italia in regime di libertà di stabilimento: v. M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'Unione Europea*, in *Assic.*, 2013, 16 s.

<sup>48</sup> V. Trib. Bergamo, 21 novembre 2019, cit., in cui, tuttavia, nonostante le suddette premesse e la configurazione, ai fini della qualificazione come contratto di assicurazione, di una prestazione da parte dell'impresa di assicurazione in caso di decesso, sembrerebbe rinvenirsi un'adesione proprio al pensiero della Suprema Corte.

<sup>49</sup> Corte di Giustizia, 1 maggio 2012, causa C-166/11, in *NGCC*, 2012, 794, nt. A. FABIANO, e in *Danno e resp.*, 2012, 1876, nt. E. PIRAS, che giunge nella specie a ricondurre ai contratti di assicurazione sulla vita di cui alla sfera di applicazione della direttiva 85/577/CEE un contratto contrassegnato dall'elevata componente finanziaria, in quanto prevedeva l'integrale trasferimento a carico dell'assicurato del rischio finanziario dell'investimento, sottraendolo di converso all'applicazione della disciplina di diritto spagnolo concernente i contratti negoziati fuori dai locali commerciali – e quindi secondo le categorie di diritto interno, da quella dell'offerta fuori sede – la quale non trova applicazione ai contratti di assicurazione: sul punto, cfr. M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione*, cit., 3 ss.

<sup>50</sup> Corte di Giustizia, 31 maggio 2018, causa C-542/216, in *Foro it.*, 2018, IV, 381.

<sup>51</sup> La non necessaria sussistenza di un rischio demografico, ma comunque l'assunzione di un obbligo di prestazione da parte dell'impresa, è, peraltro, argomentabile dalla riconduzione al contratto di assicurazione

obblighi di informazione precontrattuale a cui tali polizze sono sottoposte<sup>52</sup>.

Si aggiunga che, anche sul piano della disciplina interna, un indice del superamento del rischio demografico potrebbe ricavarsi dalla disciplina della formazione delle riserve tecniche, la quale già nell'art. 35, comma 1, lett. d), nn. 1 e 2, d.lgs. n. 174/95, sanciva l'assenza di un obbligo di costituire le stesse e di calcolare il margine di solvibilità, qualora non vi fosse l'assunzione di un rischio di mortalità; e più di recente, nell'art. 41 cod. assic., sembrerebbe contrapporre le polizze che comprendono una «garanzia di risultato dell'investimento o qualsiasi altra prestazione garantita», di cui al comma 4, a quelle prive di tale garanzia, previste nei commi precedenti, e rispetto alle quali per la copertura delle riserve valgono regole differenti<sup>53</sup>.

A tale disciplina di regola si ricollega la delimitazione degli investimenti delle riserve matematiche che sono consentiti, con l'obiettivo di prevenire il rischio che le attività non siano in grado di replicare il valore di riferimento che, in specie nelle polizze *index linked*, costituisce il parametro finanziario di determinazione del valore della prestazione dell'assicuratore: il che avviene, in particolare, quando questo coincida con un attivo specifico, rappresentato anche da un singolo strumento finanziario. In questo modo, finendosi per riconoscere la legittimità delle clausole che comportano il venir meno dell'obbligo di rimborso del capitale versato, nel caso di insolvenza dell'emittente dello strumento finanziario oggetto di investimento, si mira a raggiungere il massimo livello di tutela della stabilità dell'impresa di assicurazione. Ciò, tuttavia, a fronte di una più ridotta tutela del contraente, il quale dovrà affidare ancora una volta tale tutela al tortuoso crinale dell'eventuale ricostruzione della fattispecie in termini di contratto misto, e quindi agli spazi di applicabilità della disciplina del Tuf ad un contratto che resta *in primis* connotato da una causa assicurativa, ma sul presupposto che vengano meno gli spazi per invocare la nullità del contratto per assenza della causa assicurativa.

*6. La collocazione delle polizze linked nel quadro della permanente distinzione tra i settori del sistema finanziario.* – Da quanto sin qui esposto, emerge che i termini attuali del dibattito concernono, a tutti gli effetti, l'incidenza che i connotati delle polizze *linked* rivestono, ritornando secondo una logica circolare all'aspetto da cui si è partiti, sulle peculiarità che contraddistinguono l'attività finanziaria svolta dalle imprese di assicurazione rispetto alle altre categorie di intermediari finanziari. Risultano, piuttosto, evidenti indici di avvicinamento, se non proprio di identificazione, con le modalità operative degli intermediari del mercato mobiliare, caratterizzate da una gestione a rischio dell'investitore.

---

anche delle c.d. assicurazioni sulla vita di capitalizzazione, in cui si prevede (art. 2, punto 3, direttiva 2002/92), a fronte del pagamento del premio «la fornitura di una prestazione da parte dell'assicuratore in caso di decesso dell'assicurato o del verificarsi di un altro evento di cui al contratto in discorso».

<sup>52</sup> Corte di Giustizia, 24 febbraio 2022, cause riunite C-143/20A e C-213/20A.

<sup>53</sup> Cfr. P. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento*, cit., 97. Precisamente, come si è già esposto (*retro*, § 1), le riserve tecniche e gli attivi a loro copertura dovranno essere rappresentati «con la massima approssimazione possibile» dalla quota (organismo di investimento collettivo, fondo interno o, nelle *index linked*, indice azionario o altro indice di mercato finanziario), costituente il valore di riferimento. Ai sensi del reg. Isvap n. 32/2009, solo per le polizze *index linked* le modalità di calcolo delle riserve tecniche possono prevedere che la copertura non rappresenti più l'entità di riferimento delle prestazioni, ma solo la copertura finanziaria della compagnia a fronte degli impegni contrattuali. V. anche P. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 83.



Il che conduce a tenere conto dell'incidenza che le modalità tecniche di esercizio dell'impresa di assicurazione – sul piano della neutralizzazione dei rischi, in specie realizzata attraverso il calcolo del premio e l'inserimento del singolo contratto in una comunione dei rischi – rivestono, ai fini della qualificazione dei contratti che di esse beneficiano, sulla base della ben nota teoria del ruolo dell'impresa nella struttura del contratto di assicurazione<sup>54</sup>. E dunque, in altri termini, si richiede di verificare entro quali termini una modifica delle stesse sia compatibile con i connotati della causa del contratto di assicurazione, senza condurre ad un'alterazione irrimediabile del rapporto tra contratto e impresa.

Rispetto alle varie spinte e tendenze che emergono in materia, e che sono espressione dei riflessi prodotti da tali polizze sugli investitori, in specie in conseguenza di periodi di crisi finanziaria<sup>55</sup>, è opportuna una riflessione di fondo sul se effettivamente scaturiscano nuove prospettive, anche sul piano normativo, ovvero si assista semplicemente alla riproposizione di tematiche insite *ab origine* nella configurazione delle polizze *linked*.

In effetti, tutto lascia propendere per questa seconda alternativa, ove si consideri che la questione della riconduzione di tali polizze alla causa del contratto di assicurazione è stata da tempo posta al centro dell'attenzione da parte degli interpreti teorici e pratici, i quali, come si è detto, si sono in prevalenza preoccupati di individuarne i margini di compatibilità, sulla base della necessaria sussistenza in capo all'assicuratore di un rischio demografico<sup>56</sup>.

Al contrario, la soluzione della riquificazione delle polizze *linked* in termini di contratto di investimento costituisce espressione al massimo livello delle tecniche di superamento di una selezione delle regole applicabili alle operazioni con connotati finanziari svolta secondo il criterio dei soggetti, in favore di un'altra, facente leva sulla tipologia di attività svolta, finalizzata a rivolgere la massima attenzione alle istanze di tutela del contraente debole, proprie della stagione del c.d. risparmio tradito. Al con-

<sup>54</sup> Senza presunzione completezza, si rinvia a L. MOSSA, *Impresa e contratto di assicurazione nelle vicendevoli relazioni*, in *Assic.*, 1953, 141 ss.; G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni, per il cinquantenario dell'INA*, Roma, 1963, 111 ss.; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., 27 ss.; A. GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., 377 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni*, Milano, 1968, 68 ss.; F. DENOZZA, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978; L. FARENGA, *Manuale*, cit., 4 ss.

<sup>55</sup> Si allude al *default* che ha colpito la *Lehman Brothers* nel corso della crisi finanziaria del 2008/2009 (su cui v. già *retro*, nt. 34), ed agli effetti provocati sui titoli emessi da tale intermediario, a cui era aggan- ciato un prodotto strutturato costituente non solo l'attivo posto a copertura delle riserve tecniche di imprese di assicurazione, ma anche l'indice da cui dipendeva il rendimento offerto dalle polizze *unit linked*, con conseguente assunzione da parte del contraente del rischio di controparte. Vicenda, peraltro, relativa in larga parte a polizze sottoscritte prima dell'introduzione della disciplina sui prodotti finanziari assicurativi e quindi quando la questione dell'estensione della disciplina del Tuf, in particolare con riferimento all'individuazione del profilo di rischio del cliente, si poneva solo sul piano interpretativo, risultando inapplicabile l'apposita «nota informativa», predisposta dall'Isvap: v. Trib. Milano, 12 febbraio 2010, cit., nonché, per ampi ragguagli, C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 392 ss.

<sup>56</sup> V. *retro*, § 4. Ma non può trascurarsi l'autorevole posizione, tesa ad ammettere *tout court* la riconduzione di tali polizze al contratto di assicurazione sulla vita, attraverso la ridefinizione dei connotati della causa assicurativa ed, in specie, il ridimensionamento della portata del rischio demografico, posto che, qualora l'incertezza riguardi solo il *quando* del verificarsi dell'evento relativo alla vita umana, e non l'*an* dello stesso, essa si ricollega al rischio finanziario e quindi il ruolo del rischio demografico risulta in qualche modo ridimensionato: v. G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze unit linked*, cit., 240 ss.

tempo, essa sconta il rischio di un'eccessiva assimilazione tra prodotti, pure se simili, realizzati con tecniche differenti e quindi comportanti, ad altri effetti, una differente regolamentazione dei soggetti emittenti, nonché, sul piano concorrenziale, operanti su mercati solo parzialmente coincidenti<sup>57</sup>.

Tutto verte, dunque, sul rapporto che si intende delineare tra la disciplina settoriale del settore assicurativo e quella del mercato mobiliare, di fonte sia primaria che secondaria, sul piano, in particolare, degli obblighi informativi e più in generale dell'ambito di tutela offerto al contraente e del confronto con i connotati della causa del contratto di assicurazione scaturenti dal codice civile<sup>58</sup>. La riconduzione delle polizze *linked* al contratto di assicurazione poggia, in sostanza, su di un delicato tentativo di conciliare l'applicazione di una disciplina per soggetti, quale è quella del contratto e dell'impresa di assicurazione, con l'ampliamento della tipologia di attività svolte da quest'ultima. Il che si realizza, in sostanza, attraverso la combinazione di una disciplina che è in parte del soggetto, ed in parte dell'attività: ma impone, tuttavia, di rinvenire il fondamento giuridico atto a raggiungere tale risultato.

A ben vedere, la teoria del contratto misto propugnata da larga parte della dottrina, nonché chiaramente sottesa alle soluzioni fornite dalla giurisprudenza – sotto il profilo dell'esigenza di una qualificazione della causa in concreto del contratto e sulla cui base, attraverso formule legislative via via più sofisticate, si è costruita la figura del prodotto assicurativo a contenuto finanziario – costituisce una soluzione di compromesso: essa mira a soddisfare le esigenze di tutela degli investitori in presenza di contenuti, più o meno prevalenti, di natura finanziaria, attraverso l'applicazione, entro certi limiti, della disciplina dettata dal Tuf per il collocamento tra il pubblico di prodotti finanziari. Al contempo, essa tende ad evitare un eccessivo ampliamento delle attività delle imprese di assicurazione che la conduca a coincidere con quelle degli intermediari del mercato mobiliare, con la conseguente alterazione della distinzione tra i vari settori dell'intermediazione finanziaria: risultato cui, in sostanza, conducono le soluzioni estreme qui menzionate, senza che a questo si accompagni un'adequata fissazione delle normative applicabili a tali operazioni.

A conclusioni più equilibrate condurrebbe, a ben vedere, la diversa configurazione delle polizze a contenuto finanziario, preferita a suo tempo anche da chi scrive, quali contratti collegati<sup>59</sup>, che offre, a differenza del contratto misto ed a prescindere dalla

<sup>57</sup> V. lo spunto di C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 394.

<sup>58</sup> Basti pensare che dal dato normativo concernente le esigenze di raccordo tra la disciplina del codice civile e lo statuto speciale dell'impresa di assicurazione, quale espresso dall'art. 165 cod. assic., a mente del quale «fermo restando quanto diversamente disposto dal presente codice, i contratti di assicurazione, coassicurazione e riassicurazione rimangono disciplinati dalle norme del codice civile», emerge come anche la causa del contratto di assicurazione, che in via di principio è conservata, potrebbe risultare implicitamente derogata, laddove le tipologie di polizze *linked* previste in quella sede dovessero richiederlo.

<sup>59</sup> I contratti collegati, figura, come è noto, contrapposta a quella del contratto misto, sono caratterizzati dalla presenza, pure se all'interno di un unico documento contrattuale, di una pluralità coordinata di contratti, ciascuno dei quali conserva la propria autonomia causale, ma che al contempo danno vita ad un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso; tra i molti, v. R. SCOGNAMIGLIO, voce «Collegamento negoziale», in *Enc. dir.*, vol. VII, Milano, 1960, 375 ss.; F. DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi contribuito alla teoria del collegamento negoziale*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 413 ss.; C. DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, I, 398 ss.; V. BARBA, *La connessione tra i negozi ed il collegamento negoziale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 791 ss. e 1167 ss.; E. GABRIELLI, *Autonomia privata, collegamento negoziale e struttura formale dell'operazione*

presenza o meno di due contratti distinti, una maggiore flessibilità, grazie alla conservazione della disciplina dettata per ciascuno dei contratti senza che si richieda, come a rigore avviene per il contratto misto, l'applicazione della disciplina corrispondente alla causa prevalente. Il che consente di coniugare e contemperare le esigenze di tutela del contraente e di stabilità delle imprese di assicurazione, senza la necessità di pervenire, a tali fini, alla totale deviazione dai connotati del contratto di assicurazione.

Questo inquadramento si presta, dunque, a rispondere alle esigenze di interpretazione e di successiva qualificazione delle polizze *linked*, in specie nelle ipotesi, corrispondenti alla loro più diffusa utilizzazione nella prassi, in cui nel regolamento contrattuale compaiono due intermediari, vale a dire l'impresa di assicurazione, da un lato, e l'intermediario gestore del fondo, emittente degli strumenti finanziari in cui vengono investiti i premi raccolti, dall'altro. La riconosciuta presenza di due rapporti contrattuali consente, in altri termini, di meglio contemperare e salvaguardare, rispetto all'ipotesi del contratto misto, la conservazione di una funzione previdenziale del contratto di assicurazione a fianco della finalità di investimento, nella prospettiva del risultato economico complessivamente perseguito.

Pur non risolvendosi del tutto la questione dei confini della causa assicurativa, si lascerebbero in questo modo al giudice maggiori spazi di flessibilità per procedere alla corretta qualificazione delle polizze *linked*, così come statuito dalla Suprema Corte. Soprattutto, nel caso in cui si dovesse alla fine giungere, laddove tale compatibilità fosse esclusa, alla dichiarazione di nullità del contratto di assicurazione per assenza della causa assicurativa, ovvero per la vessatorietà di singole clausole dello stesso, con conseguenti effetti restitutori, si consentirebbe la sopravvivenza del contratto di investimento collegato, quanto meno qualora tale nullità non comprometta la realizzazione dello scopo ultimo perseguito dal contraente attraverso la complessiva operazione economica, offrendo a costui la piena tutela fornita dalla disciplina del mercato mobiliare, rispetto all'ipotesi in cui si assista ad una alternativa secca<sup>60</sup>.

La ricostruzione qui esposta, e la sua traduzione in via normativa intervenuta con il riconoscimento, prima dei prodotti finanziari-assicurativi e più di recente dei prodotti di investimento assicurativo, non più considerarsi scalfita, sia sul piano europeo che della disciplina interna, anzi, a ben vedere, risulta confermata.

Sotto il primo aspetto, non può ritenersi che la definizione di prodotto di investimento assicurativo fornita in sede europea incida significativamente, comportando una deviazione dai connotati causali del contratto di assicurazione, al punto da consentire di giungere a delineare un vero e proprio autonomo tipo contrattuale<sup>61</sup>. Questo in quanto

---

*economica*, in *Giust. civ.*, 2020, 445 ss.; e per un'ulteriore applicazione al contratto di assicurazione, v. S. LANDINI, *Contratti di assicurazione collegati a contratti bancari e tutela dell'assicurato*, in *Assic.*, 2016, 5 ss.; in *giur.*, v. Cass., 10 ottobre 2014, n. 21417, in *Notariato*, 2014, 636.

<sup>60</sup> Emblematica di questa diversa prospettazione è la sentenza di Trib. Firenze, 30 marzo 2020, in *www.ilcaso.it*, nella quale si passa con grande scioltezza dall'una all'altra prospettiva, pur se con riferimento a differenti soggetti coinvolti nell'operazione, vale a dire, rispettivamente, l'intermediario collocatore e gestore del fondo e l'impresa di assicurazione emittente la polizza, riconoscendo, con riferimento al primo, i connotati a tutti gli effetti di un prodotto finanziario e, viceversa, con riferimento al secondo, il trattarsi di una polizza assicurativa affetta da nullità, in quanto fuoriuscente dai canoni della causa assicurativa, risultando essa priva del requisito del rischio richiesto dall'art. 1895 c.c., ed applicando pertanto i criteri accolti da Cass., 5 marzo 2019, n. 6310, cit.

<sup>61</sup> Cfr. G. MARINO, *Il contratto di investimento assicurativo all'intersezione tra ordinamento assicura-*

prevale in essa la considerazione più dell'evento dedotto in contratto, scadenza o valore di mercato esposto in tutto o in parte alle fluttuazioni di mercato, che della prestazione e delle sue caratteristiche, e quindi della causa perseguita. In ogni caso, l'ampliamento dei confini della causa assicurativa, che volesse trarsi dalle fonti europee, deporrebbe ancora una volta in favore della logica del prodotto assicurativo a contenuto finanziario e delle costruzioni teoriche che ne sono alla base, non potendosi evidentemente intendere né come riconoscimento di una causa esclusivamente assicurativa, né, tantomeno, di una causa esclusivamente finanziaria.

Sotto altro profilo, e venendo (anche) alla disciplina di diritto interno, la compatibilità del prodotto finanziario-assicurativo con la causa assicurativa sembra trovare conferme dai limiti alla configurabilità di un prodotto finanziario, come vorrebbe, sotto altro versante, la tesi favorevole alla sua riconduzione a tutti gli effetti ad un contratto di investimento innominato ed alla conseguente disciplina del Tuf (ad es. con conseguente nullità per mancata stipulazione del c.d. contratto quadro)<sup>62</sup>, laddove si abbia riguardo ai connotati richiesti per individuare un'operazione di investimento. Sono ancora attuali, a tali fini, gli indici ricavabili dall'esperienza nordamericana, in particolare sulla base dell'*Howey test*, per l'individuazione di un *investment contract* – così come chi scrive ha argomentato a suo tempo proprio in ordine alla qualificazione dei prodotti assicurativi finanziari<sup>63</sup> – che sono stati decisivi per escludere, nell'ambito di un ultradecennale dibattito sul punto ancora lontano da una definitiva conclusione, la totale riconduzione alla sfera della *securities regulation* dei *variable annuity contracts* e della *variable life insurance*, laddove sia presente anche un rischio assicurativo: onde, non diversamente da quanto si è prospettato nel nostro ordinamento e si è discusso in queste pagine, l'applicazione congiunta della disciplina assicurativa<sup>64</sup>; e come, del resto, ci dimostrano i recen-

---

*tivo e finanziario*, in *Jus civile*, 2020, 6, 1595 ss., spec. 1631 ss., il quale partendo da questo assunto perviene, anche in considerazione degli ostacoli sul piano della disciplina, ad ammettere, pur sotto forma di un tipo contrattuale complesso, la ricorrenza di una combinazione di elementi propri della funzione previdenziale e di quella finanziaria.

<sup>62</sup> Risultato che a sua volta è destinato a trovare conferme, ma anche delimitazioni, a seguito della nota Cass, S.U., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Società*, 2020, 844, nt. M. COSTANZA, in tema di nullità selettiva e del diritto della parte protetta ad agire in ripetizione delle prestazioni eseguite sulla base di un contratto nullo: infatti, la soluzione di compromesso così configurata nei rapporti tra intermediari e clienti, laddove estesa ai contratti a contenuto finanziario stipulati dalle imprese di assicurazione – con conseguente invalidità a valle delle singole operazioni di investimento in quote di fondi (v. Trib. Ferrara, 27 giugno 2011, in *Assic.*, 2011, 761 ss.) – se per un verso costituirebbe ancora una volta espressione della prevalenza dell'impostazione della disciplina per attività, sotto altro aspetto, proprio in quanto destinata ad applicarsi ad intermediari con differenti regole organizzative e di vigilanza prudenziale, nonché con differenti esigenze di stabilità finanziaria, rischierebbe di essere molto delimitata laddove si volesse interpretare il criterio di buona fede, e quindi le logiche di equilibrio contrattuale, con specifico riferimento alle esigenze di funzionamento dell'impresa di assicurazione. Tuttavia, ai sensi della pur corposa normativa introdotta nel libro IX del reg. Intermediari della Consob (art. 135 ss.) per quanto concerne gli obblighi di informazione ed i doveri di condotta nella distribuzione di prodotti di investimento assicurativo, non emerge con chiarezza l'applicazione della sanzione della nullità per la mancata redazione del contratto per iscritto (diversamente, v. G. MARINO, *Il contratto di investimento*, cit., 1643).

<sup>63</sup> M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., 179 ss.

<sup>64</sup> Cfr., di recente, X. LI, *The Cross-Border Transplantation of Variable Universal Life Insurance: The Evolution and the Regulation Challenges*, in *Wash. Univ. Global Studies L. Rev.*, vol. 20, 2021, 347 ss.; G. COHEN, *SEC Proposes Summary Prospectus for Variable Insurance Products*, in *Rev. Sec. & Comm. Reg.*, 2019, 143 ss.

ti dibattiti scaturiti in ordine alla riconducibilità a tale categoria degli scambi aventi ad oggetto *crypto-assets*<sup>65</sup>.

È da ritenere, inoltre, che sulla corretta configurazione delle polizze *linked*, ed al fine di contenere il rischio di loro fuoriuscita dalla causa del contratto di assicurazione nonché di preservare l'adeguatezza del valore di tale investimento, un ruolo significativo potrà essere svolto dalle regole in tema di *product oversight and governance* introdotte dalla direttiva IDD, ed attuate nel nostro ordinamento dall'art. 30-*decies* cod. assic. e dal reg. Ivass n. 45/2020, con specifica attenzione indirizzata al mercato di riferimento del prodotto ed alle categorie di clienti ai quali esso è rivolto, nonché ai rischi che a costoro può arrecare ed alle garanzie da cui è assistito o da cui è escluso<sup>66</sup>.

E questo considerata, in specie, l'incidenza che, sulla conformazione dei contenuti delle polizze *linked*, si prestano a svolgere i risvolti organizzativi societari della *product governance*, evitando che si pervenga, come più volte sottolineato in queste pagine, ad una eccessiva tensione tra le due cause che animano i prodotti di investimento assicurativo: e ciò in specie con riferimento all'individuazione dei doveri degli organi sociali e delle funzioni aziendali di controllo dell'impresa di assicurazione, ed alle responsabilità che potrebbero scaturire in conseguenza di sanzioni sia civilistiche (es. nullità), sia pubblicistiche (ad opera dell'AGCM, per pratiche scorrette nei confronti del consumatore), a seguito del collocamento di prodotti di investimento assicurativo risultanti in violazione delle suddette regole<sup>67</sup>.

<sup>65</sup> Sull'esteso dibattito sul punto, che ha condotto la SEC a ritenere che le transazioni inerenti alle *crypto-asset securities* ed in specie le *ICO's* aventi ad oggetto le stesse, debbano essere sottoposte alla *securities law*, laddove siano riconducibili all'*Howey test* (v. *the DAO Exchange Act Release n. 81207* (July 25, 2017), salvo poi escludere spesso in concreto il rispetto di tale *test*, oppure ad estenderne i parametri qualificanti, tra i più recenti contributi, v. C.R. GOFORTH, *Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?*, in *Am. Bus. L. Jour.*, 2021, 643 ss. Sulle analoghe questioni in ambito UE, in attesa dell'approvazione della proposta di Regolamento sui mercati di *crypto-assets*, nel quadro del c.d. *Digital Finance Package*, v. ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-asset*, gennaio 2019; per una aggiornata trattazione, v. P. SZWADLER, *Consideration on the Construction of Future Financial Regulations in the Field of Initial Coin Offering*, in *EBOR*, 2021, 671 ss.; D.A. ZETZSCHE-F. ANNUNZIATA-D.W. ARNER-R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MICA) and the EU digital finance strategies*, in *Cap. Mark. L. Jour.*, 2021, 203 ss.

<sup>66</sup> Sul punto, v. M. SALERNO, *La tutela dell'investitore*, cit., 575 ss.; P. MARANO, *Le regole autarchiche sul controllo e governo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 217 ss.; nonché, in una prospettiva più ampia, S. DELL'ATTI-S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione*, Cedam, Padova, 2019. V. anche il recente *Supervisory Statement* dell'EIOPA "On assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance", del 30 novembre 2021.

Di particolare rilievo, sul piano della tutela dell'investitore e dunque della compatibilità con la causa assicurativa, sono le norme specificamente dettate dall'art. 6 reg., per i prodotti di investimento assicurativo, in cui si specifica che la corrispondenza alle caratteristiche ed agli obiettivi del mercato di riferimento dipende, tra l'altro, dalla «coerenza del profilo di rischio/rendimento del prodotto con il mercato di riferimento»; ed ancora, nell'art. 8, comma 3, con precisazione circa la valutazione dei risultati negativi che tali prodotti possono provocare sulla tutela degli assicurati, sul buon funzionamento e sulla stabilità dei mercati finanziari, nonché del mercato assicurativo; previsioni destinate a costituire un valido meccanismo di selezione dei prodotti, con riferimento in particolare alle finalità previdenziali insite nel mercato dell'assicurazione vita. V. le *guidelines* dell'EIOPA, *Eiopa's Approach to the Supervision of Product Oversight and Governance*, 2020.

<sup>67</sup> Su questi profili, v. C. CORVESE, *La disciplina del "governo e controllo" dei prodotti assicurativi ed i suoi riflessi sul governo societario di imprese di assicurazione e di prodotti intermediari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, II, 146 ss.; G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *Rivista ODC*, 2021, 797 ss.; in termini generali, P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo: profili generali*, in *Assic.*, 2013, 194 ss. V. anche *retro*, nt. 31.

# POLIZZE ASSICURATIVE PARAMETRICHE (O INDEX-BASED) E PRINCIPIO INDENNITARIO

di Renato Santagata

SOMMARIO: 1. Le polizze assicurative parametriche nella tipologia della realtà. – 2. Individuazione dell’interesse assicurato nelle polizze parametriche e loro distinzione dagli strumenti finanziari derivati. Piano della successiva indagine. – 3. Polizze parametriche e principio indennitario: effetti controversi della polizza stimata e rilievo della natura delle cose assicurate e dei rischi coperti con le polizze parametriche. Spunti dalle assicurazioni marittime. – 4. I criteri di configurazione delle polizze parametriche: determinazione dell’indice e perizia contrattuale “preventiva”. – 5. Imparzialità, indipendenza ed impermeabilità del c.d. “oracolo”: distinzione tra *devices* ed enti responsabili della diffusione di informazioni ufficiali. – 6. Polizze parametriche e nuove funzioni della trasparenza assicurativa. – 7. Oneri di governo e controllo dei prodotti assicurativi (c.d. *product oversight governance*) e tecniche di personalizzazione delle coperture assicurative parametriche. – 8. Il costante monitoraggio del prodotto assicurativo parametrico ed il ruolo dell’Autorità di vigilanza. – 9. Polizze assicurative parametriche, obbligo (di avviso e) di salvataggio. – 10. La sostenibilità dei rischi coperti dalle polizze parametriche mediante la tecnica della cartolarizzazione. L’esperienza dei *cat bonds* e le prospettive future.

1. *Le polizze assicurative parametriche nella tipologia della realtà.* – La recente emergenza sanitaria da COVID-19 e le frequenti e diffuse calamità naturali provocate dai cambiamenti climatici hanno stimolato il dibattito sulle strategie future di contenimento dei rischi catastrofali mediante contratti di assicurazione. Un loro crescente utilizzo a questi fini consentirebbe di sgravare i bilanci statali (almeno parzialmente) da indennizzi periodicamente disposti *ex lege*, “mutualizzando” così gli effetti economici negativi di siffatti fenomeni estremi.

Fra le tecniche all’uopo prospettate spicca la stipulazione di cc.dd. *polizze assicurative parametriche* (o *index-based*)<sup>1</sup>, nate proprio dall’esigenza di limitare l’impatto de-

---

<sup>1</sup> Per una prima indicazione di tali potenzialità delle assicurazioni parametriche (o *index-based insurances*) per la copertura delle perdite causate dall’emergenza sanitaria, cfr. K. VAN HULLE, *Pandemics and insurability*, paper del 25.5.2020 (reperibile all’indirizzo [bipar.eu/.../pandemics-and-insurability-karel-van-hulle-en](http://bipar.eu/.../pandemics-and-insurability-karel-van-hulle-en)), p. 3 s. e R.H. JERRY II, *Reflections on COVID-19, Insurance, Business Interruption, Systemic Risk, and the Future*, paper del 16.12.2020, in *Univ. Missouri School of Law Scholarship Repository*, 6/2020 (reperibile all’indirizzo [scholarship.law.missouri.edu/facpubs/986](http://scholarship.law.missouri.edu/facpubs/986)), spec. 28.

Il tema della compatibilità delle polizze parametriche con il principio indennitario non risulta sinora approfondito nella letteratura giuridica internazionale (cfr., per una mera segnalazione del problema, M. SIRI, *L’assicurazione e i rischi pandemici*, in *AGE*, 2020, 675; adde R. SIMÕES, *Index Insurance: 2020 Status and Regulatory Challenges*, Eschborn, 2021, 5; nonché A. STEVIGNON, *Les assureurs face au changement climatique. Éclairages internationaux*, in *RDIA*, 3/2020, 80 e S. LANDINI, *Assicurazione del rischio in agricoltura*, in *Dir. agr.*, 2021, 546, i quali si pronunciano in senso affermativo, senza però fornire argomentazione).

gli eventi metereologici avversi sull'economia di Paesi in via di sviluppo, le cui risorse finanziarie non sono sufficientemente capienti per una sistematica e generalizzata erogazione di indennizzi alle attività produttive danneggiate dalle catastrofi naturali<sup>2</sup>.

Trattasi di prodotti non ignoti ai legislatori europeo (art. 37, reg. UE n. 1305/2013 del 17 dicembre 2013)<sup>3</sup> ed italiano (art. 2-*bis*, d.lgs. 29 marzo 2004, n. 102, introdotto dal d.lgs. 26 marzo 2018, n. 32), che già da tempo hanno esplicitamente contemplato – fra gli interventi a sostegno del settore agricolo – polizze parametriche a copertura della perdita di produzione assicurata per danni di quantità e qualità a seguito di un andamento climatico avverso, di eventi di portata catastrofica, determinati anche in base ad indici biologici o meteorologici<sup>4</sup>.

Tali polizze agevolano la quantificazione del danno al raccolto provocato da condizioni climatiche anomale (caldo o freddo o precipitazioni eccedenti per un certo numero di gradi o millimetri le medie stagionali, improvvise forti grandinate<sup>5</sup> o prolungate

Più in generale, sulle problematiche inerenti l'assicurabilità del rischio pandemico (sulle quali si tornerà, in sintesi, *infra* al § 10), OECD, *Responding to the COVID-19 and pandemic protection gap in insurance, paper* (updated 16.3.2021) disponibile presso il sito [oecd.org/coronavirus](http://oecd.org/coronavirus); v. anche P. CORRIAS, *La gestione dei rischi pandemici nei contratti assicurativi*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, 1390 ss. (a p. 1399) ed in *Emergenza Covid-19 e questioni di diritto civile*, a cura di E. LUCCHINI GUASTALLA, Torino, 2020, 91 ss. (spec. 101 ss., ove si sofferma sulle cc.dd. riserve di perequazione previste dall'art. 37, 7° comma, cod. ass., quale strumento tecnico idoneo a ridurre nel tempo l'impatto finanziario dei rischi catastrofici) e S. LANDINI, *Pandemia e autonomia privata: sopravvenienza o rischio da gestire. Piani aziendali, contratti di assicurazione, pandemic bond*, in *Giustiziacivile.com. Emergenza Covid-19. Speciale n. 3*, 41 ss. (la quale affronta il tema dell'applicabilità dell'art. 1912 c.c. all'epidemia e sul contenuto di un «patto contrario» che vincoli l'assicuratore al risarcimento dei danni conseguenti).

<sup>2</sup> Cfr. in proposito, per il momento, J.B. HORTON, *Parametric Insurance an Alternative to Liability for Compensating Climate Harms*, in *CCLR*, 4/2018, 289; H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts and Environmental Conservation: How a Tech-Based Insurance Policy Could Pave the Way for Economically Viable Conservation Efforts*, in *North Carolina Journ. Law & Tech.*, vol. 20 (2018), 75 ss.

<sup>3</sup> Tale regolamento (poi modificato dal reg. UE 2017/2393 del 13 dicembre 2017) è stato emanato nel quadro delle misure di gestione del rischio della nuova Politica Agricola Comune 2014-2020 (ove, al § 17.1 "Assicurazione del raccolto, degli animali e delle piante" si prevede che, per la misurazione della perdita registrata possono essere utilizzati indici biologici e metereologici). Questa previsione ha ispirato il primo tentativo di inquadramento delle polizze parametriche compiuto da ISMEA, *Rapporto sulla gestione del rischio in Italia. Stato dell'arte e scenari evolutivi per la stabilizzazione dei redditi in agricoltura*, Roma, 2018, 138 ss.; v. anche, nell'ambito di un'indagine sulle sinergie tra accesso al credito e coperture assicurative in agricoltura, l'accenno di S. LANDINI, *Credito e garanzie in agricoltura nell'unitarietà del diritto assicurativo, bancario e del mercato finanziario*, Napoli, 2018, 20 ss. e 178 ss.; per l'esperienza francese, C. TETARD, *Origine et développement de l'assurance indicielle au service de notre agriculture*, in *Risques*, 2/2017, 46 ss.; T. TOUFFUT, *Changement climatique et gestion des risques: vers une approche paramétrique de l'assurance?*, *ivi*, 109/2017, 35 ss.

<sup>4</sup> Questi prodotti assicurativi – insieme alle polizze ricavo a copertura della perdita di ricavo della produzione assicurata, intesa come combinazione tra la variazione della resa a causa di calamità naturali o altri eventi eccezionali e la variazione del prezzo di mercato – sono annoverate tra le «*polizze assicurative sperimentali*» (art. 2-*bis*), che possono avvalersi della copertura del Fondo per la riassicurazione dei rischi istituito presso Ismea (di cui all'art. 127, 3° comma, l. 23 dicembre 2000, n. 388).

Tali previsioni sono state ispirate da esperienze maturate all'estero, fra le quali il noto Fondo assicurativo caraibico per le calamità naturali [*Caribbean Catastrophe Risk Insurance – CCRIF*, su cui si soffermano, nella letteratura nordamericana, L. BROOKS, *The Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility: Parametric Insurance Payouts Without Proper Parameters*, in *Arizona Journ. Environ. L. & Pol'y*, vol. 2 (2012), 135 ss.; H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 88 ss. e, da noi, A. MONTI, *Il danno catastrofale*, Pavia, 2012, 85 s.] e l'Iniziativa di valutazione del rischio e di finanziamento per le calamità nel Pacifico (*Pacific Catastrophe Risk Assessment and Financing initiative – PCRAFI*).

<sup>5</sup> In passato, in relazione alla copertura dei danni provocati da eventi siffatti, è stato frequente il ricorso

siccità oltre un dato numero di giorni, ecc.), divenute più frequenti e distruttive per effetto del noto fenomeno del riscaldamento globale del nostro pianeta; rendono possibile l'automatica erogazione del risarcimento dell'impatto negativo sulla resa in base ad un mero principio di prova del danno sofferto dall'agricoltore e dell'accertato discostamento delle condizioni climatiche da *prestabiliti indici* meteorologici (sovente combinati ad indici biologici), elaborati su medie storiche di dati scientifici provenienti da stazioni a terra o da rilevazioni satellitari e, così, posti in stretta correlazione con la perdita effettivamente subita, non oggetto di analisi peritali preventive alla liquidazione del sinistro.

Le polizze parametriche si prestano ad essere utilizzate non soltanto in altri comparti produttivi (quali trasporti, turismo<sup>6</sup>, edilizia, energie rinnovabili<sup>7</sup>, ecc.) pure caratterizzati da una stretta interdipendenza tra risultati dell'attività d'impresa e condizioni meteorologiche, ma anche – per tornare all'odierna contingenza – per la copertura dei danni da lucro cessante conseguenti ad interruzioni o sospensioni dell'attività produttiva provocate da eventi catastrofali (pandemie, terremoti, alluvioni, ecc.) o, comunque, di più ridotta portata (e si pensi ad un guasto ai sistemi informatici conseguente ad un *cyber-attack*), il cui impatto negativo possa essere misurato in base ad *indici esogeni oggettivi*. Esse rendono più agevolmente sostenibile la copertura di tutti i rischi anomali, ridimensionando almeno il margine di incertezza sulla quantificazione dei risarcimenti di danni conseguenti ad eventi che presentano serie difficoltà (se non oggettive impossibilità) di puntuale analisi e diversificazione dei rischi<sup>8</sup>.

L'assicuratore beneficia così del risparmio degli oneri amministrativi delle tradizionali procedure di valutazione del sinistro occorso, oltreché del prevedibile contenimento di richieste fraudolente e di controversie sull'entità della copertura e dell'indennizzo<sup>9</sup>. I minori costi amministrativi per l'assicuratore si riflettono, per l'assicurato, in

---

all'assicurazione del c.d. profitto sperato che pure ha sollevato problemi di compatibilità con il principio indennitario: e cfr., per tutti, A. GAMBINO, *Le assicurazioni del profitto sperato o della perdita del beneficiario: valore a nuovo, valore forfettario e il principio indennitario*, in *Assicurazioni*, 1966, 72 s.

<sup>6</sup> In questo campo, peraltro, non è da escludere che le polizze assicurative parametriche possano costituire anche uno strumento di tutela del consumatore-turista, ove congegnate in guisa da consentirgli di ottenere un indennizzo per la mancata fruizione di una vacanza a causa di avverse condizioni meteorologiche. Si poneva il problema della copertura di un simile pregiudizio, nella letteratura tedesca, già R. GÄRTNER, *Das Bereicherungsverbot. Eine Grundfrage des Versicherungsrechts*, Berlin, 1979, 71 ss., nell'ambito di una concezione (a quel tempo affatto prevalente nella dottrina germanica) della vacanza come bene giuridico e del suo mancato godimento come danno patrimoniale patito dal turista.

<sup>7</sup> Cfr. IVASS, *Glossario allegato al Bollettino Statistico L'attività assicurativa nel comparto property e nel ramo r.c. generale (2013-2018) verde sull'assicurazione contro le calamità naturali e antropogeniche*, Strasburgo (16.4.2013), marzo 2020, 19.

<sup>8</sup> È noto che la particolare onerosità dell'assicurazione dei rischi catastrofali o estremi è insita nelle difficoltà di analisi statistico-attuariale che la loro copertura prospetta: il carattere di eccezionalità di questi eventi comporta simultaneità e concentrazione spazio-temporale delle richieste di indennizzo, ostacolando sia la normale distribuzione delle probabilità in base alla c.d. legge dei grandi numeri, sia la diversificazione del rischio nel portafoglio dell'assicuratore [cfr., ad es., A. MONTI, *Il danno catastrofale*, cit., 28 s.; nonché (N. VARDI-)V. ZENO-ZENCOVICH, *L'assicurabilità dei rischi da catastrofe*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 338 s.]. Ed è quasi superfluo sottolineare che i principi di sana e prudente gestione delle imprese assicurative sottesi alla normativa europea c.d. *Solvency II* impongono invece una chiara identificazione e misurazione dei rischi oggetto di copertura.

<sup>9</sup> Contenziosi che, per giunta, diverrebbero di più agevole rimessione agli strumenti alternativi alla giustizia ordinaria, quali l'istituendo Arbitro per le controversie assicurative (art. 187-ter cod. ass.) e, di riflesso, di più rapida ed economica soluzione.



una riduzione dei premi, con conseguente sostenibilità della copertura anche per le cc.dd. micro-imprese; né è da trascurare, proprio nell'ottica del contenzioso testé evocata, il duplice vantaggio di una maggiore celerità e trasparenza nell'erogazione dei rimborsi e delle relative procedure, nonché dell'oggettivazione dell'operatività della copertura, così sottratta alla discrezionalità degli assicuratori che sovente, sfruttando l'ambiguità della formulazione delle clausole contrattuali, profitano opportunisticamente dell'asimmetria informativa con la controparte debole<sup>10</sup>.

Acquisiti gli innegabili vantaggi delle polizze assicurative parametriche, s'intende in questa sede esplorarne i margini di compatibilità con il *principio indennitario*, che tuttora pervade – com'è noto – la disciplina dell'assicurazione contro i danni (artt. 1904 ss. c.c.)<sup>11</sup>.

2. *Individuazione dell'interesse assicurato nelle polizze parametriche e loro distinzione dagli strumenti finanziari derivati. Piano della successiva indagine.* – Risulta pregiudiziale l'individuazione di affidabili criteri distintivi tra polizze assicurative parametriche e prodotti affini, quali gli strumenti finanziari derivati cc.dd. metereologici (*weather derivatives*), contigua tecnica di copertura e diversificazione dei rischi connessi ad eventi climatici avversi. Rende opportuno il confronto tra i due prodotti la loro condivisione della finalità empirica del sottoscrittore di ottenere un pagamento di una somma di danaro quantificata in relazione allo scostamento di valori correlati ad un dato evento (ad es.: grandine, neve, vento, siccità, ecc.) da un *indice esogeno* preventivamente assunto a parametro di riferimento.

Ed appunto in questa chiave può cogliersi l'importanza del requisito essenziale per inquadrare un certo negozio nell'ambito delle assicurazioni danni: l'esistenza, «nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio», di un *interesse dell'assicurato* al risarcimento del danno, in assenza del quale il contratto è affetto da nullità (artt. 1882 e 1904 c.c.). Da ciò si deduce che, con la stipula del contratto di assicurazione, l'assicurato intende non già ottenere un guadagno, bensì evitare di subire un danno stante il suo interesse al non verificarsi del sinistro<sup>12</sup>.

Questa funzione indennitaria è, per converso, normalmente estranea agli strumenti finanziari derivati<sup>13</sup>, la cui sottoscrizione non presuppone affatto l'originaria

<sup>10</sup> Per la sottolineatura di questi vantaggi v. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde sull'assicurazione contro le calamità naturali e antropogeniche*, Strasburgo (16.4.2013), COM(2013) 213 final, 11; D. CERINI, *Green Insurance e cambiamenti climatici*, in *Assicurazioni e appalti; etica, legalità, responsabilità*, Torino, 2016, 166; e, soprattutto, INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS (IAIS), *Issues Paper on Index Based Insurances, particularly in Inclusive Insurance Markets*, June 2018, 5; nonché, nella letteratura giuridica statunitense, J.M. VAN NOSTRAND-J.O. NEVIUS, *Parametric Insurance: Using Objective Measures to address the Impacts of Natural Disasters and Climate Change*, in *Environmental Claims Journ.*, vol. 23 (2011), 230 s.; A. COHN-T. WEST-C. PARKER, *Smart After All: Blockchain, Smart Contracts, Parametric Insurance and Smart Energy Grids*, in *Georgetown Law Tech. Rev.*, vol. 273 (2017), 293 s.

<sup>11</sup> Il principio indennitario è stato efficacemente ritenuto, da uno dei più accreditati specialisti della materia (G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, Padova, 1967, 88), «formula riassuntiva della causa del negozio, ossia della funzione di risarcimento dell'assicurazione danni».

<sup>12</sup> Com'è noto, autorevole dottrina (L. BUTTARO, *L'interesse nell'assicurazione*, Milano, 1954, 201 ss. ed, in sintesi, ID., voce *Assicurazione (contratto di)*, in *Enc. del dir.*, vol. III, Milano, 1958, 467) ha anzi ravvisato, sotto questo profilo, la sussistenza di una comunione di interessi tra assicurato ed assicuratore, condividendo entrambe le parti l'interesse, rispettivamente, a non ricevere ed a non pagare l'indennità.

<sup>13</sup> Pur potendosi legittimamente discutere se la funzione di copertura dei rischi possa perseguirsi soltan-

esposizione agli effetti dannosi di un determinato evento.

È perciò determinante la diversa funzione economico-sociale dei due negozi.

In prima approssimazione, la causa del contratto di assicurazione contro i danni, proprio in virtù dell'inderogabile precetto dell'art. 1904 c.c., è stata identificata nel *trasferimento del rischio* dall'assicurato alla compagnia assicurativa e così distinta dalla mera *assunzione del rischio* di scostamento di un certo valore correlato ad un evento dall'indice predefinito, invece tipica delle negoziazioni in strumenti finanziari derivati<sup>14</sup>.

Epperò, un criterio discretivo esclusivamente basato su atecnici riferimenti al *trasferimento* ed all'*assunzione* del rischio risulta scarsamente affidabile, attesa la cennata ricorrenza di una vicenda di trasferimento del rischio anche in taluni derivati finanziari.

Pare preferibile, piuttosto, valorizzare tanto il diverso ruolo assunto, nelle due operazioni, dall'evento<sup>15</sup> e dallo scostamento del valore ad esso connesso, quanto la distinta natura dell'indice predefinito.

Di tal ché, nell'assicurazione parametrica, il diritto dell'assicurato all'indennità resta comunque fondato sull'*imprescindibile correlazione tra evento dedotto nella polizza e danno effettivamente patito dal contraente*: vige pur sempre, infatti, la regola fondamentale per cui il diritto alla prestazione assicurativa non deve generare l'interesse dell'assicurato all'accadimento del sinistro. Onde, la variazione del valore assegnato alle conseguenze dell'evento (ad es., pioggia caduta oltre una certa misura in un dato numero consecutivo di giorni) dall'indice prefissato può esclusivamente valere ad agevolare la quantificazione del *risarcimento di un danno effettivamente patito dal singolo assicurato*. Ciò implica, all'evidenza, la scelta di modalità di determinazione dell'indice e di rilevazione della portata dell'evento dannoso oggetto di copertura inidonee a sovvertire il comune interesse delle parti al non verificarsi di quest'ultimo: interesse che chiaramente cesserebbe qualora il sinistro potesse rappresentare un'occasione di lucro per l'assicurato. Se, inverò, costui potesse conseguire un arricchimento, il con-

---

to attraverso il contratto tipico di assicurazione o anche mediante il ricorso a modelli atipici, fra i quali i contratti derivati finanziari; e, ove si opti per l'affermativa, se a quest'ultimi debbano in tal caso applicarsi le regole generali correlate al principio indennitario (solleva il problema C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 145 ss.; il tema dell'utilizzo di derivati finanziari per scopi assicurativi era stato già esplorato, nella letteratura americana, da M.T. HENDERSON, *Credit Derivates Are Not Insurance*, disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract-1440945](http://ssrn.com/abstract-1440945), spec. 26 ss., sottolineando la qualificante assenza di scopi speculativi nell'assicurazione).

<sup>14</sup> Così, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*<sup>2</sup>, Milano, 2011, 589 (e già ID., *I weather derivatives*, in *Dir. comm. int.*, 2001, 242), sostanzialmente ripreso da G. BELLI, *Le operazioni su weather derivatives tra finalità di copertura e speculazione*, in *Contr. e impr.*, 2012, 1230 s. Nella dottrina tedesca, U. TRAFKOWSKI, *Kreditderivate und Versicherungsderivate als Risikotransferverträge*, Berlin, 2008, 62 e *passim*, caratterizza l'operazione assicurativa per la funzione di trasferimento del rischio attraverso il mercato ed i derivati finanziari per la trasformazione dei rischi mediante intermediazione finanziaria.

<sup>15</sup> Per taluni spunti, pur riferiti alla distinzione tra fenomeno assicurativo in generale e derivati finanziari, C. ANGELICI, *Alla ricerca*, cit., 50 ss., spec. pp. 51, nt. 91, 54 s., testo e ntt. 4 e 6, 66 ss. e 178 s., per il quale quest'ultimi si distinguono dall'assicurazione in virtù della centralità che, soltanto nei derivati, assume la variazione di un valore correlato ad un certo evento; là dove invece, nell'assicurazione, rilievo essenziale assume piuttosto il rischio inerente alla cosa o al patrimonio dell'assicurato, sicché il valore assegnato all'evento risulta esclusivamente funzionale alla determinazione della prestazione dovuta dall'assicuratore. Sembra invece prediligere una prospettiva, qui non condivisa, volta ad avvicinare assicurazioni parametriche (*index-based*) e derivati finanziari S. LANDINI, *Credito e garanzie*, cit., 180 ss., traendo argomento proprio dai derivati climatici (la stessa A. pare però ora correggere il tiro in *Assicurazione del rischio*, cit., spec. 546).

tratto in questione non risulterebbe sussumibile nello schema causale tipico dell'assicurazione, dovendo invece assimilarsi al giuoco ed alla scommessa (art. 1933)<sup>16</sup>.

Sembra poi inevitabile una tendenziale *personalizzazione della copertura assicurativa parametrica*, nel senso che le clausole della polizza devono riflettere gli specifici caratteri del rischio assicurato nel singolo caso. La mitigazione del rischio di divergenza tra importo forfettariamente liquidato e danno concretamente patito (*c.d. basis risk*) impone, ad esempio, che polizze parametriche a copertura della perdita di produzione agricola siano rigorosamente adattate alle singole microaree climatiche di localizzazione dei terreni rurali ed alle relative distanze dalla stazione di rilevazione meteorologica deputata ad elaborare i dati ai quali vengono ancorati gli indici di riferimento. Sotto questo profilo giova puntualizzare che tali indici, non essendo agganciati a forme di investimento, assumono nelle polizze parametriche, comunque afferenti ai rami danni e non vita, una funzione puramente *tecnica* di accertamento del raggiungimento della soglia durante il periodo di copertura e, per l'effetto, di ausilio alla liquidazione forfettaria degli indennizzi, collocando perciò tali prodotti fuori dall'ambito di applicazione dell'art. 41 cod. ass.<sup>17</sup>.

Diversamente, il rischio delle variazioni di valore prodotte dagli eventi contemplati nei contratti derivati climatici (e di loro possibili scostamenti dagli indici prestabiliti) prescinde da una funzione di rimborso di un danno e, a monte, dalla stessa sussistenza di un *interesse all'assicurazione* (art. 1904 c.c.) e risulta perciò compatibile anche con operazioni animate da finalità di pura speculazione<sup>18</sup>. Oggetto di questi contratti diffe-

<sup>16</sup> Discorre, al proposito, di «degenerazione» funzionale dell'assicurazione G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, diretto da A. CICU-F. MESSINEO, vol. XXXVI, t. 1, Milano, 1973, 76; v. anche A. LA TORRE, *Riflessioni sulla «polizza stimata»*, (già in *Assicurazioni*, 1975, I, 379 ss. ed ora) in *Scritti di diritto assicurativo*, Milano, 1979, 61 ss., spec. 63 (da cui si cita).

È interessante notare come il diritto assicurativo tedesco (§ 80, *Abs. 3*, VVG) prescriva esplicitamente che, «se il contraente ha assicurato un interesse inesistente con l'intenzione di ottenere un vantaggio finanziario illecito, il contratto è nullo; l'assicuratore ha diritto al premio fino al momento in cui viene a conoscenza delle circostanze che hanno determinato l'invalidità».

<sup>17</sup> Proprio la circostanza che le polizze assicurative parametriche siano sganciate da qualsiasi forma di investimento vale a distinguerle dalle polizze *index-linked* (per la cui aggiornata ricognizione v., ora, P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. dir. civ. e comm. Cicu-Messineo*, già diretto da L. MENGONI-P. SCHLESINGER e continuato da V. ROPPO-F. ANELLI, Milano, 2021, 24 ss. e 92 ss., ove ogni rif.) di cui all'art. 41 cod. ass. Del resto, l'obbligo – sancito dal primo cpv. della norma ora citata – di rappresentare le riserve tecniche relative a tali *contratti assicurativi vita index-linked* «con la massima approssimazione possibile dalle quote» di un organismo di investimento collettivo del risparmio (oppure al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione) trova ragione appunto nell'esigenza di garantire che, in questi casi, l'attività assicurativa sia svolta nel rispetto dei principi del mercato finanziario, tenendo conto dei rischi tipici connessi alle sue caratteristiche (aleatorietà, ciclicità, ecc.: e cfr., V. LEMMA, *Commento all'art. 41*, in *Il codice delle assicurazioni private. Commentario*, diretto da F. CAPRIGLIONE con la collaborazione di G. ALPA-A. ANTONUCCI, vol. I, t. 1, Padova, 2007, 350 ss.). Tale obbligo risulterebbe dunque privo di senso ove l'indice rivesta la funzione meramente tecnica indicata nel testo (e non già una natura spiccatamente finanziaria), tratto qualificante dei prodotti afferenti l'*assicurazione danni* oggetto del presente studio. Né varrebbe argomentare in senso contrario dall'inciso «ad un altro valore di riferimento diverso da quelli di cui al comma 1», poiché il nesso presupposto dall'art. 41, 2° comma, cod. ass. resta pur sempre quello instaurato tra polizza e strumento finanziario ovvero altro prodotto di natura finanziaria.

<sup>18</sup> Per C. ANGELICI, *Alla ricerca*, cit., 66 ss. e 178 s. e spec. 113 s., è anzi tale finalità speculativa immediatamente presente nei derivati, là dove la copertura del rischio di un certo evento può essere, in essi, «soltanto eventuale e può essere riconosciuta solo considerando dati esterni all'operazione medesima»; cfr. anche l'esperienza sudafricana (riferita da S. KONSTA, *Parametric Insurance: closing the protection gap*.

renziali è dunque la diversificazione e la connessione del rischio all'andamento di specifici mercati (agricolo, turistico, energia, trasporti), regolamentati o non: con l'effetto di una loro naturale standardizzazione, resa inevitabile anche dal carattere spiccatamente finanziario dell'indice assunto a parametro di misurazione della redditività degli investimenti.

Già questo sintetico raffronto vale a spiegare la ragione per cui le polizze assicurative parametriche (al pari di ogni prodotto assicurativo non vita elencato dall'allegato I della direttiva 2009/138/CE) non possano ricomprendersi né tra i prodotti di investimento assicurativo (di cui all'art. 1, lett. *w-bis.3*, n. 1, Tuf), né tra gli strumenti finanziari (art. 1, lett. *u*, Tuf) emessi da imprese di assicurazione, nel cui elenco sono invece esplicitamente annoverati gli «altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche» (cfr. All. I al Tuf, sez. C, n. 10).

L'inderogabile funzione indennitaria dell'assicurazione contro i danni – ispiratrice della sua disciplina positiva (cfr. gli artt. 1882, 1904, 1905, 1907, 1908, 1° comma, 1909 e 1910, c.c.) e rispondente ad un principio di ordine pubblico atto a scongiurare deviazioni dell'assicurazione nel diverso schema del giuoco e della scommessa – comporta soprattutto che gli assicurati restano astretti dall'onere di provare il fatto dannoso personalmente sofferto; le compagnie assicurative, dal loro canto, sono impossibilitate ad eseguire automatiche liquidazioni di indennizzi al verificarsi di eventi solo *astrattamente* pregiudizievoli. Trattasi, invero, di condizione necessaria ad escludere la stipula di un'assicurazione parametrica a fini speculativi; onde, è solo previa dimostrazione di un danno *in concreto* patito dall'assicurato che tale polizza può offrire il vantaggio di una celere liquidazione forfettaria dell'indennizzo<sup>19</sup>, anticipatamente quantificato dall'assicuratore in base al margine di discostamento del valore rilevato dall'indice predefinito.

Le polizze parametriche permettono di prescindere, allora, soltanto da *puntuali ed analitiche analisi e verifiche* volte alla quantificazione dei danni patiti dai sottoscrittore<sup>20</sup> al momento del sinistro, per le quali la stessa natura catastrofale degli eventi in esse dedotti richiederebbe lunghe e dispendiose procedure di liquidazione dei sinistri, dagli esiti oltremodo incerti ed opinabili. Ciò dipende dall'estrema difficoltà di determi-

---

*Legal consideration, paper* del 21 aprile 2018, reperibile all'indirizzo [clydeco.com](http://clydeco.com)) per la quale l'assenza di un interesse assicurabile basta a rendere la polizza uno strumento finanziario derivato.

<sup>19</sup> Ed appunto l'includibile onere della prova di aver subito un danno conseguente all'evento contemplato nella polizza, incombente sull'assicurato (ravvisato pure, nel Regno Unito, dalle *UK Law Commissions*, secondo quanto riportato da S. KONSTA, *Parametric Insurance*, cit.), impedisce, a mio parere, di inquadrare siffatta liquidazione forfettaria dell'indennizzo in una fattispecie di *valutazione convenzionale forfettaria dell'interesse assicurato*, la cui ammissibilità è stata esclusa da A. LA TORRE, *Funzione e limiti di efficacia della «polizza stimata»*, (già in *Assicurazioni*, 1957, II, 3 ss. ed ora) in *Scritti di diritto assicurativo*, cit., 18 (da cui si cita). Ma sul punto v., *ultra*, le riflessioni al successivo §.

Va però segnalato che, grazie all'evoluzione tecnologica, l'assolvimento di tale onere probatorio può risultare notevolmente semplificato qualora la polizza parametrica si avvalga di rilevazioni satellitari idonee a fornire all'assicuratore dati idonei ad un'immediata determinazione del danno patito dal bene assicurato in relazione agli indici prestabiliti dal modello matematico adoperato. È quanto accade nelle polizze parametriche per i rischi agricoli configurate dal gruppo Generali.

<sup>20</sup> Riterrei quindi equivoco quanto osserva, a proposito dell'*Insurable Interest* nelle polizze parametriche, l'INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS (IAIS), *Issues Paper*, cit., 15, ove si individua «The key difference between index based insurance and indemnity insurance» in ciò che, nella prima, «the insurable interest requirement is not checked at the point of claim», pur avvertendosi poi che «This is not to say there is no insurable interest – just that it is not validated at the point of claim».

nare il rischio di questi eventi in base alle tradizionali tecniche statistico-attuariali, la cui applicazione è impedita appunto dalla loro cadenza sporadica ed irregolare: discontinuità che spiega anche perché l'art. 1912 c.c. escluda, «salvo patto contrario», l'obbligo dell'assicuratore di indennizzare danni determinati da una serie di eventi eccezionali, catastrofici per gravità e diffusione di effetti distruttivi<sup>21</sup>.

Tuttavia, proprio la testuale derogabilità della norma testé citata stimola prima l'esplorazione della fisionomia di polizze che, grazie all'avvento delle nuove tecnologie, consentono l'assicurabilità dei divisati eventi, normalmente esclusi dalla copertura per la loro imprevedibilità; e poi la verifica di compatibilità delle peculiari modalità di liquidazione dei sinistri, connaturali a questi prodotti innovativi, con la regola declinata dall'art. 1908, 1° comma, c.c., diffusamente reputata «espressione del principio indenitario» e tradizionalmente letta nel senso che «la cosa deve essere valutata con riferimento al momento in cui si verifica il sinistro»<sup>22</sup>.

3. *Polizze parametriche e principio indenitario: effetti controversi della polizza stimata e rilievo della natura delle cose assicurate e dei rischi coperti con le polizze parametriche. Spunti dalle assicurazioni marittime.* – L'indicato percorso d'indagine non può ignorare il (e non muovere dal) risalente dibattito sugli effetti sostanziali o meramente processuali della c.d. polizza stimata, contemplata dall'art. 1908, 2° comma, c.c., che espressamente consente di stabilire il valore delle cose assicurate «al tempo della conclusione del contratto, mediante stima accettata per iscritto dalle parti». Non v'è ragione, del resto, di reputare la polizza parametrica estranea alla norma testé citata, ben potendosi intendere per «stima» non soltanto una clausola che stabilisca preventivamente il valore assicurabile in vista della liquidazione dell'indennità<sup>23</sup>, ma pure una previsione convenzionale che ne consenta la determinabilità *per relationem* con indicazione di inequivoci criteri fondati su prestabiliti indici quantitativi.

Senonché, le surriferite prime esperienze applicative (§ 1) attestano che l'odierna finalità della stipula di polizze parametriche risieda appunto nel conseguimento di un effetto sostanziale e, più precisamente, di una *definitiva* e *vincolante* determinazione del valore assicurato calcolato in base a prefissati criteri convenzionali, in guisa da garantire alle parti massima semplificazione e rapidità delle operazioni di liquidazione dei sinistri e, di riflesso, scongiurare qualsiasi ulteriore indagine al momento del loro verificarsi. Se così non fosse, la ricordata funzione deflattiva e di prevenzione delle liti (o, comunque, di loro agevole e rapida definizione da parte degli organismi alternativi alla

---

<sup>21</sup> Come è noto, la norma menziona espressamente «movimenti tellurici», «guerra», «insurrezione» e «tumulti popolari» e si discute se la loro elencazione sia tassativa o esemplificativa. Per i termini del relativo dibattito e gli opportuni richiami, E. INCHINGOLO, *Assicurazioni dei rischi catastrofali*, I, *Le assicurazioni delle calamità naturali*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, a cura di P. CENDON, vol. I, Torino, 2004, 289 ss.; F. MOLITERNI, *Commento all'art. 1912*, in *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, a cura di G. VOLPE PUTZOLU, Padova, 2010, 90; da ultimo e con specifico riguardo al rischio pandemia, N. DE LUCA, *Covid-19, Rischio sanitario e assicurazioni*, in *Danno e resp.*, 2020, 337 s. (ed anche in *Oltre la pandemia*, a cura di G. PALMIERI, vol. II, Napoli, 2020, 1791 ss.); S. LANDINI, *Rischio pandemia e governance*, in *Assicurazioni*, 2020, 79 ss.

<sup>22</sup> Le citazioni sono tratte da G. SCALFI, *I contratti di assicurazione. L'assicurazione danni*, Torino, 1991, 203.

<sup>23</sup> Così, per tutti, G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 16.

giustizia ordinaria) delle polizze parametriche risulterebbe frustrata, privandole di effettiva utilità.

Com'è noto, una siffatta vincolatività della previsione contrattuale risulta però controversa.

Significativamente rappresentata in dottrina è, tuttora, l'impostazione volta a subordinare la compatibilità della polizza stimata con il principio indennitario alla sola condizione che l'assicuratore non sia definitivamente vincolato dalla preventiva stima, restandogli impregiudicata la facoltà di dimostrare che il valore della cosa sia, al momento del sinistro, inferiore all'importo indicato nella clausola accettata per iscritto dalle parti. In quest'ottica, l'effetto della stipula di una polizza stimata risulterebbe meramente processuale, consistendo nell'inversione dell'onere della prova circa il valore della cosa al tempo del sinistro<sup>24</sup>.

Non occorre forse ripercorrere qui i risalenti<sup>25</sup> e noti argomenti spesi a sostegno di questa lettura, né le diffuse critiche che la stessa ha destato, imperniate – oltreché sulle risapute esigenze della prassi, evidentemente disattese da una rilevanza meramente processuale della stima – sulla maggiore fedeltà alla lettera del dato normativo (cfr. il termine avversativo «tuttavia» utilizzato nel 2° comma dell'art. 1908 c.c.)<sup>26</sup> ed alla sua genesi dell'interpretazione c.d. sostanzialistica secondo cui la stima avrebbe valore

<sup>24</sup> In tal senso, fra gli altri, A. FIORENTINO, *L'assicurazione contro i danni*, Napoli, 1949, 95; A. LA TORRE, *Funzione e limiti*, cit., 3 ss. e ID., *Riflessioni*, cit., 32 ss.; A. DE GREGORIO-G. FANELLI, *Le assicurazioni*<sup>4</sup>, Città di Castello, 1975, 117; R. MICCIO, *Dell'assicurazione*, in *Comm. cod. civ.*, IV, *Dei singoli contratti*, Torino, 1966, 333 e, più recentemente, E. BOTTIGLIERI, *Dell'assicurazione contro i danni*, in *Il Codice civile. Commentario* fondato e già diretto da P. SCHLESINGER e continuato da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, 129; in giurisprudenza, la remota pronuncia di Trib. Genova, 16 maggio 1953, in *Assicurazioni*, 1953, II, 282. E cfr. anche la particolare posizione assunta da (A. TORRENTE-)V. SALANDRA, (*Rendita perpetua. Rendita vitalizia*) *Assicurazione*<sup>3</sup>, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. SCIALOJA-G. BRANCA, Bologna-Roma, rist. 1966, 320, il quale, pur riconoscendo che effetto della stima preventiva sia la determinazione in modo indiscutibile del valore della cosa al tempo della conclusione del contratto, reputa possibile che l'assicuratore fornisca la prova di una posteriore diminuzione di quel valore per qualsiasi causa (deperimento naturale, svalutazione, perdita parziale, ecc.).

<sup>25</sup> Il timore che l'assicurato potesse conseguire una somma superiore al valore della cosa al tempo del sinistro, per effetto di una sua esagerata valutazione o di sopraggiunto deprezzamento del suo valore era stato avanzato già nell'impero del vigente codice di commercio del 1882 e risale agli studi di fine ottocento (ispirati dalla trattatistica francese) di C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione*, vol. I, Milano, 1885, 403 ss. (e Milano, 1890, 167 ss.); ID., *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, Milano, 1926, 451; L. LORDI, *Stima accettata e valutazione della cosa assicurata*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, 265.

<sup>26</sup> Efficacemente rilevata, per tutti, da G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 18, testo e nt. 25 e già da G. LEONE, *La liquidazione negoziale del danno nel contratto di assicurazione*, Milano, 1963, 131.

Può essere interessante rilevare che, nel diritto tedesco, l'efficacia vincolante della polizza stimata (*Taxe*) per entrambe le parti resta ferma salvoché il valore dell'interesse assicurato al momento del verificarsi del sinistro superi *significativamente* il valore assicurato (§ 76, *Abs. 2*, VVG); dottrina e giurisprudenza più recenti considerano significative deviazioni di oltre il 10%, pur ammonendo circa la necessità di valutazioni casistiche [così, ad es., BGH, 4 aprile 2001, in *NJW*, 2001, 3539, di recente condiviso, con riguardo a fattispecie di danni da interruzione di attività provocati dal COVID-19, da LG Darmstadt, 14 gennaio 2021, reperibile in *rv.hessenrecht.hessen.de*; Id., 14 dicembre 2020, in *openjur.de/u/2317986.ppdf*; ulteriori riferimenti in T. LANGHEID u. R. RIXECKER, *Versicherungsvertragsgesetz. Kommentar*<sup>6</sup>, München, 2019, *sub* § 76, *Rdn. 2* e, soprattutto, in C. ARMBRÜSTER, *sub* § 76, in J. PRÖLSS u. A. MARTIN, *Versicherungsvertragsgesetz. Kommentar*<sup>31</sup>, München, 2021, *Rdn. 11* ss. (di quest'ultimo A., cfr. anche il più ampio studio sistematico *Versicherungswert und Privatautonomie*, in *Recht genau. Liber Amicorum für Jürgen Pröls zum 70. Geburtstag*, München, 2009, 1 ss.); per una recente applicazione del criterio della significatività del § 76, *Abs. 2*, VVG all'assicurazione del rischio di credito, S.F. THÖNISSEN, *Die Versicherung von Bonitätsrisiken*, Tübingen, 2018, 200 ss.].

vincolante tra le parti, sempreché immune dagli ordinari vizi negoziali<sup>27</sup>.

Mi limiterò ad osservare al proposito che, già a livello generale, deve fondatamente dubitarsi circa la correttezza di un'aprioristica determinazione degli effetti giuridici del principio indennitario<sup>28</sup>, di cui per giunta si è da tempo propensi ad attenuare il rigore<sup>29</sup>, come attesta pure recente giurisprudenza di legittimità che lo reputa addirittura derogato dall'art. 1908, 2° comma, c.c.<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Non è superfluo rammentare che l'art. 1908, 2° comma, c.c. non ha riprodotto l'inciso del previgente art. 435 cod. comm. con l'espressa indicazione dei casi particolari («frode, simulazione o falsificazione») in cui era consentita l'impugnativa della stima. E questo argomento storico è stato enfatizzato dalla prevalente dottrina, favorevole agli effetti sostanziali della stima: cfr., ad es., A. DONATI, *Trattato di diritto delle assicurazioni private*, vol. II, Milano, 1954, 247 ss. (che rettifica l'avviso manifestato all'indomani della promulgazione del codice vigente in ID., *Il contratto di assicurazione nel codice civile*, Roma, 1943, 154); N. GASPERONI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da G. GROSSO-F. SANTORO-PASSARELLI, Milano, 1966, 100 s. (e ID., voce *Assicurazioni contro i danni*, in *Noviss. dig. it.*, vol. I, t. 2, Torino, 1958, 1142); L. BUTTARO, voce *Assicurazione contro i danni*, in *Enc. del dir.*, vol. III, Milano, 1958, 514; S. FERRARINI, *Le assicurazioni marittime*<sup>3</sup>, Milano, 1991, 275 ss. (e già nello studio *La stima del valore d'assicurazione con particolare riguardo alle assicurazioni marittime*, in *Riv. dir. nav.*, 1954, I, 3 ss. ed in *Assicurazioni*, 1953, I, 389 ss., da cui in seguito si citerà); G. LEONE, *La liquidazione negoziale*, cit., 128 ss.; D. SALVEMINI, *La stima nelle assicurazioni e le sue impugnative*, in *Assicurazioni*, 1963, II, 157 ss.; G. SANTI, *Il contratto di assicurazione*, Roma, 1965, 332; e, da ultimo, i cenni di C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L'impresa. I contratti*, in *Tratt. dir. comm.*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, III-3, Torino, 2013, 350 e, nella manualistica, di G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 3. Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*<sup>5</sup>, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2014, 232, testo e nt. 26. Adde G. CASTELLANO-A. SCALATELLA, *Le assicurazioni private*<sup>2</sup>, in *Giur. sist. civ. e comm.*, diretta da W. BIGIAMI, Torino, 1981, 315, ove anche i richiami alla giurisprudenza orientata in questo senso, fra cui spiccano la non più recente Cass., 5 aprile 1955, n. 978, in *Assicurazioni*, 1957, II, 3 ss., con nota critica di A. LA TORRE; e, significativamente, con riguardo ad un danno da inattività di uno stabilimento industriale, Cass., 24 maggio 1969, n. 1836; adde Trib. Milano, 11 settembre 1961, in *Riv. dir. civ.*, 1963, II, 463 ss., con nota critica di G. PARTESOTTI, *Stima preventiva del valore assicurabile e assicurazione del rischio d'interruzione d'impresa ed il più recente obiter dictum di Trib. Milano, 26 maggio 2005*, in *Dir. mar.*, 2007, 212 ss.

<sup>28</sup> Non a caso, all'esito di un suo accurato riesame sistematico, si è anche sostenuta una tesi intermedia, fondata sull'estensione alla polizza stimata del principio declinato per la soprassicurazione dell'art. 1909, 2° comma, c.c.: di guisa che l'efficacia sostanziale della stima andrebbe circoscritta al valore legittimamente risarcibile, ovvero all'ammontare del danno in concreto patito dall'assicurato, ferma restando la sua facoltà di impugnativa della stima eseguita al momento del sinistro (il riferimento è all'approfondito studio di G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 91 ss., che richiama analogicamente l'art. 1384 c.c. in tema di clausola penale per sostenere la possibilità di riduzione da parte del giudice di una stima esagerata, vuoi per motivi originari, vuoi per sopraggiunta diminuzione di valore della cosa assicurata; un'efficace valorizzazione dell'originalità del pensiero di questa dottrina e di tutte le sue implicazioni si deve a P. CORRIAS, *Giulio Partesotti e il diritto delle assicurazioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, I, 1 ss., pubblicato anche ad introduzione della ristampa anastatica del volume citato per i tipi di Esi, Napoli, 2017). La tesi è stata condivisa da autorevoli cultori del diritto della navigazione (M. GRIGOLI, *Diritto della navigazione*, Torino, 1982, 402 e, con talune precisazioni, da S. FERRARINI, *Le assicurazioni marittime*<sup>3</sup>, cit., 278), ma è stata anche oggetto di serrata critica (cfr. A. LA TORRE, *Riflessioni*, cit., 57 ss., che esclude l'applicabilità al contratto di assicurazione degli artt. 1382 ss. c.c.).

Più rigida è invece la posizione assunta da un più recente trattatista (M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, vol. II, *Le assicurazioni contro i danni*, Padova, 2012, 33), per la quale il valore vincolante della stima sortirebbe l'effetto di «disgregare il principio indennitario, che è causa, limite e funzione del contratto di assicurazione, e ridurrebbe quest'ultimo al rango di una scommessa».

<sup>29</sup> Assai significativa di tale tendenza è la nota impostazione evolutiva di F. DENOZZA, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978, 89 ss., per il quale ammettere l'assicurazione dei profitti sperati, l'assicurazione a nuovo e l'assicurazione contro il cattivo tempo durante il periodo di ferie significherebbe necessariamente riconoscere che il principio indennitario è ormai privo di portata inderogabile; adde l'accento di A. GAMBINO, voce *Assicurazione. I) Contratto di assicurazione: profili generali*, in *Enc. giur. it.*, vol. III, Roma, 1988, 18, che annovera la polizza stimata tra le «attenuazioni» ed i «temperamenti» del principio indennitario.

<sup>30</sup> Il riferimento è a Cass., 12 novembre 2013, n. 25405 (in *Assicurazioni*, 2014, II, 122 ss. con nota di M. ROSSETTI), la quale però non motiva tale discutibile conclusione.

Ma, quand'anche si prediliga un'impostazione più tradizionalista e rispettosa delle diverse categorie contrattuali (ed, in specie, della distinzione tra assicurazione e giuoco e scommessa<sup>31</sup>) e si consideri, di riflesso, tale canone tuttora imperativo e di ordine pubblico (valorizzando pure la portata inderogabile del divieto di soprassicurazione imposto dall'art. 1909 c.c.<sup>32</sup>), resta comunque inevitabile ricostruirne contenuto e portata soltanto alla stregua della disciplina positiva delle assicurazioni contro i danni, non trascurando il ruolo cruciale da assegnare alla peculiare *natura* delle cose assicurate ed alla singolarità dei caratteri del rischio coperto. Elementi questi suscettibili, pure in ragione della durata del contratto, di rendere talora ardua e persino opinabile la quantificazione del valore delle cose al momento del sinistro; al punto che, per l'assicuratore, potrebbe profilarsi se non impossibile, disagevole ovvero antieconomico, fornire la controprova dell'eventuale più basso valore del bene assicurato rispetto a quello ricavato sulla base dell'indice prefissato.

La ricorrenza di simili fattispecie dimostra che un supposto aprioristico contrasto col principio indennitario della forfetizzazione del valore assicurabile risulterebbe oggettivamente privo di senso, se non fuorviante. Ed allora, le annoverate particolarità della natura delle cose assicurate e dei rischi normalmente coperti dalle polizze parametriche (§ 1) potrebbero valere di per sé ad escludere il duplice pericolo che: la liquidazione convenzionale preventiva possa essere fonte di ingiustificato arricchimento per l'assicurato, propiziando sue speculazioni ed incitandolo a possibili sinistri dolosi; l'assicurato sia disincentivato alla conservazione ed alla cura del bene oggetto della copertura<sup>33</sup>.

Cosicché, pur volendo continuare ad intendere in senso tradizionale la portata del principio indennitario in termini di divieto di arricchimento dell'assicurato<sup>34</sup>, l'insussi-

<sup>31</sup> Distinguo presidiato dal principio indennitario, secondo la tesi in parola: cfr., per tutti, G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., spec. 72, 79 ss. e 129; A. LA TORRE, *Funzione e limiti*, cit., 16; ID., *Riflessioni*, cit., 63, sulla scia di F. SANTORO PASSARELLI, *Variazioni sul contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1975, I, 207.

<sup>32</sup> V., di nuovo, G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 70, nt. 100, 130 s. e 136 s., nonché A. LA TORRE, *Riflessioni*, cit., 39 ss.

<sup>33</sup> Cfr., al proposito, gli interessanti spunti offerti da G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., 176, testo e nt. 130, e 184 (e, in sintesi, nella voce *Assicurazione. II Assicurazione contro i danni*, in *Enc. giur. it.*, vol. III, Roma, 1988, 9) e da G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni nella teoria del contratto di assicurazione*, Milano, 1968, 184 s., nt. 38-bis, 186 s. e 188 s., testo e nt. 45 (è però da avvertire che nell'assicurazione infortuni, oggetto dell'analisi di quest'ultima A., una determinazione preventiva dell'indennità è non soltanto possibile, ma anzi normale al fine di evitare incertezze nella determinazione del premio e per la quantificazione dell'indennizzo: e vedi, G. SCALFI, *I contratti*, cit., 205, testo e nt. 45, secondo il quale l'orientamento dominante citato alla prec. nt. 27 sarebbe stato influenzato proprio dall'accostamento tra assicurazione infortuni e polizza stimata). In giurisprudenza, sulla *ratio* del principio indennitario, cfr. ad es. App. Venezia, 14 aprile 1973, in *Arch. giur. circ. trasp.*, 1975, 91 («l'assicurazione, essendo tutelata dal diritto esclusivamente quale mezzo di conservazione dei patrimoni, non deve mai diventare fonte di arricchimento né costituire incentivo a facilitare il prodursi di eventi che, cagionando una distruzione di ricchezza, sono nocivi alla pubblica economia»); e, più di recente, Cass., 22 maggio 2018, n. 12565; Cass., 13 maggio 2015, n. 7349.

<sup>34</sup> Ma per un'argomentata (e seducente) revisione critica di questa tesi v., ancora, F. DENOZZA, *Contratto e impresa*, cit., 90 ss., che si domanda se la funzione del principio indennitario non consista ormai nella sola protezione dell'assicuratore da eventuali inganni perpetrati dalla controparte e che perciò, in caso di polizza stimata accettata da entrambe le parti, potrebbe reputarsi in virtù di tale accordo totalmente o parzialmente derogato (spec. a p. 93). Favorevoli ad una lettura meno rigorosa del principio indennitario, reputato compatibile – per espressa previsione legislativa – con la liquidazione convenzionale preventiva, G.



stenza nella specie di un interesse dell'assicurato al sinistro integrerebbe gli estremi per richiamare il noto brocardo *cessante razione legis, cessat ipsa lex*.

Un significativo – ancorché forse non ancora decisivo – indizio normativo di tale constatazione empirica si ricava del resto dalla *ratio* sottesa alle disposizioni del codice della navigazione in tema di assicurazioni marittime: regole che, benché indubbiamente speciali e non certo suscettibili di applicazione generalizzata, restano pur sempre pervase dai canoni fondamentali dell'assicurazione danni e si rivelano perciò preziose per la delimitazione dei confini all'autonomia privata imposti dal principio indennitario. Il riferimento è, anzitutto, alla deroga alla disciplina comune dell'art. 1908, 3° comma, c.c., sancita dall'art. 515, 2° comma, cod. nav., secondo cui «nel silenzio delle parti, la dichiarazione del valore della nave, contenuta nella polizza, equivale a stima»: regola, quest'ultima, dalla quale si deduce il principio di intangibilità della stima, che qui sarebbe dettato – come palesato dai compilatori – proprio al fine di scongiurare «tutta una serie di controversie» che, stanti le normali *difficoltà di accertamento del valore della nave assicurata*, «successivamente alla sua perdita o avaria, con notevole frequenza si presentano nella pratica degli affari»<sup>35</sup>. In tema di assicurazioni marittime merci, altrettanto significativo è il ricorso dello stesso legislatore alla liquidazione forfettaria nell'art. 516 cod. nav., determinando nel dieci per cento il profitto sperato in caso di *impossibilità di accertamento* del valore delle merci nel luogo di destinazione ed al tempo della caricazione<sup>36</sup>.

Quanto precede dimostra dunque che l'oggettiva difficoltà – ed, a maggior ragione,

VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata*, cit., 189, sulla scia di S. FERRARINI, *La stima del valore d'assicurazione*, cit., 395 s.

Recisamente contrari, invece, ad un inquadramento della polizza stimata in una prospettiva volta al superamento del principio indennitario, A. LA TORRE, *Riflessioni*, cit., 48 ss.; G. SCALFI, *I contratti*, cit., 206 e lo stesso G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., 183 s.: anche questi scrittori riconoscono, però, che la *ratio* del principio indennitario consiste soltanto nello scongiurare illecite speculazioni conseguenti al divenire del sinistro occasione di lucro per l'assicurato.

Ferma tale preclusione di una liquidazione di un risarcimento superiore al danno concretamente sofferto, non si esclude tuttavia che la stipula di una polizza assicurativa contro i danni possa essere animata da una finalità di impiego del risparmio, stante la sua finalità di prevenzione e neutralizzazione di un potenziale risultato negativo nel patrimonio dell'assicurato (così, M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988, 210).

<sup>35</sup> Cfr., testualmente, la Relazione al codice della navigazione, n. 325, richiamata anche da S. FERRARINI, *Le assicurazioni marittime*<sup>3</sup>, cit., 279 ss., fautore degli effetti sostanziali della stima, ossia della vincolatività tra le parti del valore di assicurazione concordato ai fini della liquidazione dei sinistri assicurati (il F. pone peraltro in luce le ulteriori specifiche esigenze sia delle imprese armatoriali, sia di tecnica assicurativa che imporrebbero un esito interpretativo siffatto: p. 280); e nel senso del testo, da ultimo, G. MARTINA, *Il trasferimento della nave assicurata: sorte del contratto di assicurazione e obblighi del cedente, cessionario e assicuratore ceduto*, in *Elementi di diritto delle assicurazioni marittime*, a cura di D. ROSSANO, Milano, 2021, 154 s., richiamando opportunamente anche l'art. 622 cod. nav. Ma in senso critico, cfr. G. PARTE-SOTTI, *La polizza stimata*, cit., 199 ss.

Anche la giurisprudenza di merito pone l'accento sulle «difficoltà ... inevitabili, ove, in caso di sinistro, si dovesse (come prescrive l'art. 1908, 2° co., c.c.) stabilire il valore di mercato della nave a tal momento» (così, in particolare, la limpida motivazione di App. Napoli, 1 luglio 1968, in *Dir. e giur.*, 1969, 732), ed è perciò propensa ad escludere ogni possibilità di revisione (sia al rialzo che al ribasso) del valore indicato nel contratto per adeguarlo al valore effettivo della nave all'inizio del viaggio (cfr. anche App. Venezia, 10 agosto 1978 e Trib. Venezia, 3 maggio 1977, in *Assicurazioni*, 1979, II, 2 ss.).

<sup>36</sup> Ricorda questa ipotesi di forfettizzazione legale del valore delle cose assicurate allo scopo di fugare i dubbi di compatibilità con il principio indennitario della determinazione preventiva convenzionale del valore di cose di difficile determinazione, A. GAMBINO, *Le assicurazioni del profitto sperato*, cit., 77.

l'impossibilità (e si pensi a talune opere d'arte<sup>37</sup>) – di determinazione del valore delle cose assicurate al momento del sinistro vale, in via di principio, a fugare i dubbi circa la liceità di una preventiva liquidazione convenzionale forfettaria dell'indennizzo persino dei più rigidi fautori del principio indennitario<sup>38</sup>. Il che non può però esimere dal ricercare negli specifici caratteri delle polizze parametriche, riguardati al lume de(e contestualizzati ne)ll'evoluzione digitale del mercato assicurativo in atto, le conferme decisive della loro piena compatibilità con una più moderna lettura del richiamato canone generale, che pare peraltro farsi strada in talune significative esperienze comparatistiche<sup>39</sup>.

4. *I criteri di configurazione delle polizze parametriche: determinazione dell'indice e perizia contrattuale "preventiva".* – Se è vero che la risarcibilità di un qualsiasi danno presuppone la sussistenza di un rapporto di causalità adeguata con il sinistro che lo ha provocato<sup>40</sup>, determinanti per la suddetta conciliabilità risultano, anzitutto, obiettività ed accuratezza nella definizione dell'indice esogeno adoperato per quantificare l'indennizzo erogato. Maggiore affidabilità ha l'indice, stante il suo fondamento su una correlazione statisticamente significativa con il danno economico patito dall'assicurato, minori sono i rischi di deviazione tra perdita effettiva subita da quest'ultimo e ristoro

<sup>37</sup> Nel mercato assicurativo del patrimonio culturale si ricorre spesso alla stipula di polizze con stima accertata al fine di ridurre i rischi e le incognite di possibili controversie su difficili ed opinabili valutazioni di opere d'arte in caso di evento pregiudizievole (cfr., citando le esperienze francese e statunitense, Alb. CANDIAN, *I contratti assicurativi per il patrimonio culturale e le nuove regole in materia di distribuzione assicurativa*, in *Tutela assicurativa del patrimonio culturale*, a cura di G. MORBIDELLI, Bologna, 2021, 34 s.).

Movendo dalla premessa della non vincolatività della stima, si è però rilevato che la polizza stimata non consente di risolvere ogni difficoltà connessa all'assicurazione dei beni storico-artistici, restando impregiudicata la facoltà dell'assicuratore di contestarne le risultanze al momento della liquidazione, adducendo l'eccessivo valore indicato e sfruttando l'incertezza dei termini di riferimento (in tal senso, G. ROMAGNOLI, *Intermediazione assicurativa nei rapporti con la Pubblica amministrazione e rischi relativi ai beni culturali*, *ibidem*, 190 e 192 ss., il quale, al fine di assicurare un maggior grado di stabilità alla polizza stimata, propone di giungere alla determinazione del valore del bene all'esito di un arbitraggio svolto da un terzo imparziale ai sensi dell'art. 1349 c.c.: soluzione, questa, peraltro già suggerita da G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 141).

<sup>38</sup> La preventiva valutazione forfettaria era ammessa, anche con riguardo all'assicurazione di cose, già da A. DONATI, *Trattato*, cit., 247 e 250, ed invece recisamente negata, per supposto contrasto con il principio indennitario, da G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 68, la cui posizione – si osservi – non pare però incompatibile con l'osservazione ora compiuta nel testo (come dimostrano anche le aperture alle pp. 94 ss.) là dove la natura delle cose assicurate valga ad escludere che la liquidazione *à forfait* generi quel «delicatissimo problema di ordine pubblico», ravvisato nella «possibile attenuazione della cura dell'assicurato nella prevenzione dei sinistri, quando l'assicurazione non diviene addirittura un incentivo per provocarli»; cfr., pure, A. LA TORRE, *Funzioni e limiti*, cit., 18, testo e nt. 26, e ID., *Riflessioni*, cit., 52, il quale finisce col riconoscere esplicitamente che la valutazione preventiva e forfettaria, per quanto da «relegare ai margini di una limitata e pericolosa eccezione», è «una prassi della cui utilità può giudicarsi sol in rapporto ad eventuali difficoltà di apprezzamento dell'interesse garantito e del bene esposto al rischio (persona o cosa)» (corsivi aggiunti).

<sup>39</sup> Cfr., con riguardo all'esperienza statunitense, gli spunti offerti da H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 99 s., che menziona anche il caso del Sudafrica, ove si è adattato il principio indennitario ritenendolo compatibile con la mera prova che un certo danno è stato patito, senza bisogno di provarne l'effettiva entità.

<sup>40</sup> Così, in luogo di molti, A. DE GREGORIO-G. FANELLI, *Il contratto di assicurazione*, riveduto, integrato e annotato da A. LA TORRE, Milano, 1987, 123.

forfettariamente riconosciutogli dall'assicuratore (c.d. *basis risks*), comunque contenibili con l'ausilio di taluni accorgimenti<sup>41</sup>.

La definizione dell'indice deve essere, in particolare, frutto di un legame credibile, giacché scientificamente dimostrato (c.d. *fattore scientifico*), tra variabile indipendente (evento dannoso) e variabile dipendente (pregiudizio sofferto), alternativamente validato da: *i*) un'entità dotata di adeguata e comprovata *professionalità* oltreché di indiscussa *indipendenza* rispetto alle parti del contratto<sup>42</sup>, qualità riconosciute dalla generalità dei consociati (e, in specie, dalle parti del contratto di assicurazione<sup>43</sup>) e certificate da apposita documentazione; ovvero – ipotesi oggi assai più frequente – *ii*) presidi elettronici (*devices*) di solito forniti dall'assicuratore al cliente, connessi alla rete ed abilitati all'interazione a distanza con l'utilizzatore, non suscettibili di manipolazione ed idonei ad una continuativa raccolta e ad una precisa ed attendibile elaborazione di dati rilevanti, fondata anche (ma non soltanto) su *preesistenti* indagini condotte da fonti accreditate (ad es.: satelliti, centri di rilevazione, fonti ufficiali).

La stipula di cc.dd. «polizze parametriche di seconda generazione» – imperniate su tali caratteri e perciò idonee a fugare i paventati dubbi circa la vincolatività delle polizze stimate (*supra*, § 3)<sup>44</sup> – prevede solitamente una dettagliata motivazione del suddetto legame in un'apposita relazione particolareggiata<sup>45</sup>, contenente una descrizione del

<sup>41</sup> La citazione è tratta dal *Glossario* dell'IVASS del marzo 2020, cit., 17; v. anche ISMEA, *Rapporto sulla gestione del rischio in Italia*, cit., 141, ove si sottolinea la duplice esigenza di costruzione di un «sistema di valori soglia dell'indicatore di riferimento per l'accesso al risarcimento» (*trigger*) «estremamente ben definito e sufficientemente restrittivo» e di rilevazione dei parametri di riferimento da parte di «un Ente terzo, indipendente e di riconosciuta autorevolezza», reputandosi quest'ultima condizione «indispensabile per garantire la trasparenza nel funzionamento del sistema assicurativo parametrico». Nella letteratura statunitense, pone l'accento sulle problematiche connesse al c.d. *basis risk* ed indica taluni correttivi, J.B. HORTON, *Parametric Insurance*, cit., 285 ss. e spec. 290 s.

<sup>42</sup> Ad esempio, l'indennizzo forfettariamente erogato per la perdita di resa patita da agricoltori colpiti da un'alluvione necessita, all'evidenza, di una validazione in termini agronomici del rapporto tra impatto del fenomeno atmosferico avverso e presumibile danno al raccolto. Ma v. la segnalazione del problema della scarsa disponibilità di indici dell'intensità degli eventi atmosferici pubblicati da enti terzi sui quali imperniane le assicurazioni parametriche in ANIA, *Libro verde sull'assicurazione contro le calamità naturali e man-made* (Commissione Europea, 16 aprile 2013). *Risposte ANIA alle domande*, sub § 5.

<sup>43</sup> Per la sottolineatura di tale profilo, v. EIOPA, *Discussion Paper on Blockchain and Smart Contract in Insurance*, Luxembourg, 2021, 11: «The parties need to trust these sources of information and sources must be secure from hacking».

<sup>44</sup> Rispetto alle quali la giurisprudenza è stata invece propensa ad escludere la necessità di una valutazione preventiva eseguita da esperti dotati di indipendenza e professionalità, in ciò confortata dal silenzio serbato sul punto dall'art. 1908, 2° comma, c.c. (così, di recente, App. Milano, 13 settembre 2005, n. 2092, in *Giustizia a Milano*, 2006, 10, 67 e, in dottrina, già, fra gli altri, V. SALANDRA, *Assicurazione*<sup>3</sup>, cit., 320 s.).

<sup>45</sup> Nelle fattispecie di c.d. *smart flight insurance product* o di *smart contract* applicato alle assicurazioni viaggi sembra possibile prescindere da tale relazione particolareggiata, in quanto il *trigger* è rappresentato dall'entità del ritardo del volo o del numero dei giorni di maltempo nel periodo di vacanza del turista e, dunque, è ricavato da dati ufficiali rispettivamente di aeroporti e stazioni meteorologiche. Non possono escludersi, tuttavia, i rischi connessi all'indisponibilità, alla scarsa qualità ed assenza di continuità dei dati trasmessi da tali fonti ufficiali, sicché la polizza deve comunque contemplare adeguate soluzioni per le ipotesi in cui il calcolo dell'indice o la raccolta dei dati sia preclusa, pianificando in modo appropriato le conseguenze di possibili imprevisti (cfr. l'IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 73).

È invece irrinunciabile una completa *informazione precontrattuale* sulla correlazione – evidentemente variabile in relazione al premio pattuito nel contratto di assicurazione – tra evento infausto e ristoro erogabile, nonché sulla fonte dei dati utilizzati per l'elaborazione del parametro e sulle sue caratteristiche di terzie-

metodo applicato per la rilevazione ed un'approfondita analisi storica dei dati (c.d. *fattore statistico*) inerenti alla variabile (od alla combinazione di variabili) tale da riflettere una significativa e durevole esperienza maturata in una certa area di riferimento (c.d. *fattore geografico*)<sup>46</sup>.

Per converso, qualora i dati raccolti siano distorti, poiché incompleti e/o non adeguatamente dettagliati, l'indice formulato non rispecchierà la perdita reale patita dall'assicurato, che quindi divergerà dall'eventuale indennità forfettariamente liquidatagli su quella base (c.d. *basis risk*); ed un'eventuale eccedenza di quest'ultima rispetto al danno concretamente sofferto colliderebbe con i succitati canoni dell'assicurazione danni.

Già la sintetica illustrazione dei tratti salienti del processo di individuazione dell'indice nella configurazione della polizza parametrica ne consente l'inquadramento giuridico in termini di *perizia contrattuale preventiva* volta alla determinazione dell'*oggetto* del contratto di assicurazione (art. 1346 c.c.). Trattasi, invero, di *accertamento meramente tecnico*<sup>47</sup>, deputato a definire un elemento essenziale del rapporto negoziale, tutt'altro che sconosciuto all'odierna prassi assicurativa: nelle polizze infortuni ricorre da tempo, difatti, la clausola di perizia contrattuale in virtù della quale, in seguito alla denuncia di sinistro, le parti rimettono ad un terzo, *in sede di esecuzione* del contratto, la determinazione precisa dell'ammontare dell'indennizzo spettante all'assicurato al fine di evitare le lungaggini di possibili contenziosi<sup>48</sup>.

La particolarità delle polizze parametriche risiede dunque in ciò, che tale perizia contrattuale si colloca a monte del regolamento negoziale, ossia nella *fase genetica* di formazione del contenuto dell'accordo<sup>49</sup>, il quale deve compiutamente illustrare i crite-

---

tà, indipendenza e durevole affidabilità (cfr. P. SPAGNA, *Prospettive e criticità delle polizze index-based, presentazione* al XII Convegno di Assisi "Gestione del rischio in agricoltura" – 31 gennaio 2020, 21).

<sup>46</sup> Per alcune esemplificazioni relative alle assicurazioni parametriche nel settore agricolo cfr. IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 21, ove si puntualizza che l'indice riflette di solito la perdita media di coltura o di bestiame registrata su base statistica in una determinata area geografica.

<sup>47</sup> Ragion per cui riterrei preferibile inquadrarlo nella perizia contrattuale, anziché nell'arbitraggio: figura alla quale invece autorevole dottrina (G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 141 ss.) proponeva il ricorso per conseguire l'efficacia assoluta della stima, pur non escludendo l'impugnabilità della stessa secondo i principi generali e, di riflesso, la sostituzione della determinazione del giudice a quella assunta dal perito; sul punto cfr. anche, per le differenze tra le due fattispecie, G. LEONE, *La liquidazione negoziale*, cit., 155 ss.

Né mi convince la configurazione in termini di patto di prova convenzionale del processo di individuazione dell'indice parametrico (avanzata da M. HAZAN, *Le polizze parametriche nella prospettiva indennitaria, paper* del 3 maggio 2022, reperibile presso il sito [www.insurtrade.it](http://www.insurtrade.it)), in quanto la disparità delle parti del contratto di assicurazione potrebbe alimentare sospetti di vessatorietà che renderebbero la convenzione difficilmente compatibile con le condizioni stabilite dall'art. 2698 c.c. e, soprattutto, con il disposto dell'art. 33, lett. t, cod. cons., ove l'assicurato sia un consumatore.

<sup>48</sup> Nelle polizze infortuni la valutazione del danno sofferto dall'assicurato presenta sovente profili di particolare complessità, sicché la clausola di perizia contrattuale assolve alla funzione di facilitare la liquidazione dell'indennizzo scongiurando situazioni di stallo. Più in generale, nelle polizze afferenti al ramo danni, l'accertamento richiesto al perito concerne natura, causa e modalità del sinistro ed è volto alla stima ed alla liquidazione del danno. In argomento, v., tra gli altri, G. VOLPE PUTZOLU, *Assicurazione, clausola arbitrale e clausola peritale*, in *Riv. arb.*, 1996, 623 ss.; F. SASSANI, *La clausola di perizia contrattuale nei contratti assicurativi: natura, funzione e giudizio di vessatorietà*, in *Giur. it.*, 2015, 2457 ss. e spec. 2462 ss.; e, per un recente riesame della perizia contrattuale e del suo inquadramento giuridico, anche alla luce della prassi assicurativa, V. FARINA, *Temi e problemi in materia di perizia contrattuale*, in *Riv. arb.*, 2021, 385 ss., part. pp. 389 e 407, cui si rinvia per aggiornati riferimenti bibliografici.

<sup>49</sup> Sono già pervenute all'esame della giurisprudenza di legittimità fattispecie di polizze danni (non parametriche) in cui la perizia contrattuale è stata utilizzata ai fini dell'integrazione del contenuto di contratti

ri di liquidazione forfettaria dell'indennizzo erogabile al verificarsi del sinistro, a pena di nullità del contratto per indeterminatezza dell'oggetto.

La clausola recante indice, sue modalità di calcolo e specificazione del nesso causale tra evento ed indennizzo forfettariamente liquidabile, recepisce pertanto gli esiti dell'attività peritale, rendendo perciò superfluo un nuovo intervento del terzo in sede di esecuzione del contratto<sup>50</sup>; ciò, a meno che non s'imponga la necessità di comporre un possibile disaccordo tra i contraenti circa gli effetti dell'applicazione dell'indice pre-stabilito<sup>51</sup>.

Le divise peculiarità delle polizze parametriche non incidono, tuttavia, sulla natura dell'attività peritale. Non è decisiva ad inquadrare quest'ultima in termini di arbitraggio (art. 1349 c.c.), in particolare, la collocazione del procedimento algoritmico sotteso alla selezione dell'indice nella fase genetica del regolamento contrattuale<sup>52</sup>, rilevando piuttosto la sostanziale estraneità ad esso di elementi di autonomia valutativa, di discrezionalità e/o equità. E, a ben riflettere, l'indicata qualificazione giuridica non sembra influenzata dalle specifiche modalità di identificazione e di validazione dell'in-

---

non ancora compiutamente determinati in tutti i loro elementi (cfr., ad es., Cass., 11 novembre 2008, n. 26946 e Cass., 30 giugno 2005, n. 13954).

Non è forse superfluo ricordare che la perizia contrattuale assolve ad una funzione molto simile a quella illustrata nel testo nelle c.d. clausole di *earn out* applicate ai contratti di cessione di partecipazioni azionarie: pure in tale contesto, infatti, occorre stabilire una disciplina convenzionale delle modalità di calcolo del parametro al cui conseguimento è legata la corresponsione, da parte dell'acquirente, della componente di prezzo eventuale e differita (in argomento, anche in prospettiva comparatistica, F.L. GAMBARO, *Arbitraggio e perizia contrattuale nelle clausole di Price Adjustment ed Earn Out*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 93 ss.; A. ACCORNERO, *Le clausole earn out nei contratti di compravendita di partecipazioni societarie*, in *Società*, 2017, 1078 s.).

<sup>50</sup> Ciò che presenta il non trascurabile vantaggio (fra gli altri) di agevolare la rimessione di eventuali liti generate da tali tipologie di polizze all'istituendo Arbitro per le controversie assicurative (ACA), specie se la natura del relativo procedimento non dovesse (come è altamente probabile: e v., per una conferma in tal senso, S. DE POLIS, *L'Arbitro delle Controversie Assicurative*, Intervento al Web Seminar organizzato dal Dipartimento delle Scienze Giuridiche dell'Università di Salerno "Bancassicurazione: discipline e tutele", 13 aprile 2021, p. 5) consentire ai Collegi attività istruttorie ulteriori rispetto all'esame della produzione documentale delle parti (quali consulenze tecniche d'ufficio, assunzione di testimonianze ed audizione degli interessati): preclusione, questa, in cui si annidano i noti problemi di compatibilità dei conflitti tipici del settore danni (specie la r.c. auto) con tale strumento di *alternative dispute resolution* (già segnalati, tra gli altri, da Alb. CANDIAN, *L'Arbitro delle Controversie Assicurative*, in AA.VV., *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Tratt. arbitrato*, diretto da D. MANTUCCI, vol. XV, Napoli, 2020, 512 s.). V., infatti, l'art. 3 della bozza del regolamento di attuazione dell'ACA, ove è testualmente sancita l'«esclusione dalla competenza dell'Arbitro delle "controversie in cui per l'accertamento del fatto o la quantificazione della prestazione o del danno è necessario effettuare attività istruttoria mediante l'espletamento di perizie tecniche d'ufficio, l'assunzione di testimonianze o l'audizione degli interessati, salva la facoltà dell'Arbitro di sentire le parti nei casi di esercizio della facoltà di cui all'articolo 12, comma 3»: esclusione che ha destato le critiche del CNCU in merito all'inclusione delle polizze r.c. auto nel perimetro di competenza dell'Arbitro (cfr. *Osservazioni sullo schema di decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro della giustizia, recante l'istituzione dell'Arbitro Assicurativo ex art. 187.1 del Codice delle Assicurazioni Private*, 21 maggio 2021, reperibili presso il sito [movimentoconsumatori.it](http://movimentoconsumatori.it)).

<sup>51</sup> Rispetto alla quale si suggerisce la previsione di una clausola compromissoria nella polizza parametrica (cfr. IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 74).

<sup>52</sup> Come pare invece ritenere Cass., 30 giugno 2005, n. 13954, cit. e, in dottrina, di recente, F. SASSANI, *La clausola*, cit., 2460. Nel senso del testo, sia pur con riguardo al contiguo profilo della determinazione del premio nel contratto di assicurazione, cfr. M. D'AMBROSIO, *Arbitraggio e determinazione algoritmica dell'oggetto*, Napoli, 2020, 37, per il quale decisiva ad escludere l'applicabilità dell'art. 1349 c.c. è l'assenza di autonomia valutativa nella selezione dei parametri di calcolo e nella costruzione del procedimento algoritmico.

dice: più esattamente deve reputarsi neutrale la sua determinazione da parte di un soggetto terzo, dotato di adeguata e comprovata professionalità, o invece da presidi elettronici (*devices*) di cui è normalmente titolare l'assicuratore.

Né varrebbe obiettare che, in quest'ultimo caso, ricondotta la gestione algoritmica della determinazione dell'indice ad un procedimento solitamente posto nella piena disponibilità dell'impresa assicurativa, difetterebbe un importante elemento della perizia contrattuale, ossia la *terzietà* dell'accertamento tecnico, intesa come sua provenienza da un soggetto diverso dalle parti del contratto.

È piuttosto dirimente l'atipicità della perizia contrattuale, figura per la quale non risulta positivamente richiesto, diversamente dall'arbitraggio (art. 1349 c.c.), il deferimento ad un terzo della determinazione della prestazione dedotta in contratto: passaggio che, d'altro canto, pare ingiustificato (ancor prima che antieconomico) imporre in un accertamento caratterizzato in virtù dell'assenza di una ricerca dell'equilibrio tra le parti contraenti, di quell'«equo apprezzamento» invece qualificanti l'attività dell'arbitratore<sup>53</sup>.

Peraltro, *oggettività ed impermeabilità dell'accertamento peritale* agli interessi delle parti contraenti, risulterebbero comunque salvaguardate pur in assenza di un terzo incaricato della sua esecuzione almeno in quei casi in cui il modello algoritmico, ancorché elaborato e gestito dalla compagnia assicurativa, sia correttamente programmato per ottenere l'indice in assenza di ogni margine di autonomia decisionale<sup>54</sup> ed in base a norme tecniche e criteri propri della scienza, arte o disciplina, del tutto equivalenti a quelli ipoteticamente applicati dal perito.

Depono in tal senso anche il risalente richiamo, in senso favorevole alla vincolatività degli esiti della perizia, di professionalità e perfezionata tecnica organizzativa delle imprese di assicurazione, che renderebbero pressoché improbabile l'ipotesi di una stima iniziale manifestamente esagerata rispetto al valore reale del bene<sup>55</sup>: eventualità, in effetti, ancor più remota nel caso di puntuale analisi ed applicazione alle polizze parametriche di procedimenti automatizzati fondati su algoritmi predittivi ed intelligenza artificiale<sup>56</sup>, il cui corretto impiego indubbiamente favorisce la migliore comprensione

---

<sup>53</sup> Tale distinguo tra perizia contrattuale ed arbitraggio è da tempo acclarato nella giurisprudenza di legittimità, che perciò esclude l'applicazione alla prima dell'art. 1349 c.c.: cfr., per tutte, Cass., 28 giugno 2016, n. 13291, in *Riv. arb.*, 2016, 623 ss., con nota di F. TIZI, *Perizia contrattuale e arbitraggio: due fenomeni distinti*; in dottrina, da ultimo e per ogni ulteriore richiamo, V. FARINA, *Temi e problemi*, cit., 392 s. e 400 s., rimarcando la diversità di effetti tra i due istituti.

<sup>54</sup> Esclude che nel calcolo algoritmico impiegato, pur complesso e sofisticato, siano presenti profili di autonomia decisionale M. D'AMBROSIO, *Arbitraggio e determinazione*, cit., 87; e v. anche le pp. 52, 79 ss. e spec. 84 s., ove l'A. correttamente evidenzia che, nella perizia contrattuale, rileva non tanto la terzietà del soggetto incaricato, quanto piuttosto la terzietà della valutazione rispetto agli interessi delle parti.

<sup>55</sup> Caso che presupporrebbe, secondo questa dottrina, «l'esistenza di assicuratori o sprovveduti ed inesperti oppure così ingenui da accettare consapevolmente una liquidazione preventiva estremamente pericolosa, perché tale da aumentare la probabilità di una provocazione volontaria del sinistro» (cfr. S. FERRARINI, *La stima del valore d'assicurazione*, cit., 393, ripreso da G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata*, cit., 186; e v. anche G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 73).

<sup>56</sup> Gli elementi essenziali (rischio e premio) del contratto di assicurazione sono ormai sempre più frequentemente definiti mediante questi strumenti. Basta menzionare, con riguardo al premio, la c.d. *usage-based insurance*, caratterizzata dalla sua determinazione mediante procedimenti valutativi automatizzati basati su determinati algoritmi (vantaggi e problematiche sollevate dal calcolo del rischio mediante algoritmi e dal connesso effetto di personalizzazione dell'attività assicurativa sono illustrati da E. BATTELLI, *Big data e algoritmi predittivi nel settore assicurativo: vantaggi e nuovi rischi*, in *Corr. giur.*, 2019, 1517 ss.).

e, di riflesso, la mitigazione del c.d. *basis risk* nella loro esecuzione. Del resto, già in via generale, la transizione da un sistema di gestione dei rischi tradizionalmente imperniato sulla legge dei grandi numeri (c.d. *risk pooling*) ad una più efficiente e puntuale valutazione del rischio individuale<sup>57</sup> ne propizia previsione e prevenzione da parte dell'assicuratore<sup>58</sup>, rendendo allora possibile pure la copertura di quei rischi catastrofali che il codice civile aveva invece considerato, «salvo patto contrario», non assicurabili (art. 1912 c.c.).

5. *Imparzialità, indipendenza ed impermeabilità del c.d. “oracolo”: distinzione tra devices ed enti responsabili della diffusione di informazioni ufficiali.* – Il procedimento volto alla determinazione dell'indice non va sovrapposto al c.d. “oracolo”, investito della oggettiva rilevazione di caratteri, portata ed entità dell'evento coperto dall'assicurazione parametrica (c.d. *trigger*).

Agevolano l'esatta comprensione del ruolo assolto dall'“oracolo” talune sue sperimentali applicazioni: a) il c.d. *smart flight insurance product*, adoperato per ottenere un'automatica quantificazione ed erogazione di rimborsi per disservizi patiti dai passeggeri assicurati in occasione di ritardi o cancellazione dei voli<sup>59</sup>; b) lo *smart contract* applicato alle assicurazioni viaggi, che permette al turista stipulante di ottenere eventuali ristori calcolati in base alla percentuale di mancato godimento di una vacanza causato dalle avverse condizioni metereologiche nella destinazione prescelta (ad esempio,

<sup>57</sup> L'utilizzo di algoritmi predittivi consente di implementare notevolmente i dati disponibili da parte delle imprese di assicurazione ai fini della classificazione del rischio dell'assicurato, operata in base ad una profilazione alla quale concorrono abitudini, preferenze, tendenze e complessivo stile di vita del cliente. In argomento, P. MANES, *Credit scoring assicurativo, machine learning e profilo di rischio: nuove prospettive*, in *Contr. e impr.*, 2021, 475 e già gli spunti di D. PORRINI, *Big data, personalizzazione delle polizze ed effetti nel mercato assicurativo*, in *Informazione e big data tra innovazione e concorrenza*, a cura di V. FALCE-G. GHIDINI-G. OLIVIERI, Milano, 2017, 328 s.

<sup>58</sup> Lo si rileva, ad es., in Geneva Association, *Virtual Competition: online platforms, consumer outcomes and competition in insurance*, november 2018, 11; *adde*, in dottrina, G. D'IPPOLITO-E.M. INCUTTI, *I processi decisionali interamente automatizzati nel settore assicurativo*, in *Riv. dir. impr.*, 2019, 742 s.

<sup>59</sup> Il riferimento è alla nota polizza assicurativa “Fizzy”, per un certo periodo commercializzata dalla compagnia assicurativa Axa e poi ritirata dal mercato a causa del suo scarso successo: il prodotto utilizzava una *blockchain* integrata alla piattaforma di Ethereum finalizzata all'erogazione di rimborsi automatici ai clienti assicurati di compagnie aeree (traggo la notizia da A. CINQUE, *Gli smart contract nell'ambito del Fintech e dell'Insurtech*, in *Jus civile*, 2021, 188; si sofferma sulle possibili configurazioni dei cc.dd. *oracles* impiegati negli *smart contracts* funzionali alla tutela dei passeggeri nel trasporto aereo M. BRIGNARDELLO, *Prospettive di utilizzo degli smart contracts per la tutela dei diritti dei passeggeri in caso di cancellazione o ritardo del volo*, in *Riv. dir. nav.*, 2019, 451 ss., la quale però segnala opportunamente le problematiche connesse alla predisposizione del codice informatico a tal fine, attesa la sussistenza di molteplici casi in cui le compensazioni ai passeggeri non vanno riconosciute: spec. 472 ss.).

Agli esempi citati nel testo deve aggiungersi la recentissima diffusione di polizze parametriche sanitarie, imperniate sulla predisposizione di *blockchain* contenenti dati sanitari ed assicurativi dei pazienti, in guisa da consentire l'erogazione automatica (cioè senza preventiva produzione di fatture) di indennizzi predefiniti al momento delle diagnosi: v. i casi menzionati da A.C. NAZZARO (-S. LANDINI), *Sulla distribuzione assicurativa (rifusione)*, in *Comm. cod. civ.*, diretto da E. GABRIELLI, *Dei singoli contratti. Leggi collegate*, a cura di D. VALENTINO, Torino, 2020, 371, testo e nt. 36 e dal *Report dell'IVASS, Analisi Trend Offerta Prodotti Assicurativi (luglio-dicembre 2021)*, febbraio 2022, 8 e 10 s.; *adde*, pure in relazione al problematico inquadramento delle polizze sanitarie non semplicisticamente riconducibili al ramo danni o al ramo vita, E. BATELLI, *Insurtech ed evoluzione dell'offerta di polizze sanitarie: tra innovazione tecnologica e nuovi servizi assicurativi in campo medico*, in *Contr. e impr.*, 2022, 59 ss., 66 ss. e spec. 69.

incidenza del numero di giorni di pioggia sul complessivo soggiorno)<sup>60</sup>; c) il collegamento di *smart contracts* a *devices* collocati nelle abitazioni o in autoveicoli che, al cospetto di determinati eventi coperti dall'assicurazione (incendio, allagamento, ecc.), trasmettono in tempo reale informazioni rilevanti anche (ma non soltanto<sup>61</sup>) ai fini della valutazione del pregiudizio sofferto dall'assicurato.

Le tre fattispecie citate si fondano sull'idoneità di uno *smart contract* – qui inteso come mero protocollo informatico di esecuzione di una specifica clausola del contratto di assicurazione<sup>62</sup> – a permettere l'automatica liquidazione di un indennizzo al verificarsi di un certo evento pregiudizievole contemplato dalla polizza (c.d. *triggering event*), accertato da un agente terzo o "oracolo" (c.d. "oracle") che collega la *blockchain* ad una fonte di informazione esterna in relazione all'evento assicurato e ne valida i risultati.

Orbene, appurata la necessità di una liquidazione forfettaria basata su parametri neutrali e non manipolabili da alcuna delle parti del contratto di assicurazione, occorre soffermarsi sulla distinzione tra i due casi di "oracolo" rappresentato da un ente responsabile della diffusione di informazioni ufficiali (ad es.: stazione meteorologica, istituti di geofisica e vulcanologia, ecc.) od invece costituito da un apparecchio elettronico (*device*).

In quest'ultima ipotesi, è necessario documentare la costante manutenzione ed aggiornamento, nonché l'impermeabilità a possibili interferenze della compagnia e dell'assicurato<sup>63</sup> dei programmi informatici deputati – oltretutto all'elaborazione dei dati rilevanti ad integrare l'indice parametrico (come visto nel paragrafo precedente) – a quantificare l'ammontare della liquidazione forfettaria al verificarsi degli eventi oggetto di copertura<sup>64</sup>.

<sup>60</sup> È questa l'*InsureChain* elaborata dalla società italiana *Reply*: gli utenti sono abilitati a stipulare la polizza mediante *smartphones*, con l'accesso alla piattaforma integrata con la *blockchain* di Ethereum (lo riferisce C. BOMPRESZI, *Blockchain e assicurazione: opportunità e nuove sfide*, in *Diritto mercato tecnologia*, 7 luglio 2017, 21).

<sup>61</sup> I dati trasmessi al *device* possono favorire altresì immediati interventi ed assistenza in guisa da limitare i danni provocati dall'evento [cfr. A. BORSELLI, *Smart Contracts in Insurance: A Law and Futurology Perspective*, in P. MARANO a. K. NOUSSIA (eds.), *InsurTech: A Legal and Regulatory View*, New York, 2020, 106 s.]. Sul punto si dovrà tornare *infra* (§ 9) in sede di approfondimento del tema della compatibilità delle polizze parametriche con l'obbligo di salvataggio sancito dall'art. 1914 c.c.

<sup>62</sup> Lo *smart contract* è stato recentemente definito dal legislatore come «programma per elaboratore che opera su Tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti delle stesse» (art. 8-ter, d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, conv. in l. 11 febbraio 2019, n. 12).

È opportuno precisare che non viene in considerazione, ai nostri fini, il dibattito tema della sua natura contrattuale (negata, fra gli altri, da S.A. CERRATO, *Appunti su smart contract e diritto dei contratti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, 378 ss. ed invece affermata, ad es., da D. DI SABATO, *Diritto e new economy*, Napoli, 2020, 156 ss. e 167 ss. e, da ultimo, da Maris. MAUGERI, *Smart contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021, 33, 55 ss. e *passim*, che sottolineano la necessità di sottoporre il fenomeno alla disciplina del contratto del codice civile), in quanto la funzione di *claims management* nel nostro caso assunta dal protocollo, volta a consentire la liquidazione automatica degli indennizzi agli assicurati, costituisce mera modalità di esecuzione di una clausola del contratto di assicurazione (dello stesso avviso, E. BATTELLI, *Le nuove frontiere dell'automazione contrattuale tra codici algoritmici e big data: gli smart contracts in ambito assicurativo, bancario e finanziario*, in *Giust. civ.*, 2020, 710, nt. 121, là dove esattamente osserva che lo *smart contract*, nella fattispecie in questione, «serve da mero processo di automatizzazione» delle clausole del contratto di assicurazione).

<sup>63</sup> Sottolinea i rischi di disfunzioni o manomissioni dei *software* utilizzati per fungere da "oracoli" C. BOMPRESZI, *Blockchain e assicurazione*, cit., 27.

<sup>64</sup> E v. l'esempio addotto da A. COHN-T. WEST-C. PARKER, *Smart After All*, cit., 295, di copertura me-



Discorso più articolato richiede l'“oracolo” rappresentato da un ente responsabile della elaborazione e diffusione di informazioni ufficiali relative alla portata dell'evento dannoso, di cui occorre garantire l'affidabilità per l'intera durata della copertura assicurativa.

Tale ente non può basarsi esclusivamente sui dati storici a sua disposizione, ma deve compiere puntuali rilevazioni per ogni singolo evento oggetto di copertura. Occorre infatti tener conto, anche grazie all'ausilio della *blockchain*, dell'incidenza di possibili fattori di anomalia la cui frequenza è, almeno per gli eventi climatici, notevolmente accresciuta rispetto al passato per effetto del riscaldamento globale. E la considerazione di questi elementi anomali e sfuggenti alle tradizionali procedure di gestione dei sinistri, possibile soltanto in presenza di adeguate infrastrutture<sup>65</sup>, potrebbe rendere finanche più rispettosa del principio indennitario una liquidazione forfettaria dei danni provocati da catastrofi naturali.

Inoltre, il doveroso rispetto del canone generale testé citato impone anche la *terzietà* e l'*imparzialità* dell'“oracolo” rispetto ai contraenti<sup>66</sup>, giacché: una sua prossimità all'assicuratore prospetterebbe il rischio di mancata o insufficiente erogazione dell'indennizzo a copertura di danni effettivamente occorsi all'assicurato (c.d. *adverse basis risk*)<sup>67</sup>; e soprattutto, un'ipotetica vicinanza dell'“agente terzo” al cliente favorirebbe suoi contegni di azzardo morale, propiziandone l'ingiustificato arricchimento nell'ottenimento di un ristoro superiore al valore realmente perso in conseguenza del sinistro, con inevitabile effetto moltiplicatore delle richieste di risarcimento lesivo della stabilità patrimoniale delle imprese di assicurazione<sup>68</sup>. L'assicurato, dal canto suo, risulterebbe evidentemente disincantato alla conservazione ed alla cura del bene oggetto di copertura (c.d. *positive basis risk*).

La *terzietà* ed *indipendenza* dell'“oracolo” presidiano, dunque, la necessaria dialettica di interessi contrapposti tra assicuratore ed assicurato, sovente invocata a sostegno della compatibilità della polizza stimata con la funzione indennitaria<sup>69</sup>. Esse devono

---

dianche assicurazione parametrica dei danni da incendi in abitazioni, la cui entità e le cui cause sono rilevate da appositi sensori in esse collocati.

<sup>65</sup> La cui assenza impedirebbe, allora, un corretto funzionamento della polizza parametrica: e cfr., a proposito delle problematiche connesse alla carenza infrastrutturale dei Paesi caraibici, le soluzioni illustrate da L. BROOKS, *The Caribbean Catastrophe Risk*, cit., 143 ss., impiegate per favorire l'efficace operatività della CCRIF.

<sup>66</sup> Insiste sul punto l'IVASS, *Glossario*, cit., 16 s.

È anche possibile un'elaborazione dell'indice frutto di un confronto tra autorità ed enti portatori di dati ed informazioni rilevati e, in tali casi, la credibilità dell'indice è sicuramente incrementata, anche se la sua elaborazione potrebbe risultare eccessivamente dispendiosa (cfr. IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 33).

<sup>67</sup> Ad avviso di A. MONTI, *Il danno catastrofale*, cit., 45, questo rischio sarebbe ridimensionato in operazioni di cartolarizzazione che adottano formule parametriche di seconda generazione, caratterizzate da una più precisa stima delle conseguenze di un certo evento dannoso. Nella recente letteratura statunitense si evidenzia anche il rischio che l'assicurato soffra un danno prima dell'attivazione della copertura parametrica, il che renderebbe ottimale una combinazione tra questa ed i prodotti tradizionali (cfr. R.H. JERRY II, *Reflections on COVID-19*, cit., 29).

<sup>68</sup> Cfr., ad es., L. BUTTARO, voce *Assicurazione contro i danni*, cit., 514, là dove nitidamente osservava che «una adeguata tutela contro il pericolo di una deviazione della funzione indennitaria [è] già fornita dal fatto che la determinazione del valore delle cose assicurate [in caso di polizza stimata] è il risultato di un accordo fra titolari di interessi (sotto questo profilo) contrapposti...».

<sup>69</sup> Secondo l'IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 66, una riduzione del numero o

appurarsi all'esito di un'indagine casistica e non appaiono sempre compromesse dalla sussistenza di legami contrattuali con l'assicuratore; concernono, piuttosto, il distinto piano degli assetti proprietari ed implicano la negazione di rapporti partecipativi e di controllo (ai sensi dell'art. 72 cod. ass.) tra gli stessi: s'impone, in termini più espliciti, l'assenza di influenza dominante o notevole, nonché di legami familiari, patrimoniali e collaborativi (cfr. art. 2399 c.c.) suscettibili di minare l'imparzialità dell'"agente terzo" e/o di generare conflitti di interesse lesivi del cliente assicurato.

Nondimeno, al di là dei casi paradigmatici testé citati, il problema dell'imparzialità delle rilevazioni eseguite dall'"oracolo" rispetto agli interessi in gioco pare oggi significativamente ridimensionato: tanto per effetto dell'evoluzione tecnologica, che offre presidi (quali satelliti, droni ed altre sofisticate apparecchiature) idonei a rilevazioni sempre più efficienti ed accurate della portata degli eventi coperti dall'assicurazione; quanto perché "agenti terzi" chiamati a trasmettere le informazioni ufficiali risultanti dalle analisi eseguite (es.: velocità del vento, entità della precipitazione, magnitudo del terremoto, portata dell'eruzione vulcanica e così via) sono di regola – come insegnano proprio le esperienze applicative sopra evocate – enti *indipendenti* (quasi) per definizione (es.: le stazioni meteorologiche o centri di rilevazione sismica o geofisica di riferimento<sup>70</sup> per i luoghi interessati dalle condizioni meteorologiche avverse o da altre calamità naturali).

6. *Polizze parametriche e nuove funzioni della trasparenza assicurativa.* – La reale affidabilità dell'"oracolo" va però coniugata alla *trasparenza dell'organizzazione dell'impresa assicurativa e dell'informazione* sul contenuto delle polizze parametriche<sup>71</sup>.

---

del potenziale di *adverse basis risk events* implicherebbe l'incremento del numero di eventi che comportano un pagamento ed un contestuale abbassamento del c.d. *trigger*: epperò, una previsione siffatta renderebbe inevitabile un aumento del costo della copertura ed una sua minore efficacia di protezione da eventi estremi, rendendo il prodotto meno accessibile a clienti a basso reddito. La particolare delicatezza della determinazione dei livelli soglia ai quali la polizza ancora l'indennizzo è rilevata anche nel *Glossario* dell'IVASS del marzo 2020, cit., 18, ove si ricorda che la loro strutturazione dipende soprattutto dagli obiettivi strategici, dalla propensione al rischio e dal *budget* del cliente (questo punto verrà ripreso ed approfondito *infra*, § 7, in relazione alle tecniche di personalizzazione delle polizze parametriche).

<sup>70</sup> Nell'esperienza applicativa delle polizze parametriche per la copertura dei danni cagionati dalle catastrofi naturali, proprio le rilevazioni (e, si badi, non già le previsioni soggette all'incertezza dei modelli meteorologici) effettuate dalle stazioni meteorologiche costituiscono i più diffusi "oracoli": non è perciò un caso che il legame tra prodotti parametrici e ricerca meteorologica si rinvenga anche in documenti ufficiali della COMMISSIONE EUROPEA (*Libro verde sull'assicurazione contro le calamità naturali*, cit., 12, testo e nt. 17), ove il richiamo, in proposito, ai centri di ricerca meteorologica di cui al Reg. UE n. 911/2010 del Parlamento e del Consiglio relativo al programma di monitoraggio della terra. *Adde* A.T. MEMOLA, *Assicurazione dei rischi da catastrofe naturale: scenario italiano e realtà straniere*, Tesi di dottorato discussa presso l'Università degli studi di Milano (a.a. 2012/2013), pubbl. il 10 marzo 2014 (disponibile all'indirizzo: air.unimi.it), 100, nt. 277 ed il caso riferito da H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 79 s., in relazione al quale la rilevazione della velocità del vento funge da parametro per il calcolo dei danni provocati dagli uragani alla barriera corallina messicana.

<sup>71</sup> È ormai acquisita l'incidenza delle regole in tema di organizzazione dell'impresa di assicurazione sulle disposizioni contrattuali, che ha portato a ravvisare un diritto soggettivo perfetto dell'assicurato al corretto funzionamento dell'impresa (in questa prospettiva, già, G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 63, nt. 90; C. ANGELICI, *Dissesto dell'impresa assicuratrice e rifiuto di pagamento dei premi da parte dell'assicurato*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, II, 389, nonché, con più ampio sviluppo, la monografia di P. CORRIAS, *Dissesto del-*

Sotto il primo profilo, le imprese assicurative devono anzitutto adottare presidi organizzativi volti a garantire la corretta gestione degli algoritmi e, comunque, ad offrire ai clienti: l'esatta comprensione dei termini della correlazione tra indice dedotto nella polizza, dati elaborati dall'"oracolo" – dei quali s'impone l'agevole reperibilità e conoscibilità<sup>72</sup> – ed entità dell'automatica liquidazione forfettaria erogata sulla loro base, la cui possibile inesattezza deve risultare facilmente controllabile e sindacabile. E questi obiettivi, in prodotti complessi e non standardizzati, possono conseguirsi soltanto all'esito di un'attività di *consulenza personalizzata*, intesa come assistenza nella tripla fase di: a) identificazione e definizione dei rischi assicurati; b) successiva scelta delle modalità di copertura più efficienti e «coerent[i] con le richieste e le esigenze assicurative del contraente» (cfr. art. 120, 2° comma, cod. ass., che riproduce l'art. 20, par. 1, direttiva 2016/97/UE c.d. IDD); c) conseguente esecuzione del contratto di assicurazione e gestione del sinistro (c.d. *claims management*).

Siffatta consulenza risulta viepiù necessaria rispetto a polizze a copertura dei rischi c.d. catastrofali basate su protocolli informatici di esecuzione di clausole contrattuali: qui, il pericolo di oscurità dell'algoritmo e di opacità della relativa applicazione è forse accentuato<sup>73</sup>, con la conseguenza che il cliente, specie se sprovvisto di adeguata educazione tecnologica, potrebbe finanche ignorare le reali condizioni di operatività di coperture pagate con ingenti premi e/o risultare incapace di gestire le contingenze verificatesi nell'esecuzione del contratto. Si pensi al caso in cui, pur raggiunto l'indice correlato alla liquidazione forfettaria, l'assicurato sia decaduto dal diritto all'indennità per inadempimento dell'obbligo di avviso (*ex art. 1913 c.c.*), causato da ignoranza circa specifiche modalità informatiche prescritte dalla polizza<sup>74</sup>.

---

*l'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, 2001, *passim*), oggi peraltro consacrata da numerosi dati normativi (puntualmente indicati da P. CORRIAS, *Giulio Partesotti*, cit., 15).

<sup>72</sup> Insiste opportunamente sul punto L. BROOKS, *The Caribbean Catastrophe Risk*, cit., 141.

<sup>73</sup> Benché la consulenza possa essere oggi certamente *automatizzata*, ossia basata su un sistema di raccolta di dati inerenti l'assicurato e le sue contingenti esigenze di copertura, poi elaborati da un apposito algoritmo, non è affatto scontato che l'applicazione di tecnologie *blockchain* all'assicurazione possa tradursi in un incremento di efficienza e trasparenza; a tal fine è infatti imprescindibile un idoneo apparato di controlli, come specificato di seguito nel testo. E cfr., rispetto all'esperienza nordamericana, H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 92 ss.

<sup>74</sup> Le osservazioni ora compiute nel testo dimostrano l'esigenza di un complessivo ripensamento del tema delle asimmetrie informative nel comparto assicurativo (v. già, in un'ottica più generale, gli spunti di F.D. BUSNELLI, *Introduzione. Le nuove frontiere dell'assicurazione ed il principio di precauzione*, in *Gli strumenti della precauzione: nuovi rischi, assicurazione e responsabilità*, a cura di G. COMANDÈ, Milano, 2006, 1; F. CESARANI, *Rappresentazione del rischio, asimmetria informativa ed uberrima fides: diritto italiano e diritto inglese a confronto*, in *Dir. econ. ass.*, 2009, 167).

Se, invero, dalle regole in tema di dichiarazioni inesatte e reticenti declinate dal codice civile affiorano obblighi di informazione precontrattuale pensati ad esclusiva tutela dell'assicuratore (artt. 1892 e 1893 c.c.), la prospettiva risulta invece oggi decisamente rovesciata: in primo luogo, per effetto delle norme generali in tema di trasparenza delle operazioni e protezione dell'assicurato contenute nel codice delle assicurazioni (artt. 182 ss.) e nella relativa disciplina secondaria di attuazione (reg. IVASS, n. 41/2018), evidentemente volte a favorire una scelta consapevole del cliente dei prodotti offerti sul mercato (e cfr., sul punto, P. CORRIAS, *Informativa precontrattuale e trasparenza nei contratti assicurativi tra testo unico finanziario e codice delle assicurazioni*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, 269 s.); ed inoltre e soprattutto, da ultimo, in ragione della crescente ed ormai pervasiva applicazione delle nuove tecnologie ai contratti assicurativi (cfr. A. CAMEDA, *La digitalizzazione del mercato assicurativo: il caso della Digital Health Insurance*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 586 s.), dato che l'attività di elaborazione e di gestione del programma algoritmico è di regola compiuta dall'impresa di assicurazione (o, in virtù di contratti di *outsourcing*, da imprese alla stessa legate da

Nel quadro testé schizzato, la *trasparenza assicurativa* nella commercializzazione di questi prodotti innovativi non si limita dunque a costituire tradizionale presidio a garanzia di chiarezza, completezza e correttezza dell'informazione al cliente, volto a consentirgli una scelta consapevole dei prodotti offerti sul mercato. Essa diviene altresì essenziale «strumento di interpretazione e di gestione delle tecnologie», orientato al perseguimento di un duplice obiettivo: *per un verso*, offrire all'assicurato una compiuta informazione circa utilizzo, modalità di funzionamento ed implicazioni degli algoritmi con specifico riguardo alla polizza sottoscritta; *per altro verso*, identificare agevolmente le responsabilità della loro qualità e progettazione in guisa da prevenire e regolamentare, con controlli ed azioni mirate dell'Autorità di vigilanza, «criticità di natura sistemica derivanti» da possibili errori nell'allocazione dei rischi<sup>75</sup>, ovvero – per ciò che specificamente interessa ai nostri fini – gli «*adverse basis risks*» ed i «*positive basis risks*» sopra evocati, suscettibili di minare la legittima ed efficace operatività delle imprese di assicurazione emittenti polizze parametriche.

Ciò presuppone, all'evidenza, una costante *circolarità delle informazioni* tra le parti del contratto di assicurazione<sup>76</sup>, coniugata ad una completa e puntuale documentazione del processo valutativo sotteso all'elaborazione del parametro, funzionale al perseguimento di una triplice esigenza: sua tempestiva applicazione; costante monitoraggio della relativa attendibilità<sup>77</sup>; *trasparenza* circa l'effettiva ed adeguata comprensione da parte dei clienti tanto dei caratteri degli eventi avversi coperti dalle polizze, quanto dei criteri di determinazione dei ristori in caso di loro accadimento, onde prevenire e scongiurare abusi delle imprese di assicurazione<sup>78</sup>. Per converso, ove siffatta documentazione manchi, l'attendibilità della correlazione dell'indice prescelto con le perdite effettive patite dagli assicurati risulterebbe più agevolmente controvertibile, con l'inesorabile insinuazione di dubbi di compatibilità della polizza parametrica con il principio indennitario<sup>79</sup>.

---

stabili rapporti di collaborazione). Discende da ciò che la posizione dell'assicuratore, sebbene anch'esso chiamato a comprendere il funzionamento degli algoritmi, non può essere affatto equiparata a quella dell'assicurato (come sembrerebbero paventare invece G. D'IPPOLITO-E.M. INCUTTI, *I processi*, cit., 745 e E. BATTELLI, *Big data e algoritmi*, cit., 1524, per i quali l'avvento degli algoritmi sarebbe utile anche a riequilibrare la tradizionale asimmetria informativa a svantaggio del cliente), senz'altro meno attrezzato del primo dal punto di vista organizzativo e professionale.

<sup>75</sup> Propone una moderna lettura della trasparenza (bancaria) in termini di «inerenza dell'informazione» volta a proteggere entrambe le parti del rapporto dai rischi connessi all'evoluzione tecnologica A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, spec. 177 ss., 194 s. e 240 ss., da cui sono tratte le espressioni virgolettate nel testo; e cfr., pure, gli spunti offerti da M.T. PARACAMPO, *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, I, 232 ss. e 243 s., la quale discorre di «passaggio dalla trasparenza verso il cliente alla trasparenza verso i supervisor», in una prospettiva focalizzata sulle responsabilità per scarsa qualità ed errori di progettazione degli algoritmi.

<sup>76</sup> Discorre, sia pur con riguardo al comparto bancario, di «operatività di tipo dialettico» del principio di trasparenza A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali*, cit., 248.

<sup>77</sup> Stigmatizzano la duplice esigenza di agevole misurabilità dell'indice e di sua idoneità a consentire rapide e congrue liquidazioni degli indennizzi L.A. FOGGAN-C.E. CWIERTNY, *Blockchain, smart contracts and parametric insurance: made for each other, paper*, disponibile presso il sito [www.crowell.com](http://www.crowell.com), nov. 2018, 2.

<sup>78</sup> In tal senso, nitidamente, H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 107.

<sup>79</sup> In un'assicurazione parametrica applicata all'agricoltura, ove l'indice è basato su *statistiche meramente indirette*, si potrebbe ad esempio contestare che, in una specifica micro-area geografica, ad un certo

Risulta pertanto decisamente auspicabile, nel prossimo futuro, un intervento regolamentare dell'IVASS in proposito, volto ad adattare le attuali prescrizioni in materia di trasparenza assicurativa alle indubbe peculiarità delle polizze parametriche, precisando in specie il corredo documentale ed informativo che deve precedere, accompagnare e seguire la relativa stipulazione. Riterrei invece preferibile rimettere all'autonomia contrattuale le modalità di determinazione dell'indice che, sia pur nel rispetto dei criteri generali sopra illustrati, non possono prescindere dalla specificità del rischio in concreto assicurato e dalle capacità di spesa del cliente.

7. *Oneri di governo e controllo dei prodotti assicurativi* (c.d. product oversight governance) e *tecniche di personalizzazione delle coperture assicurative parametriche*. – Al netto di tale auspicio di maggior completezza dell'impianto regolamentare, pare del resto incontestabile che le finalità ora specificate siano – già *de iure condito* – perseguibili mercé la corretta applicazione degli oneri di governo e controllo del prodotto (c.d. *product oversight governance*) nel mercato assicurativo, imposti dalla direttiva 2016/97/UE (c.d. IDD), recepita in Italia con il d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, il cui corollario – peraltro in parte applicato già nel quadro normativo anteriore a tale intervento da una recente ed importante pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione<sup>80</sup> – è l'*adeguatezza* intesa sia come onere del *distributore* di valutare la coerenza del profilo di rischio della polizza al(contenuto dei patti contrattuali e, di riflesso, al)le concrete esigenze di copertura del singolo cliente, sia quale vincolo del *produttore* ad ideare e a collocare prodotti appropriati rispetto al *target* di clientela cui sono destinati.

Benvero, con riferimento alle polizze parametriche, tale anticipazione della protezione degli assicurati al momento dell'ideazione del prodotto sortisce esiti di notevole interesse, giacché il corretto adempimento degli oneri di *product governance* implica una *personalizzazione della polizza assicurativa* in entrambi i suoi elementi fondamentali: il rischio ed il premio.

Sul primo versante, le rilevanti dimensioni e la stessa peculiarità dei rischi catastrofici, insita nella bassa frequenza dell'evento associata all'elevato numero di richieste di indennizzo, esigono *proporzionati* presidi di *product governance*<sup>81</sup>, comunque idonei – oltretché a realizzare la *trasparenza assicurativa* dei prodotti parametrici nelle modalità sopra tracciate – a facilitare valutazioni prognostiche e prospettiche della loro tipologia, in guisa da rendere la loro copertura compatibile con le esigenze di sana e prudente ge-

---

livello di precipitazioni o di velocità del vento corrisponda effettivamente un dato ammontare di perdita di coltura o di bestiame. Cfr. IAIS, *Issues Paper on Index Based Insurances*, cit., punto 21.

<sup>80</sup> Il riferimento è a Cass. SS.UU., 14 settembre 2018, n. 22437, in *Foro it.*, 2018, I, c. 3015 ss., con nota di N. DE LUCA, *Clausole claims made: sono tipiche e lecite, ma di tutto si può abusare*; adde: A. ANTONUCCI, *L'assicurazione claims made "tipizzata" dalle sezioni unite: limiti e prospettive*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, spec. 145 s.; M. ROSSETTI, *L'impatto della sentenza delle Sezioni Unite sulle polizze claims made basis: cosa cambia per il futuro (e per il passato)*, in *Assicurazioni*, 2018, 21 e 24 s. e, con più generale riguardo alla novità di approccio della direttiva 2016/97/UE (c.d. IDD), M. HAZAN, *L'assicurazione "responsabile" e la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e resp.*, 2017, 630 ss.

<sup>81</sup> Pone correttamente l'accento sul rapporto di proporzionalità (imposto dall'art. 30 della direttiva IDD) tra questi presidi e rischiosità e complessità dei prodotti ideati e collocati V.F. SANASI D'ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2018, 67.

stione dell'impresa di assicurazione<sup>82</sup>. Diviene perciò ineludibile, anche in virtù dell'ulteriore esigenza di mitigazione del rischio di violazione del principio indennitario (c.d. *basis risk*), il concepimento di affidabili criteri per l'esatta valutazione dell'impatto dell'evento assicurato sulla specifica posizione del cliente: come già anticipato, ad esempio, la corretta impostazione di una polizza parametrica per la gestione dei rischi agricoli esigerà una rilevazione dell'evento climatico causale (pioggia, grandine, neve, vento, ecc.) – i cui effetti solitamente variano anche in relazione a micro-aree geografiche – circoscritta allo specifico contesto territoriale di ubicazione dei fondi rurali del sottoscrittore<sup>83</sup>.

Relativamente al premio, occorre invece definire, già in fase di ideazione del prodotto, un sistema di franchigie e valori soglia dell'indicatore di riferimento per l'accesso al risarcimento estremamente preciso e dettagliato, tarato su obiettivi strategici, propensione al rischio e capacità di spesa del singolo cliente assicurato<sup>84</sup>. Ed invero, la previsione convenzionale di un indice teso a consentire l'indennizzo per i danni arrecati da eventi più ricorrenti aumenterebbe sensibilmente il costo della copertura, rendendolo chiaramente insostenibile per clienti non facoltosi. E, da questo punto di vista, possono agevolmente cogliersi centralità, delicatezza e complessità dell'onere valutativo circa l'adeguatezza dei prodotti parametrici cui è oggi astretto il *distributore*, responsabile di una loro eventuale collocazione su un mercato *target* palesemente inappropriato e, quindi, investito della funzione consulenziale accennata nel paragrafo precedente<sup>85</sup>.

I divisati presidi di governo del prodotto assicurativo incidono, inevitabilmente, sull'assetto organizzativo delle imprese produttrici e distributrici, esigendo un sostanziale rafforzamento della loro *governance*<sup>86</sup> (sulla scorta delle recenti prescrizioni del Reg. IVASS 4 agosto 2020, n. 45) anche nell'ottica di potenziare i controlli interni e di prevenire eventuali sanzioni dell'Autorità di vigilanza per il loro inadempimento.

---

<sup>82</sup> Movendo opportunamente dai principi di *Solvency II* e sia pure in una prospettiva più generale, evidenziano la stretta connessione esistente tra *product governance* e solvibilità dell'impresa E. GALANTI, *La product oversight governance (POG) tra marketing e sana e prudente gestione*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2017, 372 s. e P. MARANO, *La product & oversight governance tra innovazione europea e divergenze "parallele" italiane*, in *Assicurazioni*, 2017, spec. 225, 228 e 231 s., i cui spunti sono ripresi e sviluppati – valorizzando correttamente le peculiarità della gestione del rischio assicurativo – da G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Napoli, 2019, 80 s.

<sup>83</sup> E cfr., ISMEA, *Rapporto sulla gestione del rischio in Italia*, cit., 141.

<sup>84</sup> Così, IVASS, *Glossario*, cit., 18.

<sup>85</sup> Cfr., ancorché in un'ottica generale (e senza far riferimento a prodotti parametrici), G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati*, cit., 65 s. e già, V. TROIANO, *La product governance*, in *La Mifid II*, a cura di V. TROIANO-R. MOTRONI, Padova, 2016, 219.

<sup>86</sup> La complessità di questi profili non ne consente, in questa sede, il relativo approfondimento. Ci si limita perciò ad osservare, al proposito, che l'art. 30-*decies* cod. ass. tace circa le modalità di coinvolgimento degli organi dell'impresa assicuratrice nell'attuazione del procedimento di approvazione del prodotto assicurativo; epperò, tale lacuna è stata recentemente colmata dal Reg. IVASS 4 agosto 2020, n. 45, le cui prescrizioni mirano anche ad agevolare l'identificazione di compiti e responsabilità degli amministratori al riguardo (per una loro disamina, v. G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 797 ss. ed il primo commento di C.G. CORVESE, *La disciplina del "governo e controllo" dei prodotti assicurativi ed i suoi riflessi sul governo societario di imprese di assicurazione e di intermediari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, II, 146 ss.).

In estrema sintesi e con specifico riguardo al nostro campo d'indagine, va rilevato che la direttiva IDD e la relativa disciplina di attuazione consentono di astringere le imprese assicurative ad assolvere con adeguate risorse, umane e tecnologiche, costanti monitoraggi e supervisioni delle implicazioni degli algoritmi<sup>87</sup> sottesi alle polizze parametriche configurate e distribuite. Ed i requisiti organizzativi imposti agli assicuratori inducono altresì a ritenerli responsabili verso gli assicurati per i danni conseguenti ad eventuali disfunzioni dei presidi elettronici (*devices*) abilitati alla registrazione e trasmissione di informazioni esterne (c.d. "oracoli") rilevanti all'attivazione della copertura e ciò vale a prescindere dalla loro effettiva titolarità degli stessi apparati<sup>88</sup> per una duplice ragione. Nell'ottica della direttiva europea pervasa dalla finalità di salvaguardare la sana e prudente gestione delle imprese assicurative, è infatti senz'altro corretto reputare l'algoritmo parte dell'organizzazione dell'impresa utilizzatrice, ancorché di proprietà aliena, e non già dell'ausiliario (*software developer* o *third party provider*), invece estraneo al perimetro della vigilanza assicurativa<sup>89</sup> e del quale non sarebbe perciò sindacabile, almeno in quest'ottica, l'inadeguatezza organizzativa. Ma depongono nel senso indicato, già a monte, il principio declinato dall'art. 30-*septies*, cod. ass. e le prescrizioni della normativa secondaria (Reg. IVASS 3 luglio 2018, n. 38)<sup>90</sup>, che riaffermano la responsabilità dell'impresa assicurativa per le attività, le funzioni e gli obblighi assunti dal *service provider* per effetto della stipula di un contratto di *outsourcing*<sup>91</sup>, astringendo l'assicuratore ad un costante monitoraggio delle attività esternaliz-

<sup>87</sup> È agevole avvedersi che il conseguimento della finalità – indicata dall'art. 120, 2° comma, cod. ass. – di individuazione delle modalità di copertura dei rischi più efficienti e coerenti con le richieste e le esigenze assicurative del contraente, presuppone, all'evidenza, che la compagnia assicuratrice disponga di personale dotato di una conoscenza adeguata della tecnologia e degli algoritmi adoperati nella struttura della polizza parametrica (cfr. gli spunti che, sia pure ad altro fine, possono ricavarsi al proposito dagli *Orientamenti ESMA: Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MIFID II*, 6.11.2018, ESMA35-43-1163IT e *Final Report sugli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MIFID II*, 28.5.2018, ESMA35-43-869; e nel senso che la nuova *product oversight governance* si rileva strumento adeguato per contrastare pratiche non conformi alle esigenze della clientela, ancorché conseguenti all'impiego di algoritmi nel processo produttivo e distributivo, P. MARANO, *La product & oversight governance*, cit., 232).

<sup>88</sup> E restando salva la responsabilità dell'assicurato, ove la manomissione gli sia imputabile, ed ovviamente impregiudicate le azioni di rivalsa delle imprese di assicurazione chiamate al risarcimento verso gli effettivi responsabili dei danni cagionati dai disservizi.

<sup>89</sup> Reputa tale estraneità determinante a suffragare la soluzione indicata nel testo, nella dottrina tedesca, P. WAND, *InsurTech. Opportunities and Legal Challenges for the Insurance Industry. The German Perspective*, in *RTDF*, 2/2020, 78, sulla scia degli orientamenti del *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), *Blockchain Technologie*, del 19 giugno 2017, secondo cui ciascun algoritmo deve considerarsi parte dell'organizzazione imprenditoriale alla stessa stregua del personale dipendente (su quest'ultimo punto si pronuncia in senso analogo, ma con riguardo al comparto bancario, A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali*, cit., 219 ss., ove richiama le posizioni assunte dall'Autorità Bancaria Europea, e 238 ss., per la condivisibile denuncia dell'assenza di un efficiente meccanismo di rivalsa necessario a responsabilizzare adeguatamente i fornitori di algoritmi).

<sup>90</sup> Per l'illustrazione dei contenuti di tale disciplina, C. RUSSO, *L'outsourcing nel settore assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2021, 175 ss.

<sup>91</sup> Ove così non fosse, del resto, gli assicurati risulterebbero privati di qualsiasi tutela nei casi (prevedibilmente frequenti) di impossibilità di identificare i gestori delle applicazioni informatiche compromesse e/o di stabilire la legislazione applicabile, la giurisdizione di riferimento e/o la competenza a conoscere un'ipotetica azione giudiziale. Per questo rilievo, C. BOMPREGZI, *Blockchain e assicurazione*, cit., 27 s.

zate volto ad appurarne la conformità a norme di legge, regolamenti, direttive e procedure aziendali, nonché ai termini dell'accordo.

8. *Il costante monitoraggio del prodotto assicurativo parametrico ed il ruolo dell'Autorità di vigilanza.* – Nell'ottica di salvaguardia del principio indennitario si profila altresì determinante l'applicazione alle polizze parametriche degli oneri di *monitoraggio* e *revisione* del prodotto assicurativo introdotti dalla direttiva IDD e dall'art. 7 reg. (UE) 2017/2358 e recepiti, al livello nazionale, nell'art. 30-*decies*, 5° e 6° comma, cod. ass. e nell'art. 9 reg. IVASS n. 45/2020.

Ed invero, tale attività, da eseguirsi con cadenza almeno annuale, obbliga in particolare i produttori ad adottare le misure correttive dell'indice di riferimento rese necessarie da possibili sopravvenienze in guisa da scongiurare eventuali pregiudizi agli assicurati. Il produttore deve dare poi adeguata informazione circa gli «eventi cruciali» alla base delle misure adottate e dei correlativi effetti sul prodotto assicurativo (art. 9, 3° comma, lett. *a*, reg. IVASS n. 45/2020): *i*) all'Autorità di vigilanza (ai sensi dell'art. 9, 4° comma, reg. IVASS n. 45/2020), chiamata a valutare l'idoneità tecnica dei rimedi prescelti al conseguimento dell'adeguatezza del prodotto e ad esercitare poteri correttivi, sanzionatori ed inibitori<sup>92</sup>, almeno nei più gravi casi di omissioni od errori nella scelta delle misure poste in essere (gravità da rapportarsi, a mio parere, al livello di complessità della configurazione della polizza); *ii*) ai distributori, affinché possano effettuare le opportune modifiche del rapporto di distribuzione; ed infine, *iii*) agli assicurati.

Per i prodotti parametrici imperniati su presidi abilitati alla trasmissione ed alla registrazione dei dati, la divisata istanza di mitigazione del *c.d. basis risk* induce a reputare – pur nell'attuale silenzio dei regolamenti europeo e nazionale in proposito – tale attività consistente pure nel(la verifica sul) periodico aggiornamento e controllo di efficiente funzionalità dei *devices* adoperati, che evidentemente richiedono un costante adeguamento all'evoluzione tecnologica.

9. *Polizze assicurative parametriche, obbligo (di avviso e) di salvataggio.* – Merita un cenno il profilo della compatibilità della liquidazione forfettaria dell'indennizzo con l'onere di salvataggio (art. 1914, 1° comma, c.c.), anch'esso animato – com'è noto – da esigenze di ordine pubblico atte alla protezione di interessi generali<sup>93</sup> e segnatamente

---

<sup>92</sup> Configura nei termini indicati nel testo i contenuti della vigilanza, E. GALANTI, *La product oversight governance*, cit., 369; nel senso, invece, che l'IVASS possa sindacare solo l'astratta idoneità dei mezzi posti in essere dall'assicuratore allo scopo, ma non anche l'effettivo conseguimento del risultato, G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati*, cit., 75 s., argomentando dall'assenza di poteri di approvazione del prodotto dell'Autorità di vigilanza, a mio avviso non preclusiva dei limitati poteri di intervento di quest'ultima specificati nel testo.

<sup>93</sup> È interessante osservare che la salvaguardia degli interessi generali sottesi all'onere di salvataggio, benché sostanzialmente non dissimili dalle istanze presidiate dal principio indennitario (e per l'esatta individuazione del fondamento dell'obbligo di salvataggio è tuttora imprescindibile la lettura della pagina di G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, cit., 85), ha una pregnanza sicuramente minore di quest'ultimo, come attestato: nell'ordinamento italiano, dal mancato richiamo dell'obbligo di salvataggio tra le norme dichiarate inderogabili dall'art. 1932 c.c. (rilevato da A. DE GREGORIO-G. FANELLI, *Il contratto*, cit., 137); a livello



volto a prevenire e ad evitare le conseguenze dannose dell'evento. Di questa conciliabilità potrebbe in effetti dubitarsi rispetto a prodotti assicurativi che riconoscano al cliente il diritto di ottenere automaticamente l'indennità al raggiungimento di predefiniti valori soglia, poiché è innegabile che una simile garanzia ne affievolisca il naturale incentivo all'adozione di misure di mitigazione del danno, volte a salvaguardare il bene (o l'attività) oggetto di copertura.

È mia impressione, nondimeno, che tali perplessità siano agevolmente superabili proprio grazie all'evoluzione tecnologica, ben potendo l'azione salvifica dell'assicurato essere indirettamente incentivata con l'adozione di dispositivi elettronici atti a consentire un costante monitoraggio dei beni ed una continua trasmissione e raccolta di informazioni utili alla ricostruzione del contegno assunto dal cliente per preservarli anche durante la fase che precede l'avverarsi dell'evento dannoso<sup>94</sup>. Ed invero, in un eventuale contenzioso, i dati risultanti dall'adozione di siffatti presidi potrebbero costituire materiale probatorio determinante ai fini dell'onere della prova – incombenne sull'assicuratore<sup>95</sup> – della sussistenza di quella cosciente volontà di profittare dell'indennità, con l'inosservanza dell'obbligo di salvataggio, che la consolidata giurisprudenza di legittimità reputa sufficiente ad integrare gli estremi della sanzione di decadenza dell'assicurato dal diritto dell'indennità, sancita dall'art. 1915, 1° comma, c.c.<sup>96</sup>.

Né va trascurato l'importante ruolo che l'autonomia contrattuale può assolvere per potenziare la vincolatività dell'obbligo di salvataggio. In particolare, è certo indiscutibile l'impossibilità di prevedere clausole di decadenza dal diritto all'indennizzo anche in caso di violazioni colpose, ostandovi il disposto dell'art. 1932 c.c.<sup>97</sup>, che dispone la sostituzione automatica (dalle corrispondenti disposizioni di legge *ex art.* 1339 c.c.) delle previsioni convenzionali che stabiliscano condizioni più sfavorevoli per l'assicurato in tema di oneri di (avviso e di) salvataggio. Neppure è contestabile, d'altro canto, la facoltà di inserire, anche in polizze parametriche, previsioni negoziali miranti a coinvolgere l'assicurato nella gestione del rischio, sollecitandone l'interesse a prevenire il sinistro e ad adottare tutte le misure necessarie a ridurre il potenziale danno. Si

---

comparatistico, dalla sua assenza in sistemi giuridici tradizionalmente vicini al nostro, quali il diritto francese (e sul punto cfr., ad es., Y. LAMBERT FAIVRE-L. LEVENEUR, *Droit des assurance*<sup>13</sup>, Paris, 2011, 378).

<sup>94</sup> Il che rende possibile, a mio avviso, anche sdrammatizzare le preoccupazioni circa l'efficienza dell'obbligo di salvataggio alla prevenzione di comportamenti di azzardo morale a suo tempo manifestate da C. RUSSO, *Trasparenza ed informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001, 149.

<sup>95</sup> In questi termini, da ultimo, Cass., 30 settembre 2019, n. 24210, in *Guida al diritto*, 2020, fasc. 10, 50.

<sup>96</sup> E v., fra le tante decisioni orientate in questa direzione: Cass., 7 novembre 2019, n. 28265; Cass., 19 febbraio 2016, n. 3264, in *Guida al diritto*, 2016, fasc. 18, 59; Cass., 30 giugno 2015, n. 13355; Cass., 28 luglio 2014, n. 17088; Cass., 22 giugno 2007, n. 14579, in *Assicurazioni*, 2007, II, 295; Cass., 11 marzo 2005, n. 5435, in *Giust. civ.*, 2006, I, 1853 ss., con nota di F. MANCUSO, *La Suprema Corte procede nel solco del tradizionale indirizzo interpretativo con riguardo all'ambito applicativo degli art. 1913 e 1915 c.c.*

In dottrina, in tal senso si pronunciava già L. BUTTARO, voce *Assicurazione contro i danni*, cit., 512; più di recente, ad es.: B. PAGLIARA, *Il salvataggio nell'assicurazione danni*, in *Resp. civ.*, 1988, 141 e G. SCALFI, *I contratti di assicurazione*, cit., 225.

<sup>97</sup> Clausole reputate pertanto invalide da G. VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, 119; e v. anche S. LANDINI, *Commento all'art. 1915*, in *Comm. cod. civ.*, diretto da E. GABRIELLI, *Dei singoli contratti*, a cura di D. VALENTINO, vol. IV, Torino, 2011, 204.

pensi alle già citate clausole di franchigia (semplice o assoluta)<sup>98</sup>, qui suscettibili di essere adoperate in funzione di temperamento delle risultanze dell'indice; ed ancor più efficaci, nell'indicata prospettiva, potrebbero risultare innovative tecniche di capitalizzazione con le quali si agganci alla mancata denuncia di sinistri per un certo lasso temporale – o, comunque, alla riduzione del rischio rilevata da appositi apparecchi elettronici (*devices*) solitamente forniti dall'assicuratore – un diritto dell'assicurato ad uno sconto sul premio, così agevolando la sostenibilità economica a medio-lungo termine della copertura assicurativa parametrica.

10. *La sostenibilità dei rischi coperti dalle polizze parametriche mediante la tecnica della cartolarizzazione. L'esperienza dei cat bonds e le prospettive future.* – Escluso ogni aprioristico contrasto delle polizze parametriche con regole inderogabili poste a presidio della funzione indennitaria, occorre dar conto del più serio ostacolo alla loro diffusione, perverso di natura economico-finanziaria, più che giuridica: il costo troppo elevato di questi prodotti, dovuto ad incertezze e difficoltà di calcolo del premio ottimale in applicazione dei tradizionali metodi statistico-attuariali, sovente fallaci al cospetto di rischi anomali ed imprevedibili, viepiù se – come nel recente caso della pandemia da COVID-19 – insuscettibili di esser geograficamente diversificati.

Il tema, assai delicato ed attuale, merita una riflessione che però esorbita dai confini della presente indagine, esclusivamente finalizzata a saggiare la compatibilità delle polizze cc.dd. *index-based* con i principi generali del diritto assicurativo.

Pare nondimeno opportuno manifestare prima la sensazione che l'ardua sostenibilità di questi prodotti, per assicuratore ed assicurato, dipenda non già da intrinseche peculiarità delle polizze parametriche, bensì piuttosto dai connotati dei rischi catastrofali usualmente coperti loro tramite; e cogliere poi l'occasione per segnalare qualche carenza ed incongruenza della vigente disciplina prudenziale, cui conviene rimediare nel prossimo futuro, nell'auspicata strategia (evocata in apertura del presente contributo) del relativo governo mediante contratti di assicurazione.

Fra le lacune spicca l'esigenza – già da altri segnalata con riguardo all'assicurabilità del rischio pandemico<sup>99</sup> – di potenziare il sotto-modulo della Direttiva c.d. *Solvency II* per i cc.dd. rischi catastrofe non vita, in guisa da rendere compatibile il *buffer* di capitale denominato *Solvency Capital Requirement* (SCR) con la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e di riassicurazione.

Consentono invece di cogliere la cennata incongruenza illustrazione e confronto, pur in estrema sintesi, dei due sentieri, da tempo percorsi nella tecnica assicurativa, per diversificare il portafoglio e traslare ad altri soggetti gli ingenti oneri degli indennizzi dovuti per il ristoro dei “danni catastrofali”.

---

<sup>98</sup> Per un cenno a tali clausole, in una prospettiva più generale, già G. SCALFI, *I contratti di assicurazione*, cit., 207, ove la puntualizzazione che: per franchigia “semplice” s'intende la previsione che esclude dal risarcimento i danni inferiori ad un certo ammontare; la franchigia “assoluta” consente all'assicuratore, invece, di operare una detrazione dall'indennità spettante all'assicurato; e cfr., pure, C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni*, cit., 348 s., che evidenzia l'effetto positivo delle franchigie sulla stabilità del procedimento tecnico-assicurativo di neutralizzazione dei rischi.

<sup>99</sup> Il riferimento è a K. VAN HULLE, *Pandemics and insurability*, cit., 2, condiviso da M. SIRI, *L'assicurazione e i rischi pandemici*, cit., 677.

Da un lato v'è la riassicurazione, sovente coadiuvata da interventi pubblici di finanziamento a copertura dei divisati rischi di selezione avversa e di *moral hazard*, accentuati dall'imprevedibilità degli eventi catastrofici e saggiati nelle già riferite esperienze del comparto agricolo (*supra* § 1); strumento il cui utilizzo – in assenza di stanziamento di cospicue risorse pubbliche *ad hoc* – non si sottrae, tuttavia, agli impedimenti economici sopra evocati e qui connessi, oltretutto alle difficoltà di applicazione dei metodi statistico-attuariali (valevoli, *mutatis mutandis*, anche per i riassicuratori<sup>100</sup>), anche alla nota assenza di un mercato riassicurativo adeguatamente competitivo.

Questi limiti possono essere – e sono già stati (nell'esperienza statunitense e non solo<sup>101</sup>) – almeno in parte superati mediante la cartolarizzazione dei rischi assicurativi: operazione consistente in ciò, che un'impresa assicurativa (*sponsor*) costituisce una società veicolo (*Special Purpose Vehicle* o *SPV*), alla quale trasferisce i rischi da coprire, stipulando con la stessa un accordo, simile ad un trattato di riassicurazione, in virtù del quale le paga un premio in corrispettivo dell'erogazione dell'indennizzo al verificarsi dell'evento dannoso.

Senonché, la maggiore convenienza della cartolarizzazione rispetto ad una tradizionale operazione riassicurativa risiede nella conversione del rischio assicurativo in rischio finanziario: il finanziamento del primo non comporta, infatti, l'iscrizione di alcuna posta debitoria nel bilancio dell'impresa assicurativa *sponsor*, riducendone il merito di credito; avviene invece mediante emissione, da parte della *SPV*, delle cc.dd. "obbligazioni catastrofali" (meglio note come "*catastrophe bonds*" o "*cat bonds*"<sup>102</sup>, recentemente ribattezzate "*pandemic bonds*"), sottoscritte da investitori istituzionali che versano alla *SPV* il capitale principale in cambio di interessi nella misura pari ad un tasso (sostanzialmente privo di rischio) oltre ad un premio di rischio, al netto dell'ammontare degli indennizzi eventualmente erogati.

Il rimborso e la remunerazione dei titoli obbligazionari sono quindi condizionati al mancato verificarsi dell'evento catastrofico, il cui accadimento comporterà l'indennizzo dei danni conseguenti con l'impiego della provvista apportata dagli investitori istituzionali a fronte della sottoscrizione dei *cat bonds*.

E da quest'angolazione può cogliersi il non trascurabile vantaggio dell'impiego delle polizze parametriche, che agevola siffatta traslazione del rischio giacché semplifica la quantificazione degli indennizzi da erogare, determinati sulla base di indici obietti-

<sup>100</sup> Limpidamente, sul punto, (N. VARDI-)V. ZENO ZENCOVICH, *L'assicurabilità dei rischi da catastrofe*, cit., 341 s.

<sup>101</sup> Pioniere nell'utilizzo di prodotti assicurativi parametrici collegati all'emissione di titoli obbligazionari garantiti da un fondo nazionale statale (Fonden) è stato il Messico nel 1996, trasferendo i rischi dei terremoti ai mercati internazionali dei capitali (traggo la notizia da S. KONSTA, *Parametric Insurance*, cit., 13).

<sup>102</sup> Trattasi di titoli che prospettano il vantaggio di un alto rendimento a fronte di un livello di rischio relativamente modesto, poiché correlato al verificarsi di eventi naturali, anziché alle consuete variabili (tassi di interesse, tassi di cambio, ecc.) del mercato dei capitali. Cfr., già, OECD, *Catastrophe-Linked Securities and Capital Markets*, in *Risk Awareness, Capital Markets and Catastrophic Risks*, in *Policy Issues in Insurance*, n. 14, OECD Publishing, 2011, 125, ripreso da A. MONTI, *Il danno catastrofale*, cit., 42 s.; *adde* (N. VARDI-)V. ZENO ZENCOVICH, *L'assicurabilità dei rischi da catastrofe*, cit., 342, nonché le due voci di E.A. GRAZIANO, *Catastrophe Bond e Pandemic Bond*, in *Minerva bancaria*, 2020, risp. 175 ss. e 182 ss.; e da ultimo, anche per aggiornati ragguagli di letteratura finanziaria, il documentato contributo di S. BRIGHENTI, *La cartolarizzazione dei rischi assicurativi: specificità della società veicolo e sua incidenza sull'impresa di assicurazione cedente*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1477.

vamente accertabili e, perciò, dotati di maggiore attendibilità ed affidabilità per i mercati finanziari.

Epperò, ad onta degli indiscutibili benefici connessi a questa felice correlazione tra prodotti assicurativi (parametrici) e derivati finanziari, la *SPV* non è sorprendentemente trattata, dalla disciplina regolamentare italiana, alla stessa stregua di una tradizionale impresa di riassicurazione<sup>103</sup>. Lo si evince dall'art. 20, 4° comma, reg. IVASS n. 38/2018, che astringe la *governance* dell'impresa di assicurazione (*sponsor*) optante per tale tecnica di mitigazione del rischio assicurativo ad obblighi (e conseguenti responsabilità) ben più gravosi rispetto alla normale opzione riassicurativa: obblighi consistenti nell'attivo monitoraggio, mediante il proprio sistema di governo societario, del rispetto del requisito di finanziamento integrale del rischio assicurativo nonché degli ulteriori rischi derivanti dalla società veicolo, anche ai fini del calcolo dei propri requisiti di capitale.

Siffatta disparità di trattamento tra riassicurazione e cessione dei rischi assicurativi ad una *SPV* andrebbe forse, in una prospettiva *de iure condendo*, ripensata ed eliminata, poiché suscettibile di ostacolare la diffusione di una tecnica sicuramente efficiente, che si profila soprattutto determinante e più conveniente in un "sistema integrato" anche da sussidi pubblici, per la copertura dei rischi di eventi catastrofali estremi, quale è oggi la pandemia da COVID-19. Se è infatti incontestabile che la loro eccezionale portata e dimensione precludano la diversificazione geografica del rischio e, di riflesso, anche l'assorbimento delle perdite generate dall'evento catastrofale assicurato nei "deep pockets" dei *global capital markets*, costringendo lo Stato (o un gruppo di Stati<sup>104</sup>) ad esso esposto a rendersi comunque riassicuratore di ultima istanza<sup>105</sup>; altrettanto innegabile è che l'intervento finanziario pubblico, restando circoscritto alla copertura dei soli rischi eccedenti un certo livello di "danno catastrofale" (c.d. *stop loss*), risulterebbe di gran lunga meno oneroso per le tasche dei cittadini oltreché, probabilmente, più efficiente e tempestivo.

<sup>103</sup> Come invece dovrebbe essere: lo dimostrano recentissime ricerche condotte dalla dottrina americana [il riferimento è S.L. SCHWARCZ, *Insuring the "Uninsurable": Catastrophe Bonds, Pandemics, and Risk Securitization*, in corso di pubbl. in *Washington Univ. Law Rev.*, vol. 99 (2021-2022), già disponibile presso il sito *papers.ssrn.com*, spec. 34 s. del dattiloscritto] e, già, presso la nostra dottrina, lo spunto di S. BRIGHENTI, *La cartolarizzazione*, cit., 1504 s., ove rileva criticamente la disparità di trattamento tra riassicurazione e cessione dei rischi ad una società veicolo, stigmatizzando i ben più gravosi oneri di diligenza e di prudenza imposti ai gestori dell'impresa assicuratrice cedente in una difficile valutazione dell'idoneità della società veicolo all'effettiva copertura dei rischi trasferibile.

<sup>104</sup> Si allude al noto caso del Fondo assicurativo caraibico per le calamità naturali (*Caribbean Catastrophe Risk Insurance – CCRIF*) in cui un gruppo di Stati caraibici ha sfruttato le economie di scala connesse al *risk-pooling*, spuntando premi più vantaggiosi a fronte di una copertura più estesa (cfr. L. BROOKS, *The Caribbean Catastrophe Risk*, cit., 141; H.M. PETERSEN, *Parametric Payouts*, cit., 88 ss.; A. MONTI, *Il danno catastrofale*, cit., 85 s.).

<sup>105</sup> A questa conclusione giungono i tre studi di: K. VAN HULLE, *Pandemics and insurability*, cit., 3 ss.; S.L. SCHWARCZ, *Insuring the "Uninsurable"*, cit., 67; M. SIRI, *L'assicurazione e i rischi pandemici*, cit., 681 ss., che riguarda anche l'assicurazione contro la pandemia nell'interessante prospettiva dei beni pubblici.

# LE POLIZZE ASSICURATIVE “WARRANTY AND INDEMNITY” NELLE COMPRAVENDITE DI PARTECIPAZIONI SOCIETARIE

di Paolo Rainelli

SOMMARIO: 1. Le polizze assicurative come strumento di allocazione del rischio nelle operazioni di compravendita di partecipazioni societarie. Il rapporto con le *representations and warranties*. – 2. La qualificazione giuridica delle *W&I*: le polizze *buy-side* e le polizze *sell-side*. – 3. Le incertezze regolamentari sulle polizze *buy-side* nel mercato italiano: il Regolamento IVASS 29/2009 e i (parziali) chiarimenti dell’Autorità. – 4. La rilevanza della conoscenza del contraente e la disciplina delle dichiarazioni inesatte o reticenti. – 5. (*Segue*): il diritto di surroga dell’assicuratore e le clausole contrattuali che ne limitano la portata. – 6. La clausola *claims made and notified* e il correttivo della *deeming clause*. – 7. Il rapporto tra polizza e obblighi di indennizzo del venditore. – 8. Cenni conclusivi sugli interessi sottesi e sulle future evoluzioni delle polizze *W&I*.

1. *Le polizze assicurative come strumento di allocazione del rischio nelle operazioni di compravendita di partecipazioni societarie. Il rapporto con le representations and warranties.* – Tra gli strumenti negoziali di allocazione del rischio nell’ambito di operazioni di compravendita di partecipazioni societarie, tradizionalmente incentrato sulle c.d. dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*) e sui correlati obblighi di indennizzo a carico del venditore, trovano sempre più frequente applicazione le c.d. polizze *Warranty and Indemnity*<sup>1</sup>, attraverso le quali i contraenti realizzano un effettivo trasferimento (parziale o integrale) del rischio legato all’eventuale inesattezza o difformità delle dichiarazioni e garanzie contrattuali verso un soggetto esterno all’accordo di compravendita, ossia la compagnia assicurativa. In altri termini, con la sottoscrizione di una polizza *W&I*, l’assicuratore assume il rischio del danno derivante all’assicurato dall’inesattezza o dalla difformità delle dichiarazioni e garanzie rese nell’accordo di compravendita.

Tali strumenti assicurativi sono inizialmente apparsi sul mercato anglosassone e statunitense verso la prima metà degli anni novanta come variante delle già note assicurazioni sulla responsabilità fiscale delle società compravendute (c.d. *tax liability insurance*)<sup>2</sup>, ma non hanno trovato immediata diffusione nella prassi operativa a causa di una

---

<sup>1</sup> Nella prassi internazionale, in particolare statunitense, le polizze *Warranty and Indemnity (W&I)* sono altresì note come *Representation and Warranty Insurance (R&W Insurance)*.

<sup>2</sup> Come osservato da A. BORSELLI, *Insurance in M&A Transactions*, in P. MARANO-K. NOUSSIA (a cura di), *The Governance of Insurance Undertakings. AIDA Europe Research Series on Insurance Law and Regulation*, vol. 6., Londra, 2022, 200, le polizze *W&I* rientrano nella più ampia categoria della *transactional insurance*, insieme alla *contingent liability insurance* (volta a gestire l’allocazione del rischio di una specifica operazione o responsabilità della società *target*), al *litigation buyout* (inteso ad allocare o trasferire i rischi derivanti da un contenzioso pendente o minacciato) e, appunto, alla *tax liability insurance*. Sul punto

serie di difficoltà legate sia alla novità dell'istituto e alla limitata disponibilità di copertura (combinata a premi ancora molto elevati per la scarsità di compagnie presenti su tale nuovo mercato), sia alle peculiarità del processo di sottoscrizione: per la valutazione dei rischi assunti, le assicurazioni richiedevano infatti di svolgere una propria autonoma *due diligence*, distinta rispetto a quella già svolta dai contraenti nell'ambito dell'acquisizione e della negoziazione delle dichiarazioni e garanzie contrattuali, con un evidente aggravio di costi e dilatazione dei tempi, incompatibile con le esigenze di celerità tipiche delle operazioni di acquisizione. Negli ultimi dieci anni le compagnie hanno apportato notevoli miglioramenti al processo di sottoscrizione delle polizze e, accogliendo le istanze di maggiore efficienza e speditezza provenienti dagli operatori, hanno largamente sostituito l'originario svolgimento di una propria autonoma indagine indipendente (spesso lunga e dispendiosa) con una valutazione del rischio fondata essenzialmente sulla *due diligence* già condotta dal compratore, acquisendone gli esiti e interfacciandosi con i consulenti legali e gli altri esperti incaricati di svolgere l'indagine per conto del compratore, al fine di identificare le aree di maggior rischio e, in ipotesi, escluderle dalla copertura assicurativa (ovvero adeguare il premio alle risultanze di tale indagine di secondo livello)<sup>3</sup>.

Per quanto tali strumenti assicurativi abbiano registrato una crescente diffusione e assumano oggi una notevole rilevanza applicativa nelle operazioni di acquisizione, il tema è stato oggetto, solo in tempi recenti, di una limitata attenzione da parte della dottrina<sup>4</sup>; analogamente nella giurisprudenza (ordinaria e arbitrale) mancano significative pronunce su controversie aventi ad oggetto l'applicazione di tali polizze<sup>5</sup>.

---

e sull'origine delle polizze *W&I* si rinvia altresì a P. ROSEN-G. BLITZ, *Trends and Features of Transactional Liability Insurance and its Effects on the M&A Marketplace*, relazione al simposio presso la Michigan University Law School il 20 ottobre 2017, reperibile al seguente indirizzo [www.americancollegedecoverage.org/2017symposium-umichigan-papers--presentations](http://www.americancollegedecoverage.org/2017symposium-umichigan-papers--presentations).

<sup>3</sup> Come nota C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020, 321, l'assicuratore, in sostanza, svolge una *due diligence* di secondo livello avente a oggetto le attività di indagine espletate dal compratore al fine di individuare le aree di rischio da escludere dalla copertura assicurativa, eventualmente in ragione della tipologia di rischio o del livello di indagine reputato insufficiente. Siccome il rischio viene valutato anche in base ai contenuti del contratto di compravendita, le compagnie assicurative tendono a voler ottenere visibilità sullo svolgimento del negoziato delle parti fin dalle prime fasi (per quanto si osservino nella prassi anche casi di coinvolgimento differito dell'assicuratore), giungendo poi a una valutazione del rischio che sono disposte ad assicurare sulla base dell'analisi dei risultati della *due diligence* condotta dal compratore. Di norma, nelle primissime fasi di coinvolgimento, l'assicuratore chiederà accesso alla *data room*, nonché copia dell'ultimo bozza del contratto di compravendita e dei rapporti di *due diligence* (ambientale, fiscale, legale, ecc.). Dopo aver esaminato il materiale, gli assicuratori predisporranno un Q&A e programmeranno interlocuzioni con il contraente e con i suoi consulenti per discutere condizioni, coperture ed esclusioni della polizza. Nel cercare una parziale spiegazione alla recente espansione delle polizze *W&I* sul mercato statunitense, S. J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, in *Minn. Law Rev.*, 2020, vol. 104, 1839 ss., parla espressamente di "free-riding" delle compagnie: "insurers learned to underwrite the product faster, largely by free-riding upon the underlying due diligence of the parties themselves rather than undertaking an extensive due diligence effort of their own". L'Autore segnala la diffusione su larga scala di queste polizze soprattutto a partire dal 2013 e riporta i risultati di alcune ricerche empiriche condotte a campione sul mercato statunitense secondo cui, già nel 2017, circa il 50% delle operazioni di acquisizione di partecipazione societarie prevedeva una copertura assicurativa per violazione delle *reps and warranties*.

<sup>4</sup> Nella dottrina italiana si vedano, in particolare, i lavori di C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 315; S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, in *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Porto-*

L'assenza di rilevante casistica giurisprudenziale anche nel panorama internazionale va ricondotta non soltanto alla (relativa) novità dell'istituto, ma anche alla circostanza che il mercato di queste polizze si trovi ancora in una fase di espansione (e forse di iniziale consolidamento), nella quale le compagnie, al fine di incentivare la diffusione delle polizze, tendono a limitare i contenziosi connessi alla contestazione della copertura assicurativa<sup>6</sup>.

2. *La qualificazione giuridica delle W&I: le polizze buy-side e le polizze sell-side.* – Le assicurazioni *W&I* possono essere sottoscritte tanto dall'acquirente (c.d. polizze *buy-side*) quanto dal venditore (c.d. polizze *sell-side*), con una serie di implicazioni sia sotto il profilo della struttura della polizza e della tipologia (ed estensione) del danno

---

fino del 1989, a cura di A. CRIVELLARO, Milano, 2017, 15; E. GABRIELLI, *Vendita di partecipazioni e assicurazione: un contributo alla teoria del rischio e delle garanzie contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 213. Nel panorama internazionale, oltre al già ricordato S. J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1886, vedi anche A. BORSELLI, *Insurance in M&A Transactions*, cit., 200; R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, in *Bus. Law Intern.*, 2019, vol. 20, 167; M. HYATT, *Warranty and Indemnity Insurance: Proliferation of Moral Hazard or Legitimate Risk Mitigation Tool?*, in *University of San Francisco Law Review*, 2017, vol. 51, 127; J. CHAPMAN-J. WHALEN-B. BODURIAN, *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2017; e, in tempi meno recenti, M.S. GALLOZZI-E. PHILLIPS, *Representations and Warranties Insurance*, in *Environmental Claims Law Journal*, 2002, vol. 14, 455.

<sup>5</sup> Come segnala L. TORTORELLI, *Acquisizioni di partecipazioni sociali: Representations and Warranties e Representation and Warranty Insurance*, Tesi di laurea in Diritto Commerciale – Diritto del Mercato Finanziario, Università degli Studi di Genova, 2021, 101 (inedita) un riferimento incidentale alle polizze assicurative *W&I* è in realtà rinvenibile nella giurisprudenza della Corte di Giustizia UE in un caso avente ad oggetto l'identificazione dello Stato membro legittimato alla riscossione delle tasse sui premi di assicurazione (Corte Giust. UE, 17 gennaio 2019, A Ltd. con l'intervento del Veronsaajien oikeudenvälvontayksikkö, C-74/18). Nel concludere che lo Stato legittimato è quello in cui ha sede il contraente e non quello di stabilimento della società compravenduta (in quanto solo il primo può essere qualificato come “Stato membro in cui il rischio è situato”), la Corte svolge alcune brevi considerazioni sulle caratteristiche della polizza assicurativa *W&I*. La Corte afferma che le assicurazioni in parola “hanno per oggetto la copertura, da parte della compagnia di assicurazioni, conformemente ai termini del contratto, del danno subito dall'acquirente a causa di una violazione delle dichiarazioni rilasciate dal venditore nell'atto di vendita” e che “l'assicurazione copre solo la minusvalenza delle azioni che sia causata da fatti costituenti oggetto di dichiarazioni distinte del venditore all'atto di concludere il contratto di vendita”. L'Autore sottolinea come nel caso esaminato le garanzie fossero semplici *legal warranties* (ovvero dichiarazioni aventi ad oggetto qualità della partecipazione e non delle attività sottostanti). Nonostante larga parte delle garanzie appartenessero alla categoria delle *business warranties* (ovvero dichiarazioni aventi ad oggetto qualità delle attività sottostanti), la decisione della Corte di Giustizia non distingue tra le diverse tipologie e sembrerebbe definire la polizza *W&I* sulla base della violazione delle sole *legal warranties*. È in ragione di tale disamina parziale (e non esaustiva) che la Corte individua il danno coperto dalle polizze nella “minusvalenza delle azioni” come se il rischio assicurato fosse solo quello di un danno diretto alla partecipazione. Per contro, continua l'Autore, “nel caso in cui, invece, il danno da inesattezza delle *R&W* sia correlato alla violazione di *business warranties* – dal momento che l'inesattezza di queste non intacca direttamente la partecipazione – il rischio tutelato non sarà quello di un danno diretto ad un bene determinato (i.e., la partecipazione oggetto della compravendita), ma il rischio del danno indiretto all'utilità economica che l'acquirente confidava di ricavare per tramite della partecipazione”.

<sup>6</sup> In questo senso S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1918. Si tornerà *infra* sul fatto che le controversie nell'ambito delle polizze *W&I* siano di norma compromesse in arbitrato e sulle conseguenze in termini di emersione e visibilità dei precedenti.

indennizzabile, sia sotto il profilo della classificazione all'interno dei diversi rami assicurativi. Va preliminarmente osservato che, nella prassi di mercato, la larghissima maggioranza delle polizze *W&I* è oggi sottoscritta dagli acquirenti<sup>7</sup>, anche in ragione della maggiore semplicità e ampiezza dei rischi che possono essere coperti mediante questa variante (argomento su cui si tornerà *infra*). Tuttavia entrambi gli schemi contrattuali sono, in realtà, volti alla copertura del medesimo rischio: entrambe le polizze si configurano come contratti bilaterali stipulati con l'assicuratore, nel primo caso dal compratore per assicurare il rischio di danno (diretto o indiretto) legato al depauperamento del valore della partecipazione acquisita (*buy-side*), nel secondo caso dal venditore a copertura del rischio derivante dal suo obbligo contrattuale di indennizzare il compratore in caso di difformità o inesattezze delle dichiarazioni e garanzie (*sell-side*)<sup>8</sup>. In entrambi i casi il "sinistro" viene individuato *per relationem* al contenuto delle dichiarazioni e garanzie rese nel contratto di compravendita.

In presenza di una polizza assicurativa *buy-side*, è piuttosto frequente che lo stesso contratto di compravendita di partecipazioni disciplini le modalità di ottenimento dell'indennizzo da parte del compratore rinviando direttamente alla copertura assicurativa e prevedendo che qualsiasi richiesta di indennizzo debba essere formulata, nei termini previsti dalla polizza *W&I*, esclusivamente nei confronti della compagnia (eventualmente notificando il venditore a fini informativi). Secondo questo impianto negoziale si escludono ulteriori obblighi di indennizzo in capo al venditore verso la società compravenduta (o verso il compratore) per violazione delle dichiarazioni e garanzie, dimodoché l'indennizzo assicurativo costituisca l'unico rimedio a disposizione del compratore con esclusione di qualsiasi altro diritto o azione previsti dalla legge applicabile al contratto.

Nelle meno frequenti polizze *sell-side* il contraente assicurato è il venditore e la polizza prevede che quest'ultimo, una volta ricevuta la richiesta d'indennizzo dal compratore ai sensi del contratto di compravendita, sia manlevato dall'assicuratore; naturalmente, in questo diverso schema negoziale, il compratore conserva intatto il diritto all'indennizzo contrattuale nei confronti del venditore<sup>9</sup>.

Come anticipato, a seconda del soggetto contraente, le polizze *W&I* devono poi ricondursi a differenti rami dell'assicurazione contro danni: le polizze *sell-side* debbono

---

<sup>7</sup> Come riportato da R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., sulla base di dati empirici "[w]hen transaction liability insurance first became available it was largely purchased by sellers but now it is often the buyer taking out the policy. As per the Global M&A Insurance Index 2018 published by Jardine Lloyd Thompson Group plc, in the years 2016 and 2017, 93 per cent of the transaction liability policies were buyerside policies and seven per cent of the policies were seller-side policies". Dati più recenti (Marsh JLT Speciality 2020 e 2021) confermano la tendenza e riportano percentuali ancor maggiori per le polizze *buy-side* (tra il 97% e il 98%).

<sup>8</sup> Conformemente S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 16.

<sup>9</sup> Vedi C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 318; l'Autrice ricorda come, in alcuni casi, il venditore negozi la polizza assicurativa e questa, successivamente, sia stipulata dall'acquirente: "[s]i tratta delle polizze *W&I* c.d. seller-flipping-to-buyer-side o anche *sell-side* flip, verso le quali la prassi sembra denotare un crescente interesse", soprattutto nell'ambito di procedure di gara con una pluralità di potenziali compratori. Si tratta tuttavia di polizze che, nonostante la negoziazione svolta dal venditore nella fase preliminare nell'interesse e a beneficio dei potenziali compratori, seguono poi sostanzialmente lo schema negoziale e le meccaniche delle polizze *buy-side*.



infatti configurarsi come assicurazioni della responsabilità civile *ex art.* 1917 c.c. (in quanto il venditore si assicura contro il rischio di danni arrecati all'acquirente nel caso di inesattezza delle dichiarazioni e garanzie)<sup>10</sup>. Per contro le polizze *buy-side* devono essere ricondotte entro il particolare ramo dei rischi di “*perdite pecuniarie di vario genere*” *ex art.* 2, comma 3, n. 16, del d.lgs. 9 settembre 2005, n. 209 (codice delle assicurazioni private). Si tratta infatti di coperture assicurative caratterizzate da un duplice profilo di atipicità: in primo luogo, non assicurano danni a una cosa (intesa come oggetto immediato del contratto di compravendita) in quanto la maggioranza delle dichiarazioni e garanzie non attengono a qualità del bene compravenduto (ossia la partecipazione societaria), ma riguardano qualità dell'oggetto mediato (ossia l'attività d'impresa sottostante)<sup>11</sup>; in secondo luogo, non assicurano il credito del compratore verso il venditore derivante dall'obbligo di indennizzo (come osservato *supra* il compratore spesso rinuncia preventivamente a tale indennizzo proprio in ragione della sussistenza di una polizza). La dottrina<sup>12</sup> ha osservato come l'assicurazione *buy-side* copra un danno indiretto, ovvero l'utilità economica che il compratore vorrebbe (o avrebbe voluto) trarre dalle attività d'impresa che rappresentano l'oggetto mediato dalla compravendita<sup>13</sup>, in quanto il compratore è esposto al rischio di depauperamento del loro valore per effetto delle inesatte dichiarazioni rese dal venditore. Tale utilità economica sarebbe danneg-

<sup>10</sup> La qualificazione delle polizze *sell-side* come assicurazioni della responsabilità civile si basa sull'assunto che tale assicurazione possa legittimamente coprire sia la responsabilità extracontrattuale sia quella contrattuale. La ricostruzione che individua nelle *business warranties* delle prestazioni di garanzia di tipo essenzialmente assicurativo (cfr., anche per ulteriori richiami, M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di «controllo» e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 119 e A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, 310), recentemente avallata dalla giurisprudenza di legittimità (Cass., 13 agosto 2020, n. 17011 e Cass., 2 febbraio 2021, n. 2314), riconosce infatti che la violazione delle *reps* non sempre è dovuta a colpa del venditore in quanto, nella maggioranza dei casi, l'inesattezza delle *business warranty* discende da circostanze totalmente indipendenti dal controllo del venditore (ad esempio, le garanzie sull'assenza di contenzioso potrebbero rivelarsi inesatte per una causa intentata da un terzo in relazione a una controversia non manifesta e del tutto ignota al venditore). Potrebbe emergere un apparente contrasto tra l'esigenza di imputazione colpevole dell'evento alla base dell'assicurazione della responsabilità civile (*ex art.* 1917 c.c.) e il fatto che l'inesattezza di una dichiarazione possa essere incolpevole. Tale contrasto appare risolvibile facendo rientrare nell'alveo dell'art. 1917 c.c. anche gli obblighi di indennizzo conseguenti alla difformità rispetto a quanto garantito ovvero configurando la violazione delle dichiarazioni e garanzie come inadempimento contrattuale.

<sup>11</sup> In senso conforme Cass., 13 agosto 2020, n. 17011, ove afferma che le c.d. *business warranty* hanno “una funzione sostanziale di garanzia, di tipo assicurativo, e l'obbligazione che ne deriva a carico del cedente è finalizzata a tenere il cessionario indenne dagli effetti pregiudizievoli, sulla consistenza patrimoniale della società, derivanti dal fatto predeterminato”.

<sup>12</sup> In particolare S. EREDE, *La “Indemnity and Warranty Insurance” nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 17: “[i]l contratto non sembrerebbe, quindi, rappresentare l'assicurazione di un rischio di natura esclusivamente finanziaria ma, piuttosto, di un rischio legato alla possibilità per il venditore [recte il compratore] di trarre dalla cosa (intesa come la partecipazione sociale) un valore patrimoniale (rappresentato dalla redditività della società o dall'assenza di maggiori oneri per mantenere la produttività del complesso aziendale della stessa) coerente con quanto rappresentato nelle dichiarazioni e garanzie”.

<sup>13</sup> Sull'oggetto diretto e indiretto nelle acquisizioni di partecipazioni societarie si rinvia, in particolare, al saggio dell'Onorato (P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in AA.VV., *Le acquisizioni societarie*, Torino, 2011, 9) e, anche per ulteriori riferimenti, a M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di «controllo» e garanzie contrattuali*, cit.; sempre sul tema, ma con specifico riguardo al rapporto con la teoria del rischio e con la copertura assicurativa, si rinvia al contributo di E. GABRIELLI, *Vendita di partecipazioni e assicurazione: un contributo alla teoria del rischio e delle garanzie contrattuali*, cit., 215.

giata alternativamente da un esborso (necessario per ripristinare la piena utilità economica) o dal mancato profitto conseguente all'inesattezza delle dichiarazioni rese dal venditore: la polizza stipulata dal compratore non sarà quindi classificabile come una generale assicurazione contro danni diretti a un bene individuato, ma piuttosto riconducibile al particolare ramo residuale dei rischi di “*perdite pecuniarie di altro genere*”.

3. *Le incertezze regolamentari sulle polizze buy-side nel mercato italiano: il Regolamento IVASS 29/2009 e i (parziali) chiarimenti dell'Autorità.* – Prima di proseguire con l'analisi, occorre dare conto di una incertezza – oggi superata, ma non senza perduranti chiaroscuri – relativa alla legittimità delle polizze *W&I* (in particolare nella variante *buy-side*) in ragione di una previsione del Regolamento IVASS 29/2009. Le polizze stipulate dal compratore, infatti, sembravano ricadere nel divieto imposto alle compagnie italiane (ed extracomunitarie stabilite in Italia) dall'art. 4, comma 2, del Regolamento IVASS 29/2009 in base al quale “*in ogni caso non sono rilasciabili le coperture destinate a garantire il rimborso di sopravvenienze passive o minusvalenze su elementi patrimoniali derivanti da valutazioni conseguenti ad operazioni straordinarie di impresa*”<sup>14</sup>. Nonostante il tenore letterale del divieto sembrasse ricomprendere anche le polizze *W&I*, l'Autorità non ha mai sollevato alcuna contestazione pur a fronte di una notevole diffusione di tali polizze (soprattutto da parte di compagnie estere operanti in Italia *ex art. 27* del codice delle assicurazioni private). Tale prolungato silenzio avrebbe potuto indurre a ritenere che l'IVASS non considerasse tali polizze soggette al divieto regolamentare (tacitamente avallando una loro legittimità “*di fatto*”) <sup>15</sup>.

Con un intento apparentemente chiarificatore l'Autorità è invece intervenuta espressamente sulla questione pubblicando nel 2019 un apposito documento integrativo (sotto forma di FAQ)<sup>16</sup> nel quale ha specificato che, ferma l'operatività generale del citato articolo 4, comma 2, del Regolamento IVASS 29/2009, sono escluse da tale divieto (e possono pertanto essere sottoscritte) polizze *W&I* alle seguenti condizioni. Se sottoscritte dal venditore (*sell-side*) possono essere stipulate laddove siano finalizzate ad assicurare il rischio derivante dagli obblighi di indennizzo del venditore stesso in caso di violazione delle specifiche dichiarazioni e garanzie rese da quest'ultimo all'acquirente nell'ambito di un'operazione straordinaria di impresa<sup>17</sup>. Se sottoscritte dal compratore (*buy-side*), le polizze *W&I* possono essere stipulate “*laddove basate su circoscritti ed individuati impegni non derivanti da valutazioni, suscettibili di un'adeguata stima at-*

<sup>14</sup> Come osservano L. PONTI-E. TESSARI, *Le polizze Warranty & Indemnity: uno strumento da valutare nelle operazioni di merger and acquisition*, 28 giugno 2021, reperibile su [www.personaedanno.it](http://www.personaedanno.it) la disposizione regolamentare intende definire il “perimetro” del rischio che l'assicurazione può garantire nell'ambito di un'operazione straordinaria. Gli Autori ricordano come l'assicurazione non possa fornire copertura a tutte le sopravvenienze passive, insussistenze e minusvalenze che, in astratto, potrebbero manifestarsi in tali ambiti.

<sup>15</sup> Così S. EREDE, *La “Indemnity and Warranty Insurance” nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 18, nt. 4, ma prima della pubblicazione del documento integrativo IVASS di cui *infra* nel testo.

<sup>16</sup> IVASS, *FAQ – Applicazione dell'articolo 4, comma 2, del regolamento n. 29/2009 alle polizze c.d. “Warranty and Indemnity”*, 2019; sul punto vedi la notizia pubblicata da B. GIUFFRÈ-A. BORSELLI, *Italy: IVASS clears the way for warranty and indemnity insurance*, reperibile al seguente indirizzo [www.dlapiper.com/it/italy/insights/publications/2019/08/warranty-and-indemnityinsurance](http://www.dlapiper.com/it/italy/insights/publications/2019/08/warranty-and-indemnityinsurance).

<sup>17</sup> Su tale variante il chiarimento appare condivisibile e non solleva ulteriori incertezze.

tuariale del rischio e idonee a dar luogo ad indennizzi non coincidenti con il corrispettivo dell'operazione straordinaria di impresa". La formulazione di questo secondo passaggio è alquanto criptica e, lungi dal fornire un chiarimento, sembra sollevare ulteriori difficoltà interpretative di non agevole soluzione: le polizze *buy-side* sembrerebbero rilasciabili nella misura in cui siano relative a dichiarazioni e garanzie su dati oggettivi (che non siano, quindi, il frutto di interpretazioni del compratore) valutabili dall'assicurazione e nelle quali l'indennizzo previsto non sia coincidente al prezzo pattuito per l'acquisizione.

Si tratta di limiti e condizioni complesse da calare in concreto: le polizze coprono infatti una variegata pluralità di dichiarazioni e garanzie (alcune delle quali non si fondano esclusivamente su dati oggettivi, ma attengono a qualità e caratteristiche del compendio aziendale sottostante), cionondimeno valutabili dall'assicuratore sotto il profilo del rischio assunto e assicurato. Quanto al secondo limite gli indennizzi sono frequentemente soggetti ad un massimale (*cap*), spesso determinato come percentuale del valore dell'operazione<sup>18</sup>: si tratta però di una modalità di calcolo di una diversa grandezza e non può ricadere nella restrizione, in quanto l'indennizzo, ancorché il suo limite massimo sia stabilito in rapporto al valore dell'operazione, non "coincide" con il corrispettivo stesso<sup>19</sup>.

4. *La rilevanza della conoscenza del contraente e la disciplina delle dichiarazioni inesatte o reticenti.* – Nelle polizze *W&I*, come in ogni contratto di assicurazione, la conoscenza del contraente in merito al rischio assicurato e le dichiarazioni rese alla compagnia assumono rilievo sotto diversi profili: in primo luogo è sulla base di quanto conosciuto e dichiarato dal contraente che si fondano la valutazione del rischio, la determinazione del premio e l'identificazione delle esclusioni. Un tratto caratteristico delle polizze *W&I* è che tali valutazioni possono fare limitato affidamento su analisi statistiche-attuariali (per quanto le compagnie abbiano a disposizione dati sulla frequenza e rilevanza media dei contenziosi per violazione delle dichiarazioni e garanzie nelle operazioni di *M&A*<sup>20</sup> in rapporto alla tipologia di operazione e al mercato in cui si realizza) e si basano su esami casistici, applicando una serie di parametri quali la natura dell'attività svolta dalla *target* (sia in termini di settore industriale sia in termini di zone geografiche coinvolte e mercati interessati), la quantità e qualità delle informazioni messe a disposizione dal venditore in sede di *due diligence*, le caratteristiche delle parti e la qualità della *due diligence* stessa<sup>21</sup>. Tale esercizio si fonda sull'adempimento da

<sup>18</sup> Il riferimento più frequentemente impiegato è il valore (*enterprise value*) dell'impresa compravenduta.

<sup>19</sup> Si tratta di profili alquanto insidiosi che suggeriscono di valutare formule contrattuali nelle quali la compagnia assicurativa dia preventivamente atto della piena compatibilità della copertura prestata con la disciplina dettata dall'articolo 4, comma 2, del Regolamento IVASS 29/2009.

<sup>20</sup> Secondo le più recenti ricerche condotte da AIG sul mercato nordamericano, nel 2021 le richieste di indennizzo conseguenti a violazioni di dichiarazioni e garanzie sui bilanci rappresentano il 21% del totale dei sinistri denunciati alle compagnie, quelle fiscali il 19%, quelle sulla *compliance with law* il 16%, quelle sui contratti rilevanti tra società e terzi il 12% e quelle in materia di rapporti di lavoro e contenzioso entrambe l'8% del totale (AIG, *M&A: Elevated claim levels put focus on due diligence*, 2021, reperibile al seguente indirizzo [www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/management-liability/aig-manda-2021-w-and-i.pdf](http://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/management-liability/aig-manda-2021-w-and-i.pdf)).

<sup>21</sup> Come osserva S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1890, "[i]nsurance companies are repeat players in the business of pricing risks and

parte del contraente del proprio generale obbligo di cooperazione e informazione, evitando di falsare la valutazione della compagnia attraverso dichiarazioni inesatte o reticenti che siano collegate al rischio assicurato e risultino determinanti ai fini della formazione del consenso dell'assicuratore (in quanto il contratto non sarebbe stato concluso o sarebbe stato stipulato a condizioni significativamente diverse).

Nel caso in cui la valutazione del rischio sia alterata da dichiarazioni inesatte o reticenti del contraente, la disciplina codicistica (artt. 1892 e 1893 c.c.) attribuisce all'assicuratore rimedi diversi a seconda dello stato soggettivo del contraente: se le dichiarazioni sono rese con dolo o colpa grave, la compagnia può chiedere l'annullamento del contratto, mentre, in assenza di dolo o colpa grave del contraente, la compagnia può recedere dal contratto entro tre mesi dal giorno in cui emerge l'inesattezza o la reticenza o ridurre proporzionalmente l'indennizzo se il sinistro si è verificato prima di tale emersione. Come noto si tratta di una disciplina derogabile solo in senso più favorevole all'assicurato: occorre dunque interrogarsi se le polizze *W&I*, che, seguendo modelli contrattuali anglosassoni<sup>22</sup>, approntano una disciplina convenzionale significativamente diversa dal regime legale, siano effettivamente migliorative per l'assicurato giacché, in caso contrario, la deroga alla disciplina codicistica non potrebbe operare e troverebbero automatica applicazione le previsioni degli artt. 1892 e 1893 c.c.<sup>23</sup>.

Sono certamente valide, in quanto indubbiamente più favorevoli per l'assicurato, le clausole che definiscono con maggiore precisione i margini della "conoscenza" del contraente (entro i cui confini potrà essere valutata la natura colposa o dolosa della condotta ai sensi degli artt. 1892 e 1893 c.c.), ad esempio limitandola alla sola "conoscenza effettiva" (*actual knowledge*) dell'assicurato<sup>24</sup> e riferendola esclusivamente a un elenco nominativo di soggetti (il c.d. *Transaction Team*)<sup>25</sup>, la cui conoscenza sarà imputata al contraente (anche in relazione alle eventuali esclusioni) e rileverà ai fini

---

*paying losses. This puts them in an excellent position not only to assess the actuarial probability of loss but also to develop techniques for their policyholders to minimize or prevent loss*".

<sup>22</sup> Anche le polizze *W&I* assoggettate dalle parti alla legge italiana seguono schemi contrattuali di matrice anglosassone (o statunitense), in ragione dell'origine del contratto e della centralità di quei mercati nel panorama della *transactional insurance*. Un fenomeno simile si è riscontrato anche per i contratti di compravendita di partecipazioni, con implicazioni che sono state analizzate in modo approfondito dalla dottrina che si è occupata del tema (per tutti G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010 e ID., *Il «sale and purchase agreement»: un contratto commentato*, Torino, 2019).

<sup>23</sup> Sul punto, anche per ulteriori riferimenti alla dottrina e alla giurisprudenza, si rinvia a S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 26. In dottrina, sulla disciplina dettata dagli artt. 1892 e 1893 c.c., vedi S. LANDINI, *Commento sub artt. 1892-1893-1894 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2011, 96 e F. PECCENINI, *Dell'assicurazione. Artt. 1882-1932*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, 2011, 59.

<sup>24</sup> Quindi escludendo presunzioni di conoscenza o situazioni in cui le informazioni avrebbero dovuto essere note al contraente secondo l'ordinaria diligenza. Frequentemente la nozione di conoscenza effettiva viene contrattualmente definita in modo da ricomprendere ogni informazione che risulti contenuta nei documenti contrattuali dell'accordo di compravendita e nei rapporti di *due diligence* e si prevede il rilascio di una apposita dichiarazione (c.d. *no claims declaration*) nella quale, alla data di conclusione del contratto, l'assicurato attesta di non essere a conoscenza di alcun evento indennizzabile ai sensi di polizza (estendendo tale dichiarazione circa l'assenza di conoscenza anche alle persone individuate nel *Transaction Team*).

<sup>25</sup> Le parti predispongono una elencazione dei soggetti in posizione apicale della società assicurata, dei principali componenti del *team* che ha condotto l'operazione o coinvolti nella negoziazione del contratto di compravendita e nel processo di *due diligence*.

delle dichiarazioni inesatte o reticenti. Più controverse sono invece le clausole che attribuiscono all'assicuratore il diritto di risolvere il contratto in caso di dichiarazioni inesatte o reticenti indipendentemente dalla loro portata sulla corretta valutazione del rischio e senza differenziare il rimedio sulla base del grado di colpa del contraente (quindi attribuendo rilievo anche alla mancata comunicazione, pur incolpevole, di informazioni in qualche misura rilevanti ai fini della valutazione del rischio) o della circostanza che il sinistro si sia già verificato: sembra potersi concludere che in tali casi, indipendentemente dalla formulazione contrattuale, la possibilità di risolvere il contratto vada sempre subordinata all'accertamento di dolo o colpa grave in capo al contraente, in applicazione diretta dell'art. 1892 c.c.<sup>26</sup>.

Un altro ambito nel quale assume rilevanza centrale il concetto di "conoscenza" del contraente è quello delle esclusioni: in particolare una delle previsioni più comuni nelle polizze *W&I* stabilisce che la copertura assicurativa sia esclusa qualora l'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie contrattuali fosse nota al contraente<sup>27</sup> al momento della sottoscrizione della polizza<sup>28</sup>, conoscenza tipicamente acquisita durante la *due diligence*. L'esclusione dalla copertura dei rischi emersi nella fase di *due diligence* potrebbe, in verità, indurre a ritenere che esista un perverso incentivo per il compratore a condurre indagini preliminari incomplete e scarsamente approfondite, in modo tale da non far emergere rischi in relazione ai quali la copertura sarebbe esclusa. In realtà i risultati di tale strategia sarebbero ancor più negativi per il contraente: qualora la compagnia, esaminando i rapporti di *due diligence* o interloquendo con acquirente e consulenti, ravvisasse che alcune aree sono state oggetto di controlli carenti, superficiali o lacunosi escluderebbe espressamente (e integralmente) tali aree dalla copertura assicurativa<sup>29</sup>.

Dal fatto che la compagnia possa ottenere l'annullamento della polizza qualora il *contraente* rilasci dichiarazioni ingannevoli con dolo o colpa grave discende un ulteriore corollario. Nelle polizze *sell-side* i danni che dovessero derivare da dichiarazioni ingannevoli rese dal venditore con dolo o colpa grave (ad esempio dichiarazioni di cui il

<sup>26</sup> In senso conforme S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiana*, cit., 27 e M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, I, Milano, 2011, 879.

<sup>27</sup> L'identificazione dei soggetti la cui conoscenza viene imputata al contraente a questi fini avviene nuovamente attraverso il rinvio all'elenco di soggetti che hanno condotto l'operazione e partecipato al processo di *due diligence*.

<sup>28</sup> Altre tipiche esclusioni nelle polizze *W&I* riguardano l'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie sulla solvibilità e redditività futura della società compravenduta e danni difficilmente quantificabili o prevedibili (ad esempio, danno da prodotto difettoso o danno ambientale). L'assicuratore potrà identificare nella polizza quali dichiarazioni sono coperte (eventualmente intervenendo sulla stessa formulazione della dichiarazione ovvero chiarendone il contenuto ai fini della copertura), ma potrebbe anche accettare una copertura generalizzata (c.d. *blanket insurance*) estesa a tutte le dichiarazioni del venditore salve per le specifiche esclusioni indicate (su tali varianti vedi anche A. BORSELLI, *Insurance in M&A Transactions*, cit., 206). Per una completa elencazione delle esclusioni più diffuse nella prassi internazionale si rinvia a R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., 165.

<sup>29</sup> Per converso la futura incertezza sull'ignoranza o sul grado di conoscenza di una determinata circostanza al momento della sottoscrizione dell'accordo (e sulla possibile esclusione dei rischi noti) non sembra tale da escludere il rischio di comportamenti opportunistici da parte dell'acquirente, tra cui lo svolgimento di *due diligence* approssimative; *contra* C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 318 secondo cui tale pericolo sembrerebbe da escludere in quanto "è arduo immaginare che il compratore possa avere convenienza nel trovarsi nella incerta posizione di dover dimostrare a posteriori l'ignoranza di un determinato rischio all'atto della sottoscrizione della polizza".

venditore conosce la falsità o l'inesattezza) non potrebbero fatalmente beneficiare della copertura assicurativa<sup>30</sup>. Per converso nelle polizze *buy-side* rilevarebbe soltanto la conoscenza del contraente (ossia del compratore) e la copertura assicurativa varrebbe anche qualora le garanzie del venditore si rivelassero false o inesatte a causa di una condotta dolosa o gravemente colposa di quest'ultimo<sup>31</sup> (a patto che il compratore nel corso della *due diligence* non avesse scoperto elementi dai quali emergesse tale falsità o inesattezza, nel qual caso sarebbe stato naturalmente tenuto a condividere tale informazione con l'assicuratore, pena la perdita della copertura). Sembrerebbe essere questa una delle principali ragioni a fondamento dalla maggiore diffusione delle polizze *buy-side*: il fatto che l'assicurazione non copra i danni da inesattezze note al *contraente* fa sì che soltanto una polizza sottoscritta dal compratore consenta di ottenere una copertura anche nel caso di dolo o colpa grave del venditore<sup>32</sup>.

5. (Segue): *il diritto di surroga dell'assicuratore e le clausole contrattuali che ne limitano la portata*. – Tale conclusione potrebbe condurre a ritenere che la stipula di una polizza *buy-side* – specialmente se l'indennizzo assicurativo costituisce il rimedio esclusivo per il compratore – generi un sistematico *moral hazard* in capo al venditore<sup>33</sup> che potrebbe rilasciare dichiarazioni e garanzie (o fornire informazioni inesatte o fuorvianti al compratore) senza incorrere in alcuna responsabilità, nemmeno in relazione a proprie condotte dolose o gravemente colpose.

Contribuisce a mitigare un simile rischio sia l'istituto generale della surroga legale

---

<sup>30</sup> La mancata operatività della polizza per il venditore in mala fede pregiudicherebbe indirettamente anche il compratore, il quale vedrebbe i propri diritti all'indennizzo contrattuale garantito solo dal patrimonio del venditore (che peraltro non riceverebbe alcun indennizzo dalla compagnia).

<sup>31</sup> La validità di polizze *W&I* che ricomprendano tra i rischi assicurati anche quelli legati a dichiarazioni rese dal venditore con dolo o colpa grave non pare preclusa dall'art. 1900 c.c. in quanto venditore non è né il soggetto assicurato, né il contraente, né il beneficiario della polizza (conformemente C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 329).

<sup>32</sup> In tal senso R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., 167 secondo cui “*the key advantages of a buyer-side policy that make it more popular than a seller-side policy are that it covers ‘fraud’ of the seller as well as safeguarding the buyer against the collectability or solvency risk of an unsecured indemnity provided by a seller*”. In senso conforme A. BORSELLI, *Insurance in M&A Transactions*, cit., 207; va tuttavia rimarcato, come segnala C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 328, che esiste una varietà di soluzioni: spesso, la copertura nelle polizze *buy-side* si estende oltre al rischio di danni legati a *innocent misrepresentation* per ricomprendere anche i pregiudizi conseguenti a comportamenti illeciti del venditore: “*si trascorre, nelle polizze buy-side, dall'ipotesi in cui sono esclusi dalla copertura i soli danni da reati societari come corruzione o riciclaggio al caso opposto in cui, nel novero delle esclusioni, sono contemplati sia i danni legati a condotte dolose e fraudulent misrepresentation sia i danni conseguenti a contegni sleali, dichiarazioni false o reticenze colpose dell'alienante o dei consulenti da questi incaricati*”. Occorre pertanto prestare attenzione alla formulazione specifica della polizza, in quanto la maggior tutela fornita dalle polizze *buy-side* potrebbe essere “svuotata” da una apposita esclusione.

<sup>33</sup> Cfr. O. BEN SHAHAR-K.D. LOGUE, *Outsourcing Regulation: How Insurance Reduces Moral Hazard*, in *Mich. Law Rev.*, 2012, vol. 111, 210 e R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., 176 il quale, specialmente se l'indennizzo assicurativo costituisce il rimedio esclusivo in caso di violazione delle *representation and warranties*, rimarca come il venditore sia poco incentivato a negoziare le garanzie e, al contrario, possa essere maggiormente incline ad accettare clausole favorevoli al compratore, confidando sulla copertura dell'assicuratore.

ex art. 1916 c.c. sia, più frequentemente, la disciplina convenzionale contenuta nei singoli contratti<sup>34</sup>. Nelle polizze *buy-side*, all'esito della liquidazione<sup>35</sup>, il compratore non può infatti agire in responsabilità nei confronti del venditore per il medesimo danno già indennizzato ai sensi di polizza<sup>36</sup>, ma trova applicazione l'istituto della surroga legale della compagnia nei diritti dell'assicurato (il compratore) verso i terzi responsabili del sinistro (il venditore che ha rilasciato le dichiarazioni e garanzie)<sup>37</sup>. Tuttavia, al fine di realizzare gli interessi di protezione del venditore (ancorché questi non sia parte del contratto assicurativo)<sup>38</sup>, le polizze *buy-side* tipicamente includono la rinuncia dell'assicuratore alla surroga legale ex 1916 c.c.<sup>39</sup> o, più propriamente, una disciplina convenzionale che ne circoscrive l'operatività ai casi di dolo (al quale viene talvolta equiparata la colpa grave) del venditore<sup>40</sup>.

<sup>34</sup> Una approfondita disamina del tema della surroga nel contesto delle polizze *W&I* con un inquadramento nell'articolato dibattito dottrinale e giurisprudenziale è svolta da C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 330.

<sup>35</sup> Sui contrasti interpretativi circa l'esperibilità della surroga prima dell'avvenuta liquidazione dell'indennizzo all'assicurato vedi P. CORRIAS, *Surroga assicurativa e sentenza condizionale*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 599.

<sup>36</sup> Come osservato *supra* i contratti assicurativi *W&I* ribadiscono tale principio indennitario in apposite clausole.

<sup>37</sup> In realtà in caso di dichiarazioni del venditore inesatte ma incolpevoli, il diritto di surroga troverebbe già un limite nello stesso art. 1916 c.c., in base al quale la compagnia subentra nei diritti dell'assicurato "verso i terzi responsabili" e, a ben guardare, la surroga non potrebbe avere luogo in assenza di un terzo "responsabile" dell'evento dannoso. Di contro se l'assicuratore in una polizza *buy-side* ha assunto anche i rischi legati a dichiarazioni ingannevoli rese con malizia e reticenze colpose, allora la compagnia potrà avvalersi della surroga (salvo rinunzie o limitazioni convenzionali). Osserva C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 341 che, in questi casi, "vi è sì un terzo responsabile e dunque, duplicità di posizioni pretensive del compratore-assicurato, il quale è legittimato a pretendere, salvo il divieto d'ingiustificato arricchimento, il risarcimento dal venditore-responsabile e l'indennizzo dall'assicuratore".

<sup>38</sup> Come rimarca S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 23 le limitazioni della surroga legale dell'assicuratore sono contenute in accordi rispetto ai quali il venditore non è generalmente parte e quindi il contratto di compravendita dovrà prevedere opportune clausole di coordinamento.

<sup>39</sup> Una formulazione invalsa nella prassi è la seguente: "*the insurer hereby expressly waives any right of subrogation or any other right of action or recourse which the insurer may have against the seller*". Come osserva C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 339 "*di là dal tenore letterale della formulazione e dunque, benché le parti discorrono di rinunzia, sembra di poter osservare come, ove l'assicuratore non assuma il rischio di danni conseguenti a dichiarazioni ingannevoli rese con malizia o negligenza dal venditore, la surrogazione non possa darsi in quanto l'inesattezza o falsità delle 'dichiarazioni e garanzie' del venditore non rappresenta un illecito fonte di responsabilità (in ipotesi, oggetto di copertura assicurativa), bensì il sinistro capace di attivare la garanzia assicurativa*". Naturalmente la rinuncia alla surroga lascerà comunque impregiudicata l'operatività della *compensatio lucri cum danno* (sul punto vedi in particolare S. LANDINI, *Compensatio lucri cum danno e surroga nei rapporti assicurativi*, in *Giur. it.*, 2019, 2292 ed *ivi* ulteriori rimandi).

<sup>40</sup> Una classica pattuizione rinvenibile nelle polizze *W&I* volta a circoscrivere la surroga al dolo del venditore è la seguente: "*the insurer shall only be entitled to subrogate against the seller if the payment under the policy or loss arose in whole or in part out of the seller's fraud or wilful misconduct*". Per quanto riguarda le polizze *sell-side*, il soggetto che rilascia le garanzie è lo stesso contraente-assicurato, nei confronti del quale non può naturalmente operare il diritto di surroga (cfr. *ex multis* M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, vol. III, Padova, 2013, 56 e, con specifico riguardo alle polizze *W&I*, S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 23).

Non pare potersi dubitare né della liceità di tali clausole di rinuncia (o limitazione) della surroga (qualificabili come pattuizioni *in favore di terzo*<sup>41</sup>), né della loro utilità sul piano applicativo: da un lato il venditore ha un interesse a limitare la propria esposizione a obblighi di indennizzo dopo la conclusione della compravendita (salvo il limite generale *ex* 1229 c.c.), dall'altro il compratore, in presenza di simili pattuizioni, potrà ambire a termini contrattuali maggiormente favorevoli e accelerare i tempi della negoziazione.

6. *La clausola claims made and notified e il correttivo della deeming clause.* – Al pari di molte altre tipologie di assicurazioni<sup>42</sup>, anche le polizze *W&I* sono caratterizzate dalla presenza della clausola *claims made* (letteralmente “*a richiesta fatta*”) in quanto coprono il rischio di danni lungolatenti, ossia danni che possono realizzarsi a distanza di molti anni dal momento in cui si è verificato l'evento idoneo a cagionarli: ad esempio per il compratore assicurato per danni derivanti dall'inesattezza di una garanzia contrattuale sul rispetto della legge da parte della società compravenduta (*compliance with law*), il fatto che origina il danno può essersi verificato a notevole distanza dal momento in cui tale fatto produrrà concretamente un effetto dannoso sul compratore (ovverosia quando la violazione di legge sarà accertata). L'effetto della apposizione di tale clausola è quello di rendere la prestazione della compagnia esigibile alla denuncia dell'evento dannoso, non al verificarsi dello stesso<sup>43</sup>: pertanto, ai fini dell'indenniz-

---

<sup>41</sup> Pertanto l'interesse del terzo (venditore) andrebbe esplicitato nella polizza e il regime di irrevocabilità della pattuizione seguirebbe la disciplina prevista dall'art. 1411, comma 2, c.c. (quindi revocabilità finché il terzo non abbia dichiarato di volerne profittare, con una dichiarazione che dovrebbe quindi essere opportunamente contestuale alla sottoscrizione della polizza, eventualmente anche in un documento distinto rispetto alla polizza, quale potrebbe essere l'inclusione di una formula nel sottostante contratto di compravendita di partecipazioni societarie).

<sup>42</sup> Quali, a titolo esemplificativo, assicurazioni per danni da prodotto difettoso, danni da inquinamento, per responsabilità civile dei professionisti e polizze *D&O* (*Directors and Officers*). Sulla validità delle clausole *claims made* si veda la fondamentale pronuncia della Cassazione Sezioni Unite del 2018 che, componendo i precedenti contrasti giurisprudenziali, ha stabilito che tale clausola non può dirsi vessatoria in astratto e costituisce un patto meritevole di tutela ai sensi dell'articolo 1322 c.c. (Cass., Sez. Un., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Foro it.*, 2018, I, 3015 e le considerazioni in sede di commento svolte da G. VOLPE PUTZOLU, *La clausola claims made. La seconda sentenza della S.C. a Sezioni Unite*, in *Assicurazioni*, 2018, 5; M. ROSSETTI, *L'impatto della sentenza delle Sezioni Unite sulle polizze claims made basis: cosa cambia per il futuro (e per il passato)*, *ivi*, 15 e A. CANDIAN, *Ultima tappa (per ora) nella saga delle "claims made"*, in *Foro it.*, 2018, 3511; già nel 2016 la Cassazione, sempre a Sezioni Unite, aveva statuito in due occasioni la liceità delle clausole *claims made* nell'ordinamento italiano. Cass., Sez. Un., 6 maggio 2016, n. 9140, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 643 con commento di P. CORRIAS, *La clausola claims made al vaglio delle sezioni unite: un'analisi a tutto tondo*; Cass., Sez. Un., 2 dicembre 2016, n. 24645, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, I, 619); per un quadro sull'ampio dibattito e per completi riferimenti si rinvia a V. AMENDOLAGINE, *Le clausole claims made nei contratti per la responsabilità professionale*, Milano, 2021, 6; G. FACCI, *Le clausole claims made and reported ed il difficile equilibrio con la disciplina sull'obbligo di avviso di sinistro*, in *Resp. civ. e prev.*, 2018, 1474; M. MAZZOLA, *La clausola claims made and reported: a proposito di alcune criticità nel trapianto giuridico*, in *Assicurazioni*, 2021, 447; P. GAGGERO, *Validità ed efficacia dell'assicurazione della responsabilità civile claims made*, in *Contr. e impr.*, 2013, 401 e C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, *cit.*, 349.

<sup>43</sup> In altri termini le parti stabiliscono convenzionalmente che la nascita dell'obbligazione dell'assicuratore ad indennizzare l'assicurato non sorga sulla base della condotta lesiva, ma sulla base dell'effettiva aggressione del patrimonio dell'assicurato entro il periodo di polizza.



zo da parte dell'assicuratore, è necessario che la denuncia ricada entro il periodo di validità della polizza, con conseguente restringimento della copertura assicurativa ai soli sinistri denunciati entro detto periodo.

L'interesse tutelato è, per l'assicuratore, quello di dare maggiore certezza e prevedibilità al perimetro di copertura. In caso di danni lungolatenti, non si conosce con esattezza il momento in cui concretamente si produrrà il danno: qualora l'assicurazione sia articolata secondo il diverso schema della *loss occurrence* (in base al quale la compagnia è tenuta a indennizzare anche il danno futuro se conseguente a un fatto dannoso verificatosi entro la vigenza della polizza) vi sarà una inevitabile incertezza sull'entità delle somme da accantonare a riserva e sull'orizzonte temporale dell'accantonamento. Tali incertezze sono significativamente ridotte ove la copertura assicurativa sia ristretta dalla presenza di una clausola *claims made*<sup>44</sup>.

Vi è anche uno speculare interesse per il contraente. Siccome l'efficacia della copertura è determinata in base al momento di notifica della richiesta, il fatto dannoso ben potrebbe essersi verificato fuori dal periodo di vigenza, anche precedentemente alla stessa stipula dell'assicurazione. L'apposizione della clausola *claims made* può quindi realizzare l'interesse del contraente ad attribuire efficacia retroattiva alla polizza *W&I*. La considerazione che il fatto dannoso, non ancora manifesto, si sia già verificato al momento della stipula non inficia la legittimità dell'assicurazione: per i danni lungolatenti il rischio è legato all'effettiva emersione del danno e quindi alla conoscenza e percezione soggettiva del contraente. Quest'ultimo, ignaro dell'esistenza del danno al momento della stipula della polizza, è esposto a un rischio di danno contro il quale può legittimamente assicurarsi, in quanto la sussistenza del rischio è legata all'incertezza<sup>45</sup>.

Le clausole *claims made* possono trovare applicazione tanto nelle polizze *buy-side* quanto nelle *sell-side*. Nonostante il meccanismo possa trovare la propria naturale collocazione nell'ambito delle assicurazioni della responsabilità civile (categoria alla quale appartengono solo le polizze stipulate dal venditore), la loro apposizione è certamente legittima anche nelle polizze sottoscritte dall'acquirente. La loro *ratio* è, infatti, indifferente a considerazioni sul piano soggettivo (responsabilità civile del contraente verso terzi piuttosto che assicurazione per danni pecuniari subiti dal contraente), ma va piuttosto ricercata sul piano oggettivo, ossia in relazione alle caratteristiche dei danni

<sup>44</sup> Come osserva V. AMENDOLAGINE, *Le clausole claims made nei contratti per la responsabilità professionale*, cit., 34, le ragioni storiche che hanno contribuito alla nascita e alla diffusione, dapprima nei mercati anglosassoni e statunitense e poi a livello globale, delle clausole *claims made* si ritrovano nella "risposta all'aumento dei costi per indennizzo generato dall'espansione, qualitativa e quantitativa, della tutela risarcitoria, in particolare modo nell'area dei rischi c.d. lungolatenti, sulla cui scorta, si è quindi avvertita l'esigenza, da parte delle imprese di assicurazione, di circoscrivere l'operatività della garanzia assicurativa ai soli sinistri "reclamati" durante la vigenza del contratto, così da consentire alla compagnia di conoscere con precisione sino a quando sarà tenuta a manlevare il garantito e ad appostare in bilancio le somme necessarie per far fronte ai relativi esborsi, con evidente ulteriori importanti ricadute nel calcolo del premio assicurativo".

<sup>45</sup> Assume nuovamente rilievo contrale l'eventuale conoscenza del contraente sulla verifica del fatto dannoso in presenza della quale – essendogli già noto il fatto dannoso – beneficerebbe indebitamente della copertura assicurativa. Come esaminato *supra* la disciplina sulle dichiarazioni inesatte o reticenti dell'assicurato e la partecipazione della compagnia alle attività di *due diligence* tendono a prevenire (o quantomeno mitigare) il rischio di comportamenti fraudolenti o opportunistici del compratore-assicurato o del venditore. Sul carattere retroattivo delle assicurazioni contro il rischio di *misrepresentation* vedi l'analisi condotta da C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 355.

(lungolatenti) che si intendono coprire, indipendentemente da chi sia il contraente-assicurato.

Esistono però delle differenze di non poco momento: in una polizza *sell-side* la copertura per il venditore presuppone sempre una richiesta di risarcimento da parte di un terzo (ossia del compratore ai sensi del contratto di compravendita). Per contro il danno da inesattezza delle dichiarazioni e garanzie contro il quale si assicura il compratore in un polizza *buy-side* potrebbe non essere conseguente ad una richiesta di risarcimento avanzata da terzi: il pregiudizio potrebbe certamente derivare da una richiesta di terzi – ad esempio un nuovo contenzioso promosso contro la società *target* per fatti anteriori alla compravendita – ma potrebbe altresì emergere sulla base della semplice scoperta da parte del compratore dell'inesattezza delle dichiarazioni rese dal venditore nel contratto<sup>46</sup>, circostanza sufficiente a integrare una fattispecie di danno, richiedendo un esborso per riparare all'inesattezza o realizzando un diverso depauperamento del valore della partecipazione acquisita. Pertanto, il *claim* la cui notifica costituisce il presupposto per l'operatività della polizza *claims made* non andrebbe necessariamente identificato con la richiesta di risarcimento del terzo (che, come osservato, potrebbe anche mancare) quanto con la richiesta di indennizzo avanzata dell'assicurato nei confronti dell'assicuratore<sup>47</sup>. Sarà quindi onere dell'assicurato *notificare* prontamente all'assicuratore l'effettiva aggressione del proprio patrimonio ovvero la scoperta dell'inesattezza della dichiarazione entro il periodo di polizza, secondo uno schema che, con maggiore precisione, è appunto definito come *claims made and notified*<sup>48</sup>.

Per altro verso la tendenziale rigidità del meccanismo *claims made* potrebbe porre l'assicurato nell'impossibilità di avvalersi della copertura quando l'emersione del danno, pur probabile, non si sia pienamente verificata entro il periodo di polizza<sup>49</sup>. Tale

---

<sup>46</sup> Ad esempio la scoperta di una difformità rispetto a quanto prospettato dal venditore sulla consistenza dei beni sociali ovvero la scoperta di un contenzioso pendente o di altre gravi irregolarità non dichiarate o emerse in sede di *due diligence*.

<sup>47</sup> Vedi V. AMENDOLAGINE, *Le clauseole claims made nei contratti per la responsabilità professionale*, cit., 27 e C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 347, secondo cui “*le clauseole “a richiesta fatta” identificano il sinistro garantito con la richiesta d’indennizzo formulata dall’assicurato all’assicuratore anziché con l’evento dannoso (secondo il meccanismo dell’accadimento del danno, anche detto loss occurrence o fait dommageable) o con la condotta illecita (secondo il meccanismo del fatto generatore o fait generateur o act-committed)*”.

<sup>48</sup> Sul punto, anche per una rassegna delle diverse posizioni in dottrina, vedi C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 347. La formulazione delle clauseole *claims made* nell'ambito delle polizze *W&I* ha solitamente il seguente tenore: “*the Insurer shall pay the Insured for Loss that the Insured incurs as a result of Breach, provided that the Demand for Indemnification of such Loss is made against the Insurer during the Policy Period*” o “*this is a claims made Policy. The Insurer shall not be liable for any Loss unless such Loss is discovered and reported to the Insurer on or prior to the relevant Expiry Date to which the Loss relates*”. Per una panoramica delle formulazioni delle principali clauseole (incluse le *claims made*) si rinvia alle Appendici riportate in calce al contributo di S. EREDE, *La “Indemnity and Warranty Insurance” nel mercato dell’M&A italiano*, cit., 29. Sul tema generale della denuncia di sinistro nell'ambito delle clauseole *claims made* vedi G. FACCI, *Le clauseole claims made and reported ed il difficile equilibrio con la disciplina sull’obbligo di avviso di sinistro*, cit., 1474 e M. MAZZOLA, *La clauseola claims made and reported: a proposito di alcune criticità nel trapianto giuridico*, cit., 447.

<sup>49</sup> In virtù del possibile distacco temporale tra evento genetico del danno e manifestazione degli effetti dannosi, la polizza potrebbe non garantire copertura all'assicurato che non ha avuto modo di notificare all'assicuratore l'effettiva aggressione del patrimonio (pur in presenza di circostanze sintomatiche che la rendevano probabile) entro il periodo di vigenza dell'assicurazione.

rigidità è frequentemente temperata dall'inserimento delle c.d. *deeming clauses*<sup>50</sup>, in forza delle quali, da un lato, l'assicurato si impegna a notificare prontamente all'assicuratore non solo gli eventi di danno, ma anche ogni fatto o circostanza di cui venga a conoscenza e da cui possa presumibilmente originare un danno coperto dalla polizza; dall'altro lato la compagnia, qualora tali circostanze siano state tempestivamente comunicate, considererà qualsiasi danno successivamente occorso in conseguenza diretta di tali circostanze<sup>51</sup> "come se" fosse notificato al momento di tale prima comunicazione<sup>52</sup>. Tale correttivo di "retrodatazione" convenzionale fa sì che la copertura possa operare indipendentemente dal fatto che gli effetti dannosi si realizzino, nella loro pienezza, solo dopo la scadenza del periodo di vigenza della polizza.

7. *Il rapporto tra polizza e obblighi di indennizzo del venditore.* – Come osservato in avvio, le polizze *W&I* realizzano sempre una forma di trasferimento del rischio in capo all'assicuratore, ma l'effettiva allocazione o distribuzione dello stesso tra i vari soggetti coinvolti dipenderà delle specifiche esigenze e dagli accordi raggiunti. In particolare, si potrà qualificare l'indennizzo dell'assicuratore come uno strumento *complementare* di compensazione per il compratore, aggiuntivo rispetto all'obbligo di indennizzo in capo al venditore già previsto nel contratto di compravendita. Laddove il compratore voglia un massimale di indennizzo superiore a quanto il venditore è pronto a concedere, la compagnia interverrà coprendo soltanto l'ammontare eccedente rispetto al massimale di indennizzo in capo al venditore. Talvolta il divario da colmare tra le posizioni negoziali di venditore e acquirente non riguarderà l'entità del massimale, ma l'ampiezza e l'estensione degli obblighi di indennizzo<sup>53</sup>. In entrambi i casi, le clausole del contratto di compravendita saranno formulate in modo da tener conto del ruolo complementare della polizza *W&I*<sup>54</sup> e, specularmente, la polizza appronterà una coper-

---

<sup>50</sup> Talvolta denominate *notification of circumstances*; la formulazione di tali clausole prevede infatti che "any subsequent loss directly arising out of facts, matters or circumstances identified in such notification shall be deemed [da cui la denominazione "deeming clauses" n.d.r.] reported at the time such claim notice was received by the insurer".

<sup>51</sup> Quandanche in una data successiva alla scadenza della polizza. Per qualche esemplificazione dell'applicazione della *deeming clause* si rinvia ai casi ipotizzati da C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 361: se da una generica asserzione a mezzo stampa dell'inosservanza di norme di legge da parte della *target* sia possibile ravvisare un evento dal quale possa presumibilmente derivare un danno coperto dalla polizza, in presenza di una *deeming clause*, il compratore potrà attivare la copertura, comunicando la circostanza entro termine di efficacia del contratto. L'assicuratore sarà tenuto a coprire l'eventuale richiesta d'indennizzo formulata (anche successivamente alla scadenza della polizza), allorché la violazione sia stata accertata dalle autorità competenti e si realizzi una perdita per il compratore in diretta conseguenza della circostanza comunicata.

<sup>52</sup> Per un'analisi comparatistica estesa anche alla giurisprudenza di common law vedi F. CESERANI, *Origine e sviluppi della clausola claims made nei mercati internazionali*, in *Dir. econ. ass.*, 2007, 799.

<sup>53</sup> Così M. HYATT, *Warranty and Indemnity Insurance: Proliferation of Moral Hazard or Legitimate Risk Mitigation Tool?*, cit., 127: "Insurance packages can bridge the gap between the buyer and seller when they disagree with the level and scope of the *W&I*'s in the agreement. The seller wants the absolute minimum liability with very narrow warranties that have proper limitations and caps the buyer wants broad warranties with no limitations or caps. *W&I* insurance is an acceptable solution to this gap when the seller and buyer cannot agree on these highly contested terms, especially when the gap might kill the deal".

<sup>54</sup> In alcuni casi è invece la polizza a non poter garantire la piena copertura del rischio richiesta dal

tura che consideri il rapporto con gli eventuali obblighi autonomi di indennizzo contrattuali.

In alternativa le parti potranno costruire l'indennizzo dell'assicuratore come unico strumento a disposizione del compratore in reazione a eventuali violazioni delle *representations and warranties*. I benefici di tale opzione per la parte venditrice sono di intuitiva evidenza: pensiamo a una persona fisica o un gruppo familiare che intenda vendere la propria partecipazione per realizzare un definitivo disinvestimento (con ripartizione dei proventi tra i componenti della famiglia); oppure ad un fondo di *private equity*, interessato ad evitare sia l'immobilizzazione del capitale che l'obbligo di indennizzo comporterebbe, sia il deposito in *escrow* di una porzione del corrispettivo (che ridurrebbe le possibilità di procedere a una immediata distribuzione dei proventi ai sottoscrittori del fondo o l'impiego efficiente del ricavato in nuove operazioni di investimento). In tutti questi casi una polizza *W&I* che escluda la responsabilità del venditore garantirà una c.d. "*clean exit*" dall'operazione, evitando la soggezione ai limiti in cui altrimenti incorrerebbe il venditore per tutta la durata delle dichiarazioni contrattuali<sup>55</sup>. Anche per il compratore possono esistere dei vantaggi indiretti dalla sostituzione integrale della responsabilità del venditore con l'indennizzo assicurativo. Ad esempio qualora la gestione della società compravenduta sia affidata (in tutto o in parte) a esponenti del precedente *management*: in tale scenario, il compratore, in caso di inesattezza delle dichiarazioni, sarebbe tenuto ad agire contro il venditore coinvolgendo nel contenzioso gli esponenti che ancora gestiscono la *target*, situazione che verrebbe evitata attraverso l'integrale trasferimento del rischio alla compagnia. Ancor più evidente è il beneficio in termini negoziali in quanto, come meglio si osserverà *infra*, anche per il compratore la trattativa sarà generalmente agevolata dalla presenza di una copertura assicurativa.

In virtù del profondo collegamento che esiste tra polizza e contratto di compravendita (e in particolare con le *reps and warranties* negoziate dalle parti), eventuali richieste di indennizzo che non siano legate alla violazione di una garanzia resa dal venditore di norma non sono coperte dalle polizze *W&I*. Tuttavia, alcune compagnie hanno iniziato a proporre sul mercato polizze innovative (le c.d. *synthetic W&I insurance*)<sup>56</sup> che

---

compratore, ad esempio in presenza di difformità già note alle parti ovvero in relazione a rischi non assicurabili per legge (o per prassi assicurativa) o per i quali il premio sarebbe troppo elevato, rendendo quindi la copertura non conveniente o poco attrattiva. In tali ipotesi, come raccomanda S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 21, il contratto di compravendita dovrà prevedere adeguati meccanismi di indennizzo *ad hoc* (*special indemnity*) o clausole che prevedano una responsabilità residuale del venditore per quanto non coperto dalla polizza.

<sup>55</sup> Ancora M. HYATT, *Warranty and Indemnity Insurance: Proliferation of Moral Hazard or Legitimate Risk Mitigation Tool?*, cit., 127 illustra le ragioni per cui la c.d. "*clean exit*" sia una esigenza così sentita da fondi di *private equity*, *venture capitalist* e investitori istituzionali: "[t]he primary goal of these investors and institutions is to put their money to work, and if a portion of the sale is held in a retention or escrow account, the money is not gaining a return. Without any threat of liability the institution can fully deploy the proceeds from the sale to a new investment"; nello stesso senso R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., 165: "[t]his desire is more prevalent where the seller is an individual and looking to retire, where the seller has chosen to offload the business due to financial stress or where the seller is an investment fund looking to wind up and issue the final distribution to its investors".

<sup>56</sup> Come riferisce J. CUNNINGHAM, *W&I Insurance: the rise of synthetic warranties*, Londra, 2020 reperibile al seguente indirizzo [www.rpc.co.uk/perspectives/rpc-big-deal/wi-insurance-the-rise-of-synthetic-warranties](http://www.rpc.co.uk/perspectives/rpc-big-deal/wi-insurance-the-rise-of-synthetic-warranties), la prima polizza *W&I* interamente sintetica è stata collocata sul mercato inglese nel 2018: per il

operano su base autonoma e indipendente dalle garanzie contrattuali rese dal venditore<sup>57</sup>: il compratore negozia direttamente con la compagnia una serie di dichiarazioni e garanzie che vengono poi assicurate “*come se*” fossero state rese dal venditore<sup>58</sup>. Si tratta di una *fiction* che consente di rispondere all’esigenza di venditori che non intendono rilasciare alcuna garanzia ovvero di coprire specifiche aree sulle quali il venditore non può o non è disposto a fornire dichiarazioni (nel qual caso la componente sintetica della polizza sarà complementare e si affiancherà ad una copertura ordinaria per le restanti aree)<sup>59</sup>. Naturalmente le polizze sintetiche possono trovare applicazione in operazioni caratterizzate da una minore complessità del compendio aziendale oggetto (diretto o indiretto) della compravendita: l’assicuratore dovrà fare ancor maggiore affidamento sullo svolgimento di una approfondita *due diligence* e investire tempo e risorse per completare la propria verifica di secondo livello<sup>60</sup>. In queste peculiari polizze non può chiaramente esistere una variante *sell-side* (in quanto il venditore non sta dichiarando alcunché e non assume alcun obbligo di indennizzo contro cui dovrebbe assicurarsi) e non trova parimenti applicazione l’istituto della surroga legale della compagnia nei diritti dell’assicurato (in quanto non vi è un terzo responsabile contro cui agire).

Al di fuori del peculiare caso delle varianti sintetiche, molteplici profili delle polizze *W&I* sono determinati *per relationem* sulla base delle pattuizioni contenute nel contratto di compravendita: l’estensione della copertura dipende dal contenuto delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore, i massimali e le franchigie sono di norma calcolati come percentuale del valore dell’operazione<sup>61</sup>, la definizione di concetti chiave come “violazione” o “perdita” rimandano ai contenuti dell’accordo di compravendita<sup>62</sup>. La durata della copertura assicurativa e i termini decadenziali sono modulati in relazione alle varie categorie di dichiarazioni<sup>63</sup> e anche l’eventuale clausola compro-

---

momento, si tratta di polizze che hanno trovato applicazione nell’ambito di acquisizioni di compendi aziendali piuttosto semplici.

<sup>57</sup> J. CUNNINGHAM, *W&I Insurance: the rise of synthetic warranties*, cit.: “[t]he limited number of fully synthetic *W&I* policies that have been placed have historically relied on the same, if not a higher standard, of due diligence to compensate for there being no buyer and seller warranty negotiation process”.

<sup>58</sup> Pertanto, seppur in un diverso contesto, anche le *W&I* sintetiche operano sulla base di una *deeming clause*.

<sup>59</sup> Tale variante – al momento rara anche in ragione dei premi notevolmente superiori richiesti dalle compagnie che offrono questo tipo di copertura – viene comunemente definita nella prassi come *synthetic policy enhancement*, che viene sottoscritta a fronte del pagamento di un premio aggiuntivo. Dà conto delle *synthetic W&I* e dei casi in cui queste possono generare vantaggi per compratore e acquirente anche A. BORSELLI, *Insurance in M&A Transactions*, cit., 207.

<sup>60</sup> I tempi di rilascio di una polizza *W&I* sintetica saranno presumibilmente più lunghi rispetto a una *W&I* ordinaria, così come saranno di norma più elevati i premi richiesti dalle compagnie (per compensare i maggiori costi e il maggior rischio assunto).

<sup>61</sup> Per disamina della prassi su franchigie e massimali vedi R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, cit., 165 e C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 321.

<sup>62</sup> Tipiche formulazioni di rimando solo le seguenti ““*Breach*” means any breach of, or inaccuracy in, the representations and warranties set forth in the Acquisition Agreement; “*Loss*” means the amount to which the Insureds are contractually entitled in respect of a Breach pursuant to the terms of the Acquisition Agreement”.

<sup>63</sup> Normalmente si prevede una durata maggiore della copertura per quanto concerne le garanzie legali (capacità del venditore, titolarità della partecipazione) e le garanzie sull’osservanza delle norme tributarie (fino a sette anni dal *closing*) e, ove non escluse, le garanzie ambientali e lavoristiche (di norma cinque anni

missoria della polizza è (o quantomeno dovrebbe essere) coordinata con quella contenuta nel contratto di compravendita, in modo da prevenire il rischio di conflitto tra giudicati o di altri spinosi problemi procedurali<sup>64</sup>.

8. *Cenni conclusivi sugli interessi sottesi e sulle future evoluzioni delle polizze W&I.* – Nel corso dell'analisi abbiamo già accennato ad alcune delle molteplici ragioni alla base della crescente diffusione delle polizze *W&I*, ma giova ripercorrerle e classificarle, anche al fine di identificare quali potrebbero essere le future linee di sviluppo dell'istituto e le ulteriori questioni interpretative che potrebbero emergere.

Si potrebbe essere indotti a semplificare l'analisi risolvendo che, in un mercato dei capitali estremamente competitivo e, negli ultimi anni, caratterizzato da un eccesso di liquidità, i venditori, sfruttando il proprio maggior potere negoziale, siano stati in grado di "imporre" uno strumento a loro gradito, che li esonera dall'assunzione di obblighi di indennizzo nei confronti dei compratori. Si tratterebbe di una conclusione frettolosa per almeno due ordini di motivi: da un lato, la sottoscrizione di polizze *W&I* comporta dei benefici anche per i compratori, il cui ruolo nella diffusione e sviluppo dello strumento deve essere tenuto in adeguata considerazione; dall'altro, nella valutazione complessiva dell'istituto, non bisogna sottacere l'esistenza di alcuni svantaggi e costi di transazione, ai quali le parti consapevolmente si espongono laddove scelgano di accedere alla copertura assicurativa.

Muovendo dal primo profilo, tra i vantaggi per il venditore rientrano certamente una riduzione dell'esposizione al rischio di indennizzo nel tempo e una conseguente possibilità di realizzare la c.d. "*clean exit*", una libera e immediata disponibilità delle somme ricevute a titolo di corrispettivo, una migliore capacità di comparare le offerte in processi competitivi, una (tendenziale) maggiore speditezza del processo<sup>65</sup> e una negozia-

---

dal *closing*); una durata inferiore (due o tre anni dal *closing*) per le restanti *reps and warranties*. Va comunque ricordato che, sulla base di ricerche empiriche e dati statistici raccolti dalle principali compagnie internazionali, le richieste di indennizzo pervengono all'assicuratore generalmente entro un periodo significativamente inferiore rispetto alla durata massima della polizza: la maggioranza delle richieste di indennizzo avviene già nel corso del primo anno e il 66% entro diciotto mesi dalla data del *closing* (fonte: *AON claims data 2017-2021*). Sempre con riguardo alla durata, giova ricordare come di norma la decorrenza della polizza inizi al momento del perfezionamento del trasferimento (*closing*) e non al momento della firma dell'accordo di compravendita (*signing*), indipendentemente dal momento di sottoscrizione della polizza. La polizza potrebbe infatti essere stipulata sia al *signing* sia al *closing*: se stipulata al *closing*, di norma non coprirà le eventuali violazioni delle dichiarazioni occorse tra *signing* e *closing*. Se la polizza è stipulata al *signing* la compagnia potrebbe non chiedere un anticipo sul premio, ma potrebbe richiedere una penale (*break-up fee*) nel caso di mancato perfezionamento dell'acquisizione. Se l'*interim period* (intervallo tra *signing* e *closing*) fosse particolarmente prolungato l'assicuratore potrebbe accettare di stipulare la polizza al *signing* coprendo le violazioni delle dichiarazioni a partire da tale data.

<sup>64</sup> Segnala puntualmente questo rischio, in particolar modo in presenza di clausole arbitrali, S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 24, in quanto non tutti i regolamenti arbitrali prevedono regole in tema di riunione dei procedimenti: "in tale contesto, la previsione di distinte clausole arbitrali (oltretutto stipulate tra parti diverse) moltiplica il costo del contenzioso, ne allunga i tempi e, soprattutto, crea un forte rischio di conflitto di giudicati. Per ovviare a tale problema, il venditore, il compratore e l'assicuratore dovrebbero sottoscrivere un'apposita convenzione arbitrale applicabile tanto alla I&W Insurance quanto allo SPA, oppure prevedere per entrambi i contratti la competenza esclusiva del giudice ordinario".

<sup>65</sup> Per quanto, come si osserverà *infra*, non sempre la speditezza del processo è complessivamente mi-

zione meno serrata sul contenuto delle garanzie e sui meccanismi di indennizzo. Tuttavia, come detto, esistono benefici anche per l'acquirente, come l'ottenimento di una protezione dell'operazione e del rischio di violazione delle garanzie da parte di un operatore professionale affidabile e vigilato<sup>66</sup>, il mantenimento di buone relazioni con il venditore e con la componente manageriale della passata amministrazione (che *post-closing* potrebbe restare all'interno della società compravenduta), la possibilità di ottenere protezione anche in contesti in cui i venditori non possono (o non vogliono) rilasciare garanzie, una maggiore facilità nel negoziare un pacchetto di *reps* più esteso, l'esonero da complesse valutazioni circa la solvibilità del venditore nel tempo<sup>67</sup> e, in ragione dei precedenti vantaggi, un possibile miglioramento della propria offerta economica nell'ambito di processi competitivi.

Passando al secondo profilo, quello degli svantaggi, il rilascio di una polizza *W&I* implica naturalmente costi aggiuntivi in capo alle parti (*in primis* il pagamento del premio assicurativo<sup>68</sup>), ma anche discussioni con ulteriori parti che intervengono al tavolo di negoziazione (*broker*, assicurazione e consulenti della compagnia), analisi aggiuntiva (come visto di secondo livello) condotta dall'assicuratore, presenza di alcune materie non coperte (che potrebbero invece essere coperte dal venditore) e di alcune esclusioni difficilmente negoziabili. A questo elenco va aggiunto, come anticipato, una esperienza applicativa ancora relativamente limitata (soprattutto in Italia) e l'assenza di precedenti giurisprudenziali o arbitrali significativi<sup>69</sup>.

In considerazione di questi svantaggi, la stipulazione di una polizza *W&I* risulterà quindi efficiente nella misura in cui i benefici (per entrambe le parti) risultino complessivamente superiori ai costi di transazione incorsi. In realtà alcuni dei benefici propri della polizza *W&I* potrebbero essere ottenuti anche attraverso soluzioni negoziali *inter partes* che ridurrebbero i costi aggiuntivi<sup>70</sup>: ci si deve quindi interrogare sul perché,

---

giorata in quanto ai minori tempi di negoziazione con la parte acquirente corrisponde un potenziale allungamento dei tempi per lo svolgimento della *due diligence* e per la partecipazione al tavolo della trattativa (seppur con un ruolo circoscritto) di un ulteriore soggetto (la compagnia assicurativa).

<sup>66</sup> Come osserva attentamente C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 367, nel solco dell'insegnamento classico della dottrina assicurativa, "la circostanza che l'assicuratore sia tenuto a rispettare stringenti criteri di gestione patrimoniale e finanziaria (e sia assoggettato a penetranti controlli statali), assicurando la disponibilità dei mezzi occorrenti al pagamento degli indennizzi, pone certo il compratore-assicurato in una posizione di maggiore sicurezza rispetto all'acquirente-garantito dal venditore, attenuando in chi compra l'interesse al rilascio di garanzie per sonali a tutela del pagamento degli indennizzi".

<sup>67</sup> Nell'ambito di operazioni transnazionali il compratore potrebbe altresì avere un interesse a preferire la tutela indennitaria di una compagnia basata nella propria giurisdizione per ovviare ai rischi connessi al dover portare in esecuzione la sentenza o il lodo arbitrale nel paese straniero ove ha sede la società venditrice (o dove questa detiene *asset* aggredibili).

<sup>68</sup> Sulla base di dati recenti il premio medio si assesta, sul mercato europeo, tra l'1% e il 2% rispetto al massimale di polizza e, dopo anni di progressiva riduzione, ha subito un incremento nel corso del 2021. Il fatto che il premio sia pagato dal venditore, dall'acquirente o suddiviso tra le parti non risulta una discriminante significativa in quanto, in ultima analisi, ci sarà comunque un costo di transazione che graverà sull'operazione nel suo complesso (in termini di minor prezzo offerto dal compratore, per tenere conto del premio che dovrà versare, ovvero di importo da detrarre rispetto al corrispettivo concordato nel caso di pagamento totale o parziale da parte del venditore).

<sup>69</sup> Peraltro, anche in prospettiva, il fatto che le controversie nell'ambito delle polizze *W&I* siano di norma compromesse in arbitrato renderà improbabile la rapida creazione di una consolidata raccolta di precedenti nota al mercato.

<sup>70</sup> Ad esempio l'allocazione della responsabilità connessa all'obbligo di indennizzo potrebbe essere bi-

nonostante esistano soluzioni negoziali alternative, gli operatori privilegino le polizze assicurative.

La dottrina statunitense<sup>71</sup> ha svolto analisi approfondite degli interessi sottostanti, ipotizzando tre distinte categorie di motivazioni: (i) l'offerta di servizi di *risk management*, (ii) la pressione dei creditori dell'acquirente e (iii) i profili di avversione al rischio delle parti.

Nella prima ipotesi le parti avrebbero un interesse a beneficiare delle competenze di *risk management* in possesso della compagnia assicurativa, la quale – avendo maturato una profonda esperienza nella valutazione del rischio e nello studio dei metodi di prevenzione e mitigazione del danno – potrebbe contribuire al successo dell'operazione e alla prevenzione del sinistro. In realtà, nell'ambito specifico delle polizze *W&I*, l'effettivo contributo è fortemente limitato dall'asimmetria informativa che esiste tra assicuratore e venditore e dal fatto che i rischi oggetto di copertura sono rischi propri della società compravenduta, non generalizzabili indiscriminatamente ad altre società. Peraltro la compravendita di partecipazioni societarie è di norma condotta da entrambe le parti con il costante supporto di esperti e consulenti, che si occupano dello studio dei rischi dell'operazione e degli strumenti di gestione degli stessi, cosicché i servizi di *risk management* dell'assicuratore potrebbero risultare ridondanti<sup>72</sup>.

Quanto alla possibile pressione da parte dei creditori del compratore, si ipotizza che banche finanziatrici dell'operazione potrebbero percepire l'assicurazione *W&I* come indicatore di stabilità e certezza della protezione per il proprio debitore e, conseguentemente, accordare condizioni più vantaggiose di accesso al credito o valutare la futura acquisizione dei diritti di indennizzo vantati dal soggetto finanziato. Per quanto le evidenze alla base di tale considerazione siano discusse<sup>73</sup>, è certamente vero che gli istituti di credito nutrano un comprensibile interesse ad accedere alle somme liquidate a titolo di indennizzo a tutela del proprio credito e siano di norma favorevoli alla diffusione dello strumento.

Resta, infine, l'ipotesi legata all'avversione al rischio di *entrambe* le parti del contratto di compravendita, generatrice di un interesse allineato a trasferire, in tutto o in

---

lanciata negozialmente tra venditore e acquirente, l'esigenza di sicurezza potrebbe essere gestita attraverso l'incremento della somma depositata in *escrow* e l'obiettivo di una "*clean exit*" del venditore potrebbe essere realizzato attraverso la riduzione del suddetto deposito. Per una analisi delle figure negoziali affini alle polizze *buy-side* e *sell-side* si rinvia alla completa analisi di C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 368.

<sup>71</sup> In modo particolare S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1886.

<sup>72</sup> Come osserva S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1886, "*M&A transactions are heavily lawyered, and insofar as there are transactional practices to minimize the risk of incomplete disclosures and post-closing indemnity claims, the obvious suppliers of these techniques would be the M&A lawyers that routinely negotiate similar transactions*". Peraltro la partecipazione della compagnia all'operazione non è volta ad assistere il compratore nell'identificazione delle aree di rischio, ma è essenzialmente finalizzata alla valutazione della *due diligence* condotta dal compratore; sul punto ancora S.J. GRIFFITH, *op. ult. loc. cit.*, "[t]he insurer's *due diligence*, unlike the buyer's *due diligence*, is not aimed at uncovering deficiencies in the underlying transaction, but rather at uncovering deficiencies in the buyer's diligence. In doing so, the insurer is looking to protect its own interests by identifying risks to exclude from the policy, not helping the buyer avoid loss or mitigate risk".

<sup>73</sup> S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1887.



parte, il rischio di indennizzo a un soggetto terzo. Per quanto le parti, siano esse società industriali o fondi di *private equity*, dispongano spesso delle competenze e degli strumenti necessari per mitigare il rischio (*in primis* la diversificazione del portafoglio e l'accantonamento di riserve) in modo non dissimile dalle compagnie assicurative, l'avversione al rischio contribuisce in modo alquanto significativo al successo delle polizze *W&I*. I principali promotori di questa "*fuga dal rischio*", secondo tale prospettiva<sup>74</sup>, sarebbero proprio i *manager* – soprattutto, ma non soltanto, nelle operazioni di *private equity* – i quali sono meno propensi al rischio rispetto agli investitori, in quanto non hanno analoghe possibilità di diversificarlo. Si tratterebbe quindi di un classico problema di agenzia<sup>75</sup> tra *manager* e investitori-azionisti, in rapporto al quale la stipulazione di una polizza *W&I* contribuirebbe a riallineare la propensione al rischio degli investitori<sup>76</sup> a quella del *management* e trasferire il rischio in eccesso alla compagnia (remunerata attraverso la corresponsione del premio che si traduce in un costo di transazione aggiuntivo).

L'asimmetria non rileva però soltanto tra investitori e *management*: la constatazione che la pressoché assoluta totalità delle polizze *W&I* sia emessa nel contesto di compravendite di partecipazioni in società chiuse, ove il problema dell'asimmetria informativa tra venditore e compratore è certamente più sentito che nelle società aperte, porta a concludere che un altro dei fattori che hanno contribuito alla diffusione dell'istituto sia proprio la gestione di tale ineludibile asimmetria informativa che connota i rapporti tra le parti del contratto, parzialmente neutralizzata dallo spostamento del rischio di sopravvenienze passive al di fuori del perimetro contrattuale.

Dalle considerazioni sin qui svolte sugli interessi sottesi si può ragionevolmente prevedere che la domanda di polizze *W&I* registrata negli ultimi anni a livello globale non sia destinata a diminuire nel breve termine (ancorché l'andamento strutturale del mercato di ogni tipo di assicurazione venga considerato ciclico) e che, al contrario, vi possa essere un crescente interesse anche da parte degli operatori industriali (così come è avvenuto negli anni passati per i fondi di *private equity*). Per quanto negli ultimi anni le richieste di indennizzo siano cresciute considerevolmente e le compagnie abbiano iniziato ad apportare correttivi ai premi<sup>77</sup>, un incremento troppo rapido degli stessi ri-

---

<sup>74</sup> S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1905: “[g]iven the relatively short time horizon during which they hold portfolio companies – an average of less than six years – overpaying for a portfolio company may threaten to reduce the private equity fund’s IRR [n.d.r. Internal Rate of Return] at exit. Private equity investors are likely to be indifferent because they can spread this risk through diversification. But [...] fund managers are compensated exclusively on IRR”.

<sup>75</sup> Sul punto, richiamando lo studio di S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, cit., 1905, vedi anche C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, cit., 365.

<sup>76</sup> La polizza realizza così un beneficio indiretto per gli stessi investitori in quanto svincolerà il *management* dal timore di veder decrescere i propri compensi per effetto di un’acquisizione sconveniente e farà sì che la selezione delle società *target* non sia più negativamente influenzata dall’eccessiva avversione al rischio dei gestori.

<sup>77</sup> “Claims severity continues to increase with the largest claims (valued over \$10 million) at 19% of material claims, up from 15% in last year’s study and 8% the year before. The average claims size in this band also increased. From a regional perspective, North America has been hit particularly hard by claims severity” (AIG, *M&A: A rising tide of large claims*, 2020, reperibile al seguente indirizzo [www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/managementliability/aig-manda-2020-w-and-i.pdf](http://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/managementliability/aig-manda-2020-w-and-i.pdf)).

sulta improbabile in quanto potrebbe rallentare o addirittura bloccare il processo di consolidamento dell'impiego delle polizze *W&I*. Il consolidamento del mercato produce, infatti, ulteriori effetti positivi: come osservato la possibilità di trasferire sull'assicuratore il rischio derivante dall'inesattezza delle *reps* facilita l'incontro delle volontà delle parti, la conclusione delle operazioni e il complessivo grado di certezza dell'impianto giuridico dell'accordo. La circostanza che la disciplina delle assicurazioni sia soggetta a norme imperative – ad esempio l'inesattezza o reticenza delle dichiarazioni del contraente *ex art.* 1892 e 1893 c.c. – e a meccanismi contrattuali già consolidati e testati in altri schemi assicurativi – come l'imputazione della conoscenza effettiva e le clausole *claims made* – determina una più agevole convergenza verso soluzioni predefinite di questioni altrimenti a lungo negoziate. In questo senso sarà estremamente importante attendere e monitorare le decisioni della giurisprudenza (ordinaria o arbitrale) in merito all'applicazione delle polizze *W&I* regolate dal diritto italiano<sup>78</sup>, in quanto l'assenza di un *corpus* di precedenti giurisprudenziali rappresenta (non solo in Italia) uno dei principali fattori di incertezza sull'operatività delle polizze esaminate.

---

<sup>78</sup> A tal proposito, osserva S. EREDE, *La "Indemnity and Warranty Insurance" nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 28, "una maggiore cura e attenzione degli operatori a far sì che i termini e condizioni delle polizze e dei contratti di compravendita siano coerenti con la disciplina italiana sulle assicurazioni potrebbe significativamente mitigare i rischi derivanti da possibili contenziosi in sede di applicazione della copertura assicurativa".

# I CONFINI DELLA RESPONSABILITÀ RISARCITORIA DELLA CONSOB TRA SOGGETTIVITÀ DELLA SOCIETÀ DANNEGGIATA E PRETESE DEGLI INVESTITORI \*

di *Fabrizio Sudiero*

SOMMARIO: 1. Premessa. I nodi problematici ed un possibile nuovo angolo visuale. – 2. Le aree di azione della Consob e principi in punto responsabilità: i) l'elemento soggettivo. – 3. (*Segue*): ii) la posizione giuridica dei destinatari dell'attività di vigilanza. – 4. (*Segue*): alcuni orientamenti non condivisibili e criticità. – 5. Il fondamento del risarcimento del danno diretto e della non risarcibilità di quello riflesso: i) il valore della partecipazione e l'art. 2395 c.c. – 6. (*Segue*): ii) Tesi tradizionale sul fondamento della non risarcibilità del danno riflesso. – 7. (*Segue*): iii) una possibile diversa tesi. – 8. Criteri per individuare il danno diretto risarcibile ex art. 2395 c.c. e per distinguerlo dal danno riflesso. Una rivisitazione della giurisprudenza statunitense. – 9. Le diverse ipotesi «direttamente» risarcibili. – 10. Qualche riflessione di sintesi.

1. *Premessa. I nodi problematici ed un possibile nuovo angolo visuale.* – «La Consob ha eminentemente una funzione di presidio della correttezza dell'informazione al mercato e quindi al pubblico risparmio» e «ha anche un potere diretto di controllo sulla correttezza della gestione, e quindi anche sui sistemi di controllo»<sup>1</sup>. Così il Maestro, cui questo scritto è dedicato, intercetta, con chiarezza, le due principali funzioni della Consob, unificate dal suo rappresentare «un ponte tra controllo interno e vigilanza esterna»<sup>2</sup>.

Funzioni che evocano, immediatamente, uno dei veri nodi problematici di questa doppia anima della Consob, ovvero la disciplina della sua responsabilità civile, terreno di incontro delle diverse istanze di tutela ove rinvenire il giusto temperamento tra valori di rango privatistico, pubblicistico o, meglio, di valori “societari”<sup>3</sup>.

---

\* Questo scritto è una versione preliminare di un lavoro che sarà pubblicato in *Rivista delle società*.

<sup>1</sup> P. MONTALENTI, *Corporate Governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, 127.

<sup>2</sup> P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, 275.

<sup>3</sup> È noto, come insegna il noto dibattito in tema di interesse sociale, che è proprio la dimensione societaria, e, maggiormente, della società quotata, a rappresentare un classico campo di incontro (e scontro) tra istanze privatistiche e pubblicistiche. L'interesse sociale rappresenta altro tema cui il prof. Montalenti ha dedicato molti dei suoi studi (v., tra gli ultimi lavori, ad esempio, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss., ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale. Atti del convegno*, Milano, 13-14 giugno 2014, Milano, 2015, 176, 171 ss., ID., *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 81 ss.). In materia la letteratura è copiosa; si vedano, per tutti: T. ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, 93 ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725

Trattasi di un tema assai discusso sin dagli anni ottanta<sup>4</sup> e caratterizzato tradizionalmente da un duplice interrogativo, ovvero se sia o meno ammissibile una forma di tutela risarcitoria in capo ai destinatari diretti e indiretti dell'attività di vigilanza dell'Autorità e quello della natura di tale eventuale responsabilità.

In particolare, sino alla nota sentenza della Corte di Cassazione, SS.UU. del 22 luglio 1999, n. 500<sup>5</sup>, che, come noto, ha riconosciuto la risarcibilità della lesione degli interessi legittimi, era persino discussa l'esistenza stessa di una responsabilità civile della pubblica amministrazione per danno derivante dalla lesione di quelle posizioni soggettive che, pur non assurgendo al rango di diritti soggettivi, ricevono protezione da parte dell'ordinamento.

In effetti, sebbene in dottrina vi fossero maggiori aperture<sup>6</sup> rispetto alla giurispru-

---

ss.; L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in AA.VV., *Studi in onore di Francesco Messineo*, Milano, 1959, 373 ss.; A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Scritti*, III, Padova, 1961, 221 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni. Assemblea*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, II, 16 ss.; ID., *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 83 ss.; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987, *passim*; R. RORDORF, *L'abuso di potere della minoranza*, in *Società*, 1999, 7, 809 ss.; G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, 699 ss.; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *passim*; ID., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss.; AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, *passim*; C. ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2012, ID., *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 255; F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; ID., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 13 ss.; ID., *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dell'"istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.; E. LA MARCA, *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 590 ss.; U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 20 ss.

<sup>4</sup> A titolo esemplificativo si vedano i lavori di G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, nel *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 5, 1988, 333; CERA, *La Consob*, Milano, 1984, p. 145; ID., *Insolvenza del Banco Ambrosiano e responsabilità degli organi pubblici di vigilanza*, in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 431 ss., nota a Trib. Milano, 9 gennaio 1986. Per spunti comparatistici del dibattito di allora si rinvia a A. BLANDINI, *Sulla responsabilità degli organi di vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, 323 ss. Il dibattito si è naturalmente acuito con l'attribuzione alla Consob della personalità giuridica dalla legge 281/1985. Sul tema v., recentemente, C. FIENGO, *Problemi in tema di responsabilità delle Autorità di vigilanza e di tutela degli investitori*, Napoli, 2022, *passim*.

<sup>5</sup> Pubblicata e annotata sulle più note riviste giuridiche di settore cui si rinvia per una trattazione esaustiva del tema: *Foro it.*, 1999, I, 3201; *Giornale dir. amm.*, 1999, 832; *Giur. it.*, 2000, 1380; *Nuovo dir.*, 1999, 691; *Contratti*, 1999, 869; *Giust. civ.*, 1999, I, 2261; *Urbanistica e Appalti*, 1999, 1067; *T.A.R.*, 1999, II, 225; *Arch. civ.*, 1999, 1107; *Danno e resp.*, 1999, 965; *Corr. giur.*, 1999, 1367; *Gius.*, 1999, 2760; *Rass. giur. energia elettrica*, 1999, 433; *Nuove autonomie*, 1999, 563; *Gazzetta giur.*, 1999, fasc. 35, 42; *Guida dir.*, 1999, fasc. 31, 36; *Dir. prat. soc.*, 1999, fasc. 21, 65; *Ammin. it.*, 1999, 1399; *Dir. pubbl.*, 1999, 463. Per alcune note successive tale sentenza v., ad esempio, le considerazioni di M. CLARICH, *La responsabilità della Consob nell'esercizio dell'attività di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp.*, 2002, 223 ss.

<sup>6</sup> Così G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *dircomm.it, il diritto commerciale d'oggi*, v. marzo 2006, 1 ss. nonché in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 695 ss.

denza<sup>7</sup>, l'ostacolo più rilevante al riconoscimento di una siffatta responsabilità era individuato nella mancanza, dal punto di vista positivo, di disposizioni idonee a concedere una tutela risarcitoria a posizioni giuridiche diverse dai diritti soggettivi come quelle, secondo alcuni, sottese all'attività di vigilanza della Consob.

Sicché una delle soluzioni maggiormente originali (e forse, come si vedrà, lungimiranti), in alternativa a quelle di riconoscere – *de iure condendo*<sup>8</sup> o *condito* (come poi avvenuto, per gli interessi legittimi, con la menzionata sentenza) – la risarcibilità di tali situazioni giuridiche soggettive, era quella di qualificare la posizione del privato oggetto di lesione, e cioè la libertà contrattuale, come un vero e proprio diritto soggettivo<sup>9</sup>.

Tuttavia, onde affermare la responsabilità civile della Consob, si è successivamente preferito argomentare partendo dalla predetta sentenza delle Sezioni Unite n. 500/1999, come dimostra il noto *leading case* in materia<sup>10</sup>, che la richiama a più riprese, arricchendo la discussione attraverso la ricerca di argomenti volti a scardinare altro presupposto ostativo all'ammissione di una tale responsabilità, ovvero quello per cui in assenza di indici normativi espressi circa il riconoscimento di una posizione di interesse in capo ad un determinato soggetto o categoria di soggetti, il pregiudizio da questi patito non assurgerebbe al rango di danno giuridicamente risarcibile, ma rimarrebbe su quello del mero pregiudizio economico. Pregiudizio, questo, che potrebbe essere ristorato per equivalente e soltanto nell'alveo della responsabilità da inadempimento di un (preesistente) obbligo<sup>11</sup> (quale non era – secondo tale tesi ostativa – quella della Consob).

Anche quest'ultimo argomento, come sostenuto in dottrina, era forse da ritenersi superato in considerazione di alcune specifiche previsioni dei d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ("decreto Eurosim") e d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"): «il ripetuto riferimento, nel corpo del t.u.i.f. (e prima ancora, come sopra osservato, nel c.d. "decreto Eurosim"), al fine della tutela degli investitori viene letto come indice del riconoscimento, in capo ad essi (a ciascuno di essi ed a tutti, indistintamente considerati), di un interesse, qualificato e rilevante per il diritto, appunto perché fondato su una specifica previsione di legge, al corretto, prudente ed attento esercizio della potestà di vigilanza; o, in una diversa ma convergente prospettiva, come indice del riconoscimento, in capo all'Autorità, di un obbligo di esercitare il potere o i poteri ad essa attribuiti in maniera tale da salvaguardare l'interesse altresì dei singoli investitori, ed in particolare in maniera da evitare che essi subiscano danno»<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> Cass. civ., sez. un., 14 gennaio 1992, n. 367, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, II, p. 393 ss., con nota di N. MARZONA, *Le posizioni soggettive del risparmiatore secondo il giudice della giurisdizione: una difficile tutela*; Cass., sez. un., 29 marzo 1989, n. 1531, ivi, 1991, I, 1, 3206; più in generale, invero, si sosteneva l'impossibilità di azionare in giudizio pretese risarcitorie nei confronti della P.A. e specificamente verso la Consob e le c.d. "autorità indipendenti" (v. in proposito, F. MAIMERI, *La Consob come autorità indipendente*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 907 ss., R. RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, 266 ss.).

<sup>8</sup> G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 10\*\*, 1993, 308.

<sup>9</sup> F. GALGANO, *Quattro note di varia giurisprudenza*, in *Contratto e impresa*, 1992, 535 ss., spec. 541 ss.

<sup>10</sup> Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, 10 ss. con nota di A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*.

<sup>11</sup> Così G. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 2.

<sup>12</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *Ibidem*.

Si è altresì evidenziato, nel solco di tale orientamento, come la scelta di preporre una specifica Autorità al servizio dell'informazione per i fruitori del mercato finanziario, non potrebbe non comportare, quale corollario, una specifica responsabilità diretta di essa verso il mercato, ed in particolare verso coloro che, facendo affidamento sull'informazione, vi accedono per investire il proprio denaro<sup>13</sup>.

Sicché, di lì in avanti il riconoscimento della responsabilità civile della Consob non è più stato in discussione (anzi, come più oltre trattato, è stato oggetto anche di interventi normativi), piuttosto il dibattito si è spostato sulla natura di essa<sup>14</sup> e sui destinatari della tutela.

Per vero, come si vedrà, se, da un lato, si è assistito ad una sempre maggiore responsabilizzazione per via giurisprudenziale della Consob (addirittura consentendo non solo azioni risarcitorie dinanzi al giudice ordinario, ma, addirittura, in seno alla giurisdizione amministrativa, iniziative di tipo "inibitorio" o, meglio, volte ad imporre l'adozione di atti di vigilanza), dall'altro, si è assistito ad una progressiva rideterminazione e contenimento, da parte del legislatore e della stessa Consob, degli ambiti di responsabilità. Ne sono esempi: i) quanto al primo, l'introduzione dell'art. 24, comma 6-bis della l. 262/2005 che limita la responsabilità, rispetto all'elemento soggettivo, al dolo e alla colpa grave<sup>15</sup>; ii) quanto alla seconda, l'approccio cauto, per non dire "autoesonerante", in materia di responsabilità da prospetto<sup>16</sup> pare emergere dalla lettura della Comunicazione n. 7/2020 del 9 luglio 2020, relativa ai criteri di controllo del prospetto di offerta e ammissione alle negoziazioni di titoli nell'ambito della disciplina introdotta dal Regolamento UE 1129/2017 del 14 luglio 2017 ("Regolamento Prospetto") e dal Regolamento Delegato UE 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019. Essa, infatti, sembra aver declinato la propria responsabilità in merito a determinate tipologie di verifiche, tra cui il controllo sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto stesso, evidenziando una netta separazione tra prospetto ed offerta e specificando che l'approvazione del prospetto non implica l'approvazione dell'offerta/ammissione.

In questo quadro, invero, non troppo chiaro, paiono piuttosto sfumati i contorni delle tutele risarcitorie in capo ai singoli (soci o terzi) e, in generale, degli investitori così come i confini della soggettività della società, specie nelle prospettazioni attoree, spesso tentate dall'azionare rimedi risarcitori che hanno ad oggetto inammissibili pregiudizi "riflessi".

<sup>13</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *Ibidem* che rinvia a G. VISENTINI e A. BERNARDO, *La responsabilità della Consob per negligenza nell'esercizio dell'attività di vigilanza*, Luiss-Ceradi, dicembre 2001 (reperibile nel sito Internet del Ceradi all'indirizzo [www.ceradi.it](http://www.ceradi.it)), spec. par. 4.

<sup>14</sup> Il tema, non oggetto specifico di questo contributo, pare aver trovato un suo componimento nella individuazione della natura extracontrattuale della responsabilità in questione (v. oltre).

<sup>15</sup> Su cui v. oltre.

<sup>16</sup> Una parte della dottrina ha ritenuto, invero, di parlare di "responsabilità connessa a prospetto", potendosi questa riferire a diverse forme di responsabilità e a diversi soggetti (V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, nota a Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, in *Corr. Giur.*, 2011, 361). Così, ai sensi dell'art. 94, comma 5 TUF, l'emittente, su cui grava l'obbligo di predisporre il prospetto, risponde «dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto». In concorso con la medesima risponderanno sia i soggetti chiamati a predisporre i bilanci della società e a redigere il prospetto sia, eventualmente, la Consob per omesso controllo, visto il suo dovere, ai sensi dell'art. 94, comma 2 TUF, di dare il via libera alla sua pubblicazione.

Da un lato, infatti, andrebbero meglio enucleati i limiti di tutela degli investitori, dall'altro, dovrebbe evitarsi che derive pubblicistiche scardinino i principi giuscommercialistici dell'autonomia patrimoniale e della tutela del ceto creditorio.

Manca forse un criterio univoco per delimitare tali confini. Ed è questo un punto che sembra poter rivestire un certo interesse scientifico forse non troppo battuto in dottrina.

Sicché, previo succinto esame delle aree di azione della Consob (selezionando quelle più rilevanti per il presente contributo) e dei più recenti orientamenti in tema di responsabilità della medesima, si potrebbe tentare di enucleare qualche criterio-guida volto a riordinare le fattispecie risarcitorie ammissibili, ponendo, in un certo senso, al riparo il diritto commerciale da quel rischio di sua amministrativizzazione sottolineato dal prof. Montalenti.

2. *Le aree di azione della Consob e principi in punto responsabilità: i) l'elemento soggettivo.* – Prendendo spunto da quanto già affermato in dottrina<sup>17</sup>, si potrebbero distinguere, nell'esaminare le responsabilità della Consob, tre diverse aree: i) quella per omesso o cattivo esercizio della potestà regolamentare; ii) quella per omesso o cattivo esercizio della potestà di vigilanza e sanzionatoria; iii) quella per omesso esercizio di poteri societari alla medesima attribuiti dalla legge<sup>18</sup>.

Prescindendo dalla prima "area" che pare evocare il più generale tema della responsabilità del legislatore<sup>19</sup>, occorre soffermarsi sui principi della responsabilità della

<sup>17</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 3.

<sup>18</sup> Recentemente sui poteri della Consob, v. VENTORUZZO e ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob*, in *Il testo Unico finanziario*, diretto Cera, Presti, II, *Mercati ed emittenti*, Torino, 2020, 2080 ss.; L.A. BIANCHI, *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, ivi, 337 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, ivi, 1664, P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno internazionale di Studi*, Venezia 13-14 novembre 2015, a cura di Carcano, Mosca, Ventoruzzo, Milano, 2016 ss.; M. CARPINELLI, *Riflessioni sui poteri di enforcement della Consob in materia di bilanci e relazioni finanziarie*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015, 622; E. RIMINI, *L'intervento pubblicistico nei casi di gravi irregolarità gestionali*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per la Società e la Borsa*, a cura di Mollo, Roma, 2015, 155 ss.

<sup>19</sup> Tema non esplorabile in queste pagine. Su di esso la letteratura è, come noto, sterminata. A titolo esemplificativo si vedano: C. PASQUINELLI, *Le leggi dannose: Percorsi della responsabilità civile tra pubblico e privato*, Torino, 2013; E. CALZOLAIO, *La violazione del diritto comunitario non è antigiuridica: l'illicito dello Stato al vaglio delle Sezioni Unite*, in *Contr. impr.*, 2010, 71 ss.; M.F. SCARDIGNO, *Responsabilità civile dello Stato per violazione del diritto comunitario*, in *Dig. Disc. Priv., Sez. civ., Aggiornamento*, IV, Milano, 2009, 445; C. PANZERA, *La responsabilità del legislatore e la caduta dei miti*, in *Politica del diritto*, 2007, 3, 359; M. CARRÀ, *L'esercizio illecito della funzione pubblica. Fondamento, presupposti e regime*, Torino, 2005, 17; A. LAZARI, *Paradigma e logos: la responsabilità dello stato legislatore e i destini dell'Europa*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 1, 148 ss.; G. ALPA, *L'erosione dei privilegi della pubblica amministrazione e le nuove figure di responsabilità civile*, in *Resp. civ. prev.*, 1998, p. 1305 ss.; D. SORACE, *La responsabilità pubblica nell'esperienza giuridica europea* Bologna, 1994.

È noto, in ogni caso, l'importante contributo portato in materia dalla sentenza Franconovich (anche se più sul versante della responsabilità omissiva del legislatore), su cui v., a titolo esemplificativo: L. BAIRATI, *La responsabilità dello Stato-legislatore la componente culturale e gli impulsi della Corte di giustizia europea nella relativizzazione delle categorie nazionali*, CDCT working paper 6-2012/ European Legal Culture 5, reperibile su <http://www.cdct.it/Pubblicazioni.aspx>; A. DI MAJO, *Contratto e torto nelle violazioni comunitarie ad opera dello Stato*, in *Corr. giur.*, 10/2009, 1353 ss.; E. CALZOLAIO, *L'illicito dello stato tra diritto comunitario e diritto interno. Una prospettiva comparata*, Milano, 2004; ID., *Problemi applicativi e*

Consob come evincibili dal testo normativo e dalla giurisprudenza rispetto alle altre due “aree”.

La giurisprudenza (spesso pronunciatasi, invero, in punto riparto di giurisdizione) non pare univoca nel dettare, in materia, il perimetro della responsabilità della Consob.

Un primo profilo problematico è certamente costituito dall'elemento soggettivo, giusto il disposto dell'art. 24, comma 6-bis della l. 262/2005<sup>20</sup> che ha limitato la responsabilità della Consob al dolo e alla colpa grave.

Nella relazione illustrativa si legge che la predetta limitazione «appare necessaria per allinearsi agli standard internazionali, come rilevato dal fondo monetario internazionale in esito alle verifiche condotte sui sistemi di vigilanza nel nostro paese» (v. il *Principle* n. 1 del *Basel Core Principles for effective banking supervision*, che include la *legal protection of supervisor* tra i requisiti fondamentali della regolamentazione della vigilanza bancaria).

In effetti questa non pare essere stata solo una impostazione italiana<sup>21</sup>, ma ciò che

---

*profili ricostruttivi dell'illecito dello Stato per omessa attuazione di direttiva comunitaria*, in *Giur. it.*, 1, 2004, p. 49; M.M. WINKLER, *Francoovich colpisce ancora: una nuova condanna dello stato per ritardato (ed errato) recepimento di una direttiva europea*, in *Resp. civ. prev.*, 4, 2011, 923: v., però, già V. ROPPO, *La Responsabilità civile dello Stato per violazione del diritto comunitario (con una trasgressione nel campo dell'illecito "costituzionale" del legislatore)*, in *Contr. impr. Eur.*, 1999, p. 108 ss. Quanto, invece, alla responsabilità commissiva del legislatore v. la sentenza *Brasserie du Pêcheur/Factortame III* (Corte giust. Ce, 5 marzo 1996, cause riunite C-46/93 e C-48/93, *Brasserie du Pêcheur SA c. Bundesrepublik Deutschland e The Queen c. Secretary of State for Transport*, ex parte: *Factortame Ltd e altri*, in *Racc.* I-1029).

Per vero, l'orientamento interno è stato tuttavia quello di negare una responsabilità dello Stato-legislatore per violazioni di diritto interno. Sul punto, anche criticamente, v., già, L. PALADIN, *Cenni sul sistema delle responsabilità civili per l'applicazione di leggi incostituzionali*, in *Giur. cost.*, 1960, 1032 ss. e C. MORTATI, *Appunti per uno studio sui rimedi giurisdizionali contro comportamenti omissivi del legislatore*, in *Foro it.*, 1970, V, c. 153 ss.; più recentemente, si vedano i contributi di V. ROPPO, *Appunti in tema di «illecito comunitario» e «illecito costituzionale» del legislatore*, in *Danno resp.*, 1998, 961; M. CARTABIA, *Omissioni del legislatore, diritti sociali e risarcimento dei danni (a proposito della sentenza Francoovich della Corte di Giustizia delle Comunità europee)*, in *Giur. cost.*, 1992, 505 ss.

Tuttavia, recentemente, parrebbe individuarsi un'apertura in tal senso da parte della Corte Costituzionale che si pone l'interrogativo in merito alle conseguenze della pronuncia di incostituzionalità di una legge la cui applicazione abbia causato un danno ad un soggetto privato: cfr. Corte Cost. n. 20/2016, in *Giur. Cost.*, 2016, I, 126 ss. con nota di E. SPARACINO, *Legge incostituzionale e responsabilità risarcitoria. Spunti di riflessione a partire dalla sentenza n. 20 del 2016*. La giurisprudenza, pur nel limitato ambito della responsabilità dello Stato per mancata attuazione di una direttiva comunitaria, è tuttavia rimasta ondivaga sia nella qualificazione del tipo di responsabilità sia nella stessa valutazione sulla illiceità o meno di tale condotta. Ad esempio, tra le varie, v.: Cass. 11 ottobre 1995, n. 10617, in *Resp. civ. prev.*, 1996, 313 ss.; Cass. 16 maggio 2003, n. 7630, in *Resp. civ. prev.*, 2003 e, più recentemente, tra molte, Cass. 9 gennaio 2014, n. 307, in *Giust. civ. Mass.*, 2014; Cass. 22 novembre 2016, n. 23730, in *iusprudentia.it*, con nota di M. CAPUTO, *La responsabilità dello Stato per attività legislativa non esiste*.

<sup>20</sup> Sul tema v. G. MIGNONE, *Vigilanza Consob e responsabilità: brevi osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2004, 805; A. PALMIERI, *Una fase di transito per la responsabilità delle «authorities»*, in *Foro it.*, 2008, I, 3223, D.R. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile della autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6 bis, della legge n. 262/2005: un primo monito della Cassazione?*, in *Giur. it.*, 2009, 2307, F.R. FANTETTI, *Responsabilità ex art. 2043 c.c. della Consob per mancata tutela del risparmio*, in *Resp. civ.*, 2011, 435, E. CALEVI, *Diritto all'integrità del patrimonio e responsabilità civile della Consob*, in *Giur. it.*, 2011, 2274; B. ANDÒ, *Responsabilità civile della Consob per omessa vigilanza sugli intermediari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, I, 1126; E. RULLI, *La responsabilità civile della Consob per omesso o carente esercizio dei poteri di vigilanza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, I, V., altresì, recentemente, la ricostruzione di C. FIENGO, *op. cit.*, 141 ss.

<sup>21</sup> Sul piano comparatistico, la responsabilità delle autorità di vigilanza è stata, in Gran Bretagna, circoscritta ai soli casi di *bad faith*, in Francia, oltre che al dolo, alla *faute lourde*; in Germania, addirittura, la



appare più singolare è che una tale disposizione, che parrebbe introdurre una difficilmente comprensibile disparità di trattamento tra soggetti, pare trovare linfa, in particolare per quel che attiene alla limitazione di responsabilità nei confronti dei risparmiatori (e non nei confronti degli intermediari, ovvero i diretti destinatari dell'attività commissiva o omissiva di vigilanza), proprio dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia europea<sup>22</sup>.

Invero, al di là dei profili di eventuale illegittimità costituzionale per violazione dell'art. 3 e per eccesso di delega, la previsione non sembra del tutto coerente col sistema della responsabilità civile della pubblica amministrazione, ove solo la responsabilità personale dell'impiegato è circoscritta al dolo e alla colpa grave (d.p.r. 3 del 1957, artt. 22 e 23) mentre quella dello Stato – persona giuridica non sembra godere di tale esenzione. Inoltre parrebbe esservi pure incoerenza con le norme dettate dal codice civile in tema di responsabilità del prestatore d'opera intellettuale (in un certo senso assimilabile all'attività intellettuale della Consob) perché la limitazione ivi prevista alla colpa grave, ai sensi dell'art. 2236 c.c., dovrebbe riguardare, secondo l'opinione prevalente, il solo caso dell'imperizia e non anche quelli della negligenza e dell'imprudenza.

Ad ogni modo, la norma suscita ulteriori dubbi che paiono irrisolti. Ci si è interrogati, in particolare, sull'estensione soggettiva e oggettiva di tale limitazione. A prescindere dall'estensione ad altre autorità (tema che esula dagli obiettivi di questo contributo), ci si è anzitutto chiesti se si applichi alla sola responsabilità extracontrattuale oppure sia a questa che a quella contrattuale, senza tuttavia addivenire a soluzioni appaganti<sup>23</sup>. In secondo luogo, ci si dovrebbe domandare come essa operi allorché la Consob sia chiamata in giudizio per il fatto dei propri funzionari. Sul punto la Cassazione, con una recente sentenza, ha confermato che tale responsabilità deriverebbe dall'art. 28 Cost. (anche se in quel caso essa non era più parte del procedimento, avendo raggiunto un accordo transattivo con i danneggiati)<sup>24</sup>.

3. (Segue): *ii) la posizione giuridica dei destinatari dell'attività di vigilanza.* – Fuori dal tema dell'elemento soggettivo, i dubbi sono ancora maggiori. Anzitutto rispetto alla corretta individuazione dei destinatari dell'attività di vigilanza e della loro posizione giuridica soggettiva.

A tal proposito non può non menzionarsi, anzitutto, quanto affermato, circa due anni

---

giurisprudenza è giunta a sancire l'irresponsabilità delle autorità di vigilanza nei confronti dei terzi in quanto, per aversi responsabilità, occorrerebbe che siano previsti specifici doveri di diligenza nei confronti di determinati individui o categorie di individui e non (come nel caso dell'attività delle autorità di vigilanza) nei confronti del pubblico in generale (l'orientamento è stato poi accolto dal legislatore tedesco nell'art. 4 della legge relativa alla vigilanza integrata sui sistemi finanziari del 22 aprile 2002).

<sup>22</sup> G. CARRIERO, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza (in difesa del comma 6 bis dell'art. 24 della legge sulla tutela del risparmio)*, in *Foro it.*, 2008, 9, 223; v.: Corte giust. 12 ottobre 2004, causa C 222/02, in *Foro it.*, 2005, IV, 101, e *Giur. it.*, 2005, 387, con nota di D. SICLARI, «Drittbezogenheit» del dovere d'ufficio, «öffentlichen Interesse» ed esclusione della responsabilità dell'autorità di vigilanza bancaria nell'ordinamento tedesco, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 2005, 1050, con nota di M. POTO, *La Corte di giustizia e il sistema tedesco di vigilanza prudenziale: la «primauté» si scontra con il vecchio adagio «ubi maior, minor cessat»*.

<sup>23</sup> V. sul tema, ad esempio, G. CARRIERO, *op. cit.*, 221 ss.

<sup>24</sup> Cass., 17 novembre 2016, n. 23418, in *Società.*, 2017, p. 320, con nota di F. PELLEGRINI, *L'ultima parola della Suprema Corte nella vicenda Cultrera*.

fa dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, che, nello stabilire la competenza del giudice ordinario a pronunciarsi sull'azione risarcitoria intentata dall'investitore per omesso controllo della Consob e della Banca d'Italia<sup>25</sup>, ha precisato, condividendo un precedente pronunciamento delle stesse Sezioni Unite<sup>26</sup>, che la posizione dei risparmiatori non sarebbe di un interesse legittimo, bensì di diritto soggettivo. Secondo la S.C., Consob e Banca d'Italia avrebbero poteri-doveri di azione a tutela del risparmio e, dunque, dovrebbero assumere a favore degli investitori comportamenti nel rispetto del principio generale del *neminem laedere*<sup>27</sup>, da adempiere mediante l'osservanza di regole tecniche, di norme di legge e regolamentari relativi al corretto svolgimento dell'attività di vigilanza, ovvero di comuni canoni di diligenza, prudenza e perizia, la cui violazione sarebbe quindi azionabile davanti al giudice ordinario. Sicché non si tratterebbe di sindacare la legittimità formale degli atti amministrativi adottati o meno dall'amministrazione, ma di verificare se la stessa abbia violato o meno i menzionati canoni, ovvero abbia violato il *neminem laedere*, precetto di carattere generale applicabile a tutti i soggetti, privati e pubblici, che non indica una norma di azione amministrativa.

Il punto pare precisato, nei suoi assunti, da altra pronuncia, citata dalle medesime Sezioni Unite in questione, che pone una rilevante distinzione poiché, nell'affermare la giurisdizione del giudice ordinario per tali controversie, ricorda che la Consob, nei confronti dei risparmiatori, non esercita, a differenza di quanto avviene con riguardo ai "soggetti abilitati", alcun potere, trattandosi dei soggetti che essa è tenuta a tutelare, con la conseguenza che la posizione di questi ultimi nei confronti dell'Autorità di vigilanza assumerebbe la consistenza del diritto soggettivo<sup>28</sup>.

L'assunto parrebbe, dunque, piuttosto chiaro, senonché, come si vedrà, non pare del tutto univoco.

Procediamo con ordine.

Secondo la pronuncia da ultimo citata, occorrerebbe, dunque, distinguere la posizione dei soggetti "abilitati", i quali, in quanto destinatari di poteri della Consob, ricoprirebbero una posizione di interesse legittimo, da quella dei risparmiatori, titolari invece di diritti soggettivi.

<sup>25</sup> Cass. SS.UU., 5 marzo 2020, n. 6324, in *Onelgale*.

<sup>26</sup> Cass. SS.UU., 2 maggio 2003, n. 6719, in *Banca borsa tit. credito*, 2004, IV, 397 ss.

<sup>27</sup> Così anche Cass., 23 marzo 2011, n. 6681, in *Giur. comm.*, 2013, 861 ss., con nota di V. RENZULLI, *Il problema (dei limiti) dell'esercizio della funzione della Consob*; commentata anche da V. CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della «fine della finanza»*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, VII-VIII, 1517 ss. Secondo la S.C. la Consob «non è soltanto organo di vigilanza del mercato dei valori, ma è anche organo di garanzia del risparmio pubblico e privato», con la conseguenza che l'attività dell'Autorità deve svolgersi nei limiti e con l'esercizio dei poteri previsti dalle leggi speciali che la istituiscono, ma anche della norma primaria del *neminem ledere*, in considerazione dei principi di legalità, imparzialità e buona amministrazione: pertanto, secondo la S.C., «la Consob è tenuta a subire le conseguenze stabilite dall'art. 2043 c.c. atteso che tali principi di garanzia si pongono come limiti esterni alla sua attività discrezionale, ancorché il sindacato di questa rimanga preclusa al giudice ordinario» (così riporta F. ROMANI, *Esercizio dei poteri di vigilanza della Consob e riparto di giurisdizione*, nota a Cass., SS.UU., 18 maggio 2005, n. 10095, in *Giur. comm.*, 2016, II, 520 ss.).

<sup>28</sup> «[d]iritto che – proprio perché non collegato ad alcuna relazione di potere con la P.A. – deve essere tutelato, in caso di violazione, innanzi al giudice ordinario, e ciò tanto più quando (come nel caso di specie) l'azione proposta trovi il suo fondamento in un preteso "comportamento" illecito della P.A. e sia diretta a conseguire il risarcimento dei danni subiti» (Cass., SS.UU. 29 luglio 2005, n. 15916, in *Dir. Proc. Amm.*, 2007, II, 414 ss.).

Corollario di ciò parrebbe la legittimazione esclusiva in capo ai soggetti “abilitati” a far valere il risarcimento della violazione di tali interessi legittimi, il che equivale a dire, sul piano civilistico, che il relativo danno sarebbe, rispetto ai risparmiatori, solo “riflesso”, ovvero sia un pregiudizio economico subito in conseguenza della lesione arrecata direttamente al soggetto “abilitato” da parte della Consob.

In linea con questa pronuncia, sempre le recenti Sezioni Unite hanno affermato, sul punto, altro principio particolarmente rilevante, volto a sconfiggere la tesi per cui occorrerebbe distinguere tra azionisti e risparmiatori, nel senso che i primi, a differenza dei secondi, sarebbero direttamente sottoposti al potere di vigilanza. Infatti, secondo la Corte, i destinatari diretti delle misure (inibitorie, interdittive e di altro genere) adottate dalle autorità di vigilanza non sono gli azionisti, i quali ne sono in realtà i beneficiari, ma, appunto, le banche e gli intermediari che agiscono tramite i loro organi amministrativi e di controllo.

Così, una recente sentenza di merito ha, da un lato, espressamente affermato che la responsabilità risarcitoria a carico della Consob verso gli investitori (anche se il caso è peculiare) sarebbe di tipo aquiliano, per lesione del principio generale del *neminem laedere*, non essendo intercorsa alcuna relazione, neppure indiretta né qualificata, con il soggetto privato che agisce in giudizio e non essendosi, quindi, ingenerato in quest’ultimo alcun affidamento o aspettativa sull’operato della Consob<sup>29</sup>. Dall’altro, ha precisato, incidentalmente, che l’azione sarebbe stata inammissibile – in punto legittimazione – allorché l’attore avesse agito come socio *tout court* poiché avrebbe fatto così valere un danno meramente riflesso ovvero subito solo in conseguenza di quello subito dal patrimonio sociale<sup>30</sup>.

Tale sentenza, successiva al menzionato recente orientamento delle Sezioni Unite, si innesta in altri precedenti, anche di legittimità, che, con riferimento a svariate situazioni, hanno riconosciuto la responsabilità risarcitoria della Consob anche verso i terzi – risparmiatori definendola «organo di garanzia del risparmio» con specifici obblighi giuridici di impedire o, comunque, circoscrivere, nei limiti del possibile, il danno, ovvero la perdita degli investimenti mediante l’esercizio dei propri poteri di vigilanza e controllo<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Trib. Bologna, 15 aprile 2021, in *Quotidiano giuridico*.

<sup>30</sup> L’attore, invece aveva agito ad altro titolo facendo valere l’inadempimento della Consob agli obblighi di vigilanza, sostenendo che l’azione doveva trovare fondamento in una responsabilità da “contatto sociale” per lesione dell’affidamento ingenerato negli azionisti, facendo riferimento ad altra recente sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione (Cass., SS.UU., 28 aprile 2020, n. 8236, in *Giur. it.*, 2021, 1349), per cui il cittadino che entra in contatto con la pubblica amministrazione ripone affidamento su uno sforzo maggiore in termini di correttezza, lealtà e protezione rispetto a quello che si attenderebbe da un comune cittadino (di qui una relazione qualificata caratterizzata da un elevato grado di intensità dei doveri ad essa connessi). Una responsabilità quindi derivante da una lesione di una relazione qualificata, in genere di tipo procedimentale, tra un privato e la pubblica amministrazione.

Secondo, tuttavia, il Tribunale menzionato, nel caso di specie, tale tipo di responsabilità, pur prescindendo da un necessario vincolo negoziale, esigerebbe che sia intercorso un rapporto, ovvero un contatto qualificato, tra il soggetto e la pubblica amministrazione, cosa non accaduta, neppure indirettamente, nella fattispecie in questione, non avendo l’attore mai instaurato con l’Autorità di vigilanza alcun tipo di procedimento, che costituisce il momento di contatto per eccellenza tra il privato e la pubblica amministrazione. Di conseguenza in mancanza di tale contatto la responsabilità non sarebbe di tipo contrattuale.

<sup>31</sup> Ci si riferisce alla sentenza del 5 settembre 2019, n. 22164 in cui la Consob è stata ritenuta responsabile in solido con gli amministratori di una società per i danni arrecati a “terzi”, clienti di una SIM, in parti-

4. (Segue): *alcuni orientamenti non condivisibili e criticità*. – Se i predetti orientamenti parrebbero condivisibili poiché rispettosi anche dei principi societari in materia e, segnatamente, dell'irrisarcibilità del danno riflesso, destano, invece, qualche perplessità alcune altre pronunce che, di contro, sembrano attenuare la diversità delle posizioni tra i terzi (risparmiatori e/o creditori) e la società destinataria dell'attività di vigilanza, creando non poche sovrapposizioni.

Così, è stata, per esempio, riconosciuta la legittimazione attiva agli obbligazionisti di una società, pur in pendenza di fallimento<sup>32</sup>, escludendo che la loro iniziativa verso la Consob e la società di revisione potesse essere di massa e, in questo modo, escludendo che il danno ad essi arrecato potesse essere un "riflesso" di quello arrecato al patrimonio sociale. La conclusione pare discutibile, quantomeno se generalizzata, tanto che sembrerebbe porsi in contrasto con una diversa pronuncia delle Sezioni Unite che, di contro, in tema di giurisdizione, sembrava aver dato per scontata la legittimazione della curatela<sup>33</sup>.

Sempre discutibile, più che altro per le conclusioni cui addivene la Corte, è altra pronuncia che, seppur non dettata in tema di responsabilità, sembra aver riconosciuto agli investitori, nel confermare la giurisdizione del giudice amministrativo, la legittimazione attiva a richiedere un'inibitoria nei confronti della Consob e, più in particolare, ad ordinare all'Autorità di "cessare" il proprio comportamento omissivo, adottando le misure idonee a ripristinare la corretta informazione circa la reale situazione patrimoniale della società soggetta a vigilanza<sup>34</sup>.

Orbene, a sommosso avviso di chi scrive, come si vedrà oltre, tali ultime pronunce e, in particolare quest'ultima, nell'aver riconosciuto una diretta legittimazione agli investitori nei confronti della Consob persino per l'adozione di un provvedimento che imponga a quest'ultima un adempimento verso il soggetto societario, rischia di generare non pochi dubbi rispetto ad alcuni punti fermi civilistico-societari in punto distinzione ontologica tra pretese del singolo (indirette o riflesse) e dell'ente (dirette). Inoltre, a parere della S. C., «in relazione all'esercizio, al mancato esercizio o al cattivo esercizio dei poteri di vigilanza che la legge attribuisce alla Consob per assicurare la correttezza e la trasparenza dei mercati finanziari, non sarebbe configurabile una posizione di diritto soggettivo in capo agli investitori»<sup>35</sup>, chiarendo che spetterà al giudice stabilire, nel merito, se si tratti davvero di interesse legittimo o di mero fatto.

---

colare per aver contribuito alla produzione dei danni da essi patiti (pari cioè alla perdita delle somme di denaro che essi, in virtù di un contratto di negoziazione titoli, avevano versato ad una società di intermediazione e da questa distratte con asserite spregiudicate operazioni finanziarie) a causa del suo comportamento omissivo e negligente in relazione agli obblighi di vigilanza e di controllo ad essa pertinenti, nonché per aver, sebbene a conoscenza di numerose informazioni relative alle irregolarità commesse dalla società, autorizzato la stessa società all'esercizio della intermediazione mobiliare. La Corte ha riconosciuto, in tali casi, pienamente che l'Autorità, nella veste ad essa riconosciuta dal legislatore di «organo di garanzia del risparmio», ha specifici obblighi giuridici di impedire o, comunque, circoscrivere, nei limiti del possibile, il danno, ovvero la perdita degli investimenti mediante l'esercizio dei propri poteri di vigilanza e controllo.

<sup>32</sup> Trib. Roma, 26 settembre 2018, in *Giur. comm.*, 2018, II, 419 ss., con nota di M. SPIOTTA, *Responsabilità della società di revisione e della Consob: profili sostanziali e legittimazione processuale*. In questo senso anche Trib. Venezia, 25 marzo, 2009, in *Fall.*, 2009, 1480.

<sup>33</sup> Cass., SS.UU., 29 luglio 2005, n. 15916, in *Giur. it.*, 2005, 601 ss.

<sup>34</sup> Cass. SS.UU., 8 maggio 2015, n. 10095, cit.

<sup>35</sup> F. ROMANI, *op. cit.*, 524.

Ebbene, considerato quest'ultimo orientamento, vista anche l'ormai pacifica ammissibilità del risarcimento degli interessi legittimi, non sembrerebbe peregrino predire il rischio di una futura ammissibilità, per questa via, del risarcimento del danno riflesso in favore degli investitori. In altre parole, consentire ai soci di azionare pretese proprie della società, come quelle volte all'ottenimento dell'adozione di provvedimenti o di misure attuative dell'attività di vigilanza dell'Autorità, non pare lontano dal consentire ai soci (anzi ne pare il completamento in chiave di effettività di tutela) di ottenere una forma di adempimento coatto o di risarcimento in forma specifica di interessi legittimi della società, il che parrebbe spalancare la porta, per questa via, anche ad un risarcimento eventualmente per equivalente. E ciò significherebbe, quindi, ammettere il risarcimento, in favore del socio, di un danno subito dalla società in conseguenza delle violazioni di tali interessi legittimi. E cosa sarebbe questo se non un risarcimento di un danno "riflesso"?

Così fosse, paiono evidenti le connesse conseguenze sistematiche, posto che, in tal caso, alcuni approdi civilistici raggiunti in tema di responsabilità risarcitoria societaria (e, segnatamente, come detto, la nota tendenziale non risarcibilità del danno c.d. "riflesso" alla luce del combinato disposto degli artt. 2395 e 2497 c.c.) potrebbero sgretolarsi o quantomeno essere posti in forte dubbio dalla (sola) natura pubblicistica del soggetto danneggiante (nel nostro caso la Consob) e, più in particolare, dalla correlata protezione risarcitoria dell'interesse legittimo, categoria la cui applicazione al diritto privato è fortemente dibattuta<sup>36</sup>.

Il punto, pertanto, deve essere adeguatamente approfondito, dovendosi ricercare un percorso argomentativo volto ad impedire, come detto, una non condivisibile e quantomai inopportuna "amministrativizzazione" del diritto privato e commerciale, già, invero, contaminati dalle predette limitazioni sostanziali di responsabilità della Consob.

5. *Il fondamento del risarcimento del danno diretto e della non risarcibilità di quello riflesso: i) il valore della partecipazione e l'art. 2395 c.c.* – Occorre partire dall'ontologica distinzione tra danno diretto e danno riflesso, studiata, come è noto, in particolare, a proposito della responsabilità dell'organo amministrativo, ma che potrebbe risultare un utile modello, *mutatis mutandis*, per giungere, come si avrà modo di vedere, ad analoghe considerazioni e riflessioni rispetto alle responsabilità della Consob.

Il problema principale della tutela del socio si ricollega, anzitutto, al suo peculiare rapporto con il patrimonio sociale ed al conseguente sdoppiamento, secondo una tesi che ho cercato altrove di sostenere, del valore ("*monetario*" e "*partecipativo*")<sup>37</sup> della

---

<sup>36</sup> Sul tema v., per tutti, già il lavoro di L. BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967, *passim.*, che offre una prima ricostruzione sistematica in chiave monografica dei diversi orientamenti dando una risposta affermativa all'applicazione dell'interesse legittimo nel diritto privato definendolo, in generale, come «situazione soggettiva (sostanziale) di vantaggio, ma inattiva, il cui soddisfacimento (o il cui sacrificio temporaneo o definitivo) dipende dal comportamento (legittimo) positivo o negativo a seconda dei casi, ma sempre discrezionale, di un altro soggetto» (p. 90). In giurisprudenza v., per il riconoscimento dell'interesse legittimo nel diritto privato e, segnatamente, nel pubblico impiego con riguardo al conferimento di incarichi di natura dirigenziale, ad esempio, Cass., 22 febbraio 2006, n. 3880, Cass., 22 giugno 2007, n. 14624, Cass., 30 agosto 2010, n. 18857, nonché, recentemente, Cass. 15 gennaio 2020, n. 712, in *Onelegale*.

<sup>37</sup> Sia consentito rinviare a F. SUDIERO, *La tutela risarcitoria del socio tra danno diretto e danno riflesso*, Torino, 2020, 12 ss.: il valore "*monetario*" deriverebbe, infatti, direttamente dal suo essere una frazione

partecipazione sociale, sdoppiamento da cui deriva, *in primis*, la necessità di individuare le specifiche aree di tutela accordate, dall'ordinamento al suo titolare.

La tutela del valore “partecipativo” [o “contrattuale” o “non (meramente) monetario”] della partecipazione sociale sembra trovare la sua norma fondante nell'art. 2395 c.c.; norma, dunque, che, sebbene dettata in materia di responsabilità degli amministratori, dovrebbe ritenersi rappresentativa di un più generale principio volto a fornire specifica protezione alla partecipazione sociale quale «posizione contrattuale obiettivata»<sup>38</sup>, anche nei confronti di altri soggetti, diversi dagli amministratori (e che, eventualmente, rispondono unitamente a questi).

Senza poter ripercorrere in questa sede l'intero dibattito sul punto<sup>39</sup>, si rileva, ai fini del presente lavoro, come l'orientamento dominante riconduca tale responsabilità a quella aquiliana<sup>40</sup> e ciò in virtù della posizione di terzietà che l'azionista riveste rispet-

di quello del patrimonio sociale e della sua redditività, mentre quello “partecipativo” rappresenterebbe il valore delle prerogative sociali, ovvero dell'insieme dei diritti amministrativi e patrimoniali del socio.

<sup>38</sup> Cass., 23 gennaio 1997, n. 697, in *Corr. giur.*, 1997, 684 ss. Altro Autore definisce la partecipazione come «posizione organizzativa» (C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G.B. Portale, Vol. II, Torino, 1991, 139).

<sup>39</sup> Sul tema, in generale, v., per tutti: V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista tra danno «diretto» e danno «riflesso»*, Pisa, 2012, *passim*, ID., *La responsabilità degli amministratori per “danno diretto” agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadesse e G.B. Portale, Vol. II, Torino, 2006, 900 ss.; C. AMATUCCI, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario. (Divagazione in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395 c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2005, 1336 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 136; A.R. AUDITORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000, 4 ss.; C. MASUCCI, *Sulla responsabilità degli amministratori ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 589 ss.; A. BORGIOI, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 710; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 127; G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori (art. 2395 c.c.)*, Milano, 1969, 93 ss.; G. FRÈ, *sub art. 2395, Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1966, 433; C. GIANNATTASIO, *Sull'azione individuale del terzo per fatto illecito dell'amministratore di società di capitali*, in *Giust. civ.*, 1960, I, 888; F. MESSINEO, *Aspetti della responsabilità degli organi di società verso il terzo creditore sociale*, in *Studi dir. soc.*, Milano, 1958, 185; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 366. In giurisprudenza, cfr., *ex plurimis*, Cass., 25 gennaio 2016, n. 1261, in *Giur. it.*, 2016, 2436 ss.; Id., 8 settembre 2015, n. 17794, in *Danno e resp.*, 2016, 6, 631, Id., 5 agosto 2008, n. 21130, in *Società*, 2008, 1223; Id., 1 aprile 1994, n. 3216, in *Foro it.*, 1995, I, 1302; Id., 7 settembre 1993, n. 9385, in *Dir. fall.*, 1994, II, 27; in *Fall.*, 1994, 44; in *Giur. comm.*, 1994, II, 365; in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 868; Id., 8 luglio 1991, n. 7534, in *Giur. it.*, 1991, I, 1, 1131; Cass., 21 maggio 1991, n. 5723, in *Società*, 1991, 1357; Trib. Milano, 19 dicembre 2015, in *Società*, 2016, 3, 372, App. Milano, 23 giugno 2004, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1049; Trib. Milano, 11 luglio 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2100; Trib. Roma, 27 agosto 2004, in *Società*, 2005, 883; Trib. Milano, 26 aprile 2003, in *Foro pad.*, 2003, I, 690; Trib. Bologna, 19 gennaio 1993, in *Società*, 1993, 1063.

L'orientamento giurisprudenziale consolidato, prima dell'entrata in vigore della riforma, attribuiva alla responsabilità individuale natura extracontrattuale, essenzialmente sul rilievo che tra gli amministratori ed il terzo o il socio non esiste alcun rapporto contrattuale, così che la norma sanziona la violazione del generale divieto, posto dall'art. 2043 c.c., di pregiudicare colpevolmente o dolosamente l'altrui sfera patrimoniale [Cass., 1 aprile 1994, n. 3216, cit., Id., 7 settembre 1993, n. 9385; Id., 8 luglio 1991, n. 7534]. *Contra*, con riferimento al danno di cui all'art. 2504-bis, comma 2, c.c., pur ricondotto al *genus* del danno di cui all'art. 2395 c.c., F. CLARIZIO, *L'azione risarcitoria del socio danneggiato dalla fusione per incongruità del rapporto di cambio*, nota a Cass., 21 luglio 2016, n. 15025, in *Società*, 2017, 848 ss.

<sup>40</sup> V. dottrina alla nota che precede. Per la natura contrattuale v., in particolare, F. CLARIZIO, *op. cit.*, 848 ss.; v. L. SAMBUCCI, in *Società di capitali*. Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, Jovene, Napoli, 2004, 718; A. BORGIOI, *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1975, 353; ID., *La respon-*

to all'obbligo di prestazione degli amministratori<sup>41</sup>, in quanto, da un lato, l'esclusivo soggetto titolare del diritto a tale prestazione sarebbe la società e, dall'altro, i componenti dell'organo non sono parti dell'originario contratto sociale e sono estranei alla c.d. *Mitgliedschaftsverhältnis*<sup>42</sup> anche se essi rivestono la posizione di "fiduciari dei titolari di partecipazioni"<sup>43</sup>.

Inoltre si è soliti ritenere l'art. 2395 c.c. una norma che pone dei limiti alle prerogative dei soci: attraverso questa previsione, il legislatore avrebbe, secondo questa opinione, limitato le ipotesi in cui il socio è ammesso ad esercitare a proprio vantaggio un'azione verso gli amministratori, prendendo così specifica posizione – negandola – sulla risarcibilità del c.d. "danno riflesso", ovvero di quel danno che il socio subisce appunto *di riflesso* a quello subito dalla società. Il danno riflesso è, infatti, ritenuto meno pregiudizio patrimoniale risentito indirettamente dal singolo socio a differenza del danno diretto di cui all'art. 2395 c.c. che, invece, è considerato risarcibile in quanto «pregiudizio arrecato dagli amministratori al patrimonio *individuale* dei soci o dei terzi nella "neutralità" del patrimonio sociale»<sup>44</sup>.

6. (Segue): *ii) Tesi tradizionale sul fondamento della non risarcibilità del danno riflesso*. – Secondo, dunque, l'opinione descritta<sup>45</sup>, l'art. 2395 c.c. *limiterebbe* il diritto al

*sabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 710. Per l'orientamento opposto che ravvisa una responsabilità contrattuale v. F. CLARIZIO, *op. cit.*, 848, L. SAMBUCI, sub art. 2395, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 718; BORGIOLO, *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1975, 353; ID., *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 710. Si è cercato di dimostrare la natura contrattuale di tale responsabilità sulla base delle categorie del c.d. "contratto con effetti protettivi in favore di terzi" e della c.d. "obbligazione senza prestazione" [v., sul punto, V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, Vol. II, Torino, 2007, 902].

<sup>41</sup> V. PINTO, *op. cit.*, 899, F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 452.

<sup>42</sup> V. PINTO, *op. cit.*, 899.

<sup>43</sup> T. BAUMS, *Empfiehl sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? Gutachten F für den 63. Deutschen Juristentag 2000*, München, 230. Inoltre l'eccessiva estensione della tutela contrattuale a soggetti estranei al contratto avrebbe come effetto paradossale anche, in talune circostanze, di tutelare interessi dei terzi in contrasto con quello delle parti contrattuali e tale è proprio l'ipotesi, come si vedrà, della responsabilità ex art. 2395 c.c., considerato che, in tali casi, la società potrebbe persino trarre un beneficio dal danno arrecato al singolo terzo.

<sup>44</sup> V. PINTO, *op. cit.*, 921. Il dato sembra pacifico sia in dottrina che in giurisprudenza. Così, tra altri, R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 665 ss.; G. GUIZZI, *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestione nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 453; M. LIBERTINI, G. SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo e legittimazione del socio all'azione risarcitoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 407; C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 272; F. GUERRERA, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991, 271 ss.; F. BONELLI, *op. cit.*, 445; A. BORGIOLO, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 700. In giurisprudenza, sulla non risarcibilità del danno riflesso v., *ex multis*, oltre a quelle già citate ed oggetto di specifica analisi, Cass., 30 maggio 2019, n. 14778; Id., 25 luglio 2007, n. 16416; Id., 3 aprile 2007, n. 8359; Id., 5 agosto 2008, n. 21130; Id., 24 luglio 2014, n. 16963, tutte in *De Jure*, Trib. Milano, 21 marzo 2019, in *Giur. it.*, 10, 2019, 2188 ss., Trib. Roma, 22 ottobre 2018, in *www.ilcaso.it*.

<sup>45</sup> Per tutti, v., V. PINTO, *op. cit.*, *passim*, ed *ivi* riferimenti a dottrina e giurisprudenza; *contra* F. FRU-

risarcimento del socio al solo danno diretto, segnando così il netto confine tra due distinte pretese: una sociale che sorgerebbe a seguito di un danno prodottosi direttamente nel patrimonio della società e solo di riflesso in quello del socio e una individuale che sorgerebbe con la produzione di un danno al quale il patrimonio della società sarebbe rimasto estraneo; la prima risulterebbe attratta nella sfera degli artt. 2393, 2393-*bis* c.c. (in materia di s.p.a.) e 2476, comma 1, c.c. (in materia di s.r.l.), la seconda in quella dell'art. 2395 c.c. (in materia di s.p.a.<sup>46</sup>) e dell'art. 2476, comma 7, c.c. (in materia di s.r.l.). Ne consegue la regola della non risarcibilità del danno riflesso, ossia, come tradizionalmente sostenuto, alla redditività ed al valore della partecipazione sociale<sup>47</sup>, risarcimento previsto, invece, in maniera espressa, soltanto dall'art. 2497 c.c. in materia di gruppi di società<sup>48</sup>.

A supporto di tale opinione, alcuni Autori hanno osservato, anzitutto, che, in questo modo, si eviterebbe sia il rischio di una duplice riparazione del medesimo danno<sup>49</sup> sia che il socio, ove fosse destinatario del risarcimento del danno riflesso, venga «a ritirare, per obliqua via, una parte del capitale conferito, prima che i creditori sociali siano soddisfatti; si verrebbe cioè a ridurre il capitale senza le garanzie volute dalla legge»<sup>50</sup>, tutelando il vincolo di destinazione impresso sul patrimonio comune per il raggiungimento dell'oggetto sociale ed evitando «fuoriuscite volontarie» di attivo sociale a vantaggio dei soci<sup>51</sup>.

7. (*segue*) iii) *Una possibile diversa tesi.* – Come mi è parso di poter sostenere altrove<sup>52</sup>, si potrebbe rinvenire altra *ratio* alla base dell'irrisarcibilità del danno riflesso, forse utile anche per estendere il principio al non semplice terreno della responsabilità della Consob.

MIGLI, *Danni del socio e danni della società*, nota a Cass., 3 aprile 1995, n. 3903, in *Corr. giur.*, 1995, 2082 ss.; P. G. MONATERI, *La responsabilità civile*, in *Tratt. Dir. civ.*, diretto da R. Sacco, Torino, 1998, 621 ss.

<sup>46</sup> Norma ritenuta estensibile anche alle società di persone. V., ad esempio, Cass., 10 marzo 1992, n. 2872, Id., 13 dicembre 1995, n. 12772, Id., 25 luglio 2007, n. 16416. Nonché più recentemente: Cass., 25 gennaio 2016, n. 1261 e, da ultimo, Cass., 28 aprile 2021, n. 11223.

<sup>47</sup> Cfr. F. BONELLI, *op. cit.*, 214, nota 290.

<sup>48</sup> Secondo l'opinione prevalente, questa sarebbe una scelta ben precisa e “di sistema” del legislatore: il danno riflesso, infatti, pur potendo anch'esso essere conseguenza diretta ed immediata della condotta degli amministratori in quanto il danno prodotto da essa sarebbe oggettivamente unitario e solo soggettivamente e giuridicamente “sdoppiato” (c.d. *Doppelschaden*), verrebbe, tuttavia, “incanalato” (c.d. *Haftungskanalisierung*), per scelta legislativa, in favore della società [V. PINTO, *op. cit.*, 922].

<sup>49</sup> Così già C. VIVANTE (*Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano, 1929, 356) osservava che «l'insuperabile difficoltà di conciliare l'azione della società con quella individuale» risiedesse, fra l'altro, nel pericolo che gli amministratori «dovessero reintegrare tanto la società quanto gli azionisti».

<sup>50</sup> A. VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 124.

<sup>51</sup> A. CETRA, *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003, 144. Del resto, infatti, esistono, da un lato, le regole dirette a tutelare il vincolo verso fuoriuscite cc.dd. “involontarie” di patrimonio sociale che trovano espressione, in ultima istanza, nella regola del “ricapitalizza o liquida”, dall'altro, quelle dirette a tutelare il vincolo verso le “fuoriuscite volontarie” di patrimonio sociale verso il patrimonio individuale dei soci. Quanto a queste ultime, la restituzione di valori patrimoniali ai soci è subordinata a varie condizioni ed è ammessa soltanto, almeno finché il vincolo sul patrimonio è in essere, entro il limite degli utili o delle riserve disponibili e presuppone una decisione collettiva. Sul tema: V. PINTO, *op. cit.*, 929.

<sup>52</sup> Sia concesso rinviare, nuovamente, a F. SUDIERO, *op. cit.*, 29 ss.



Anzitutto, tralasciando gli argomenti sopra illustrati sul rischio di duplicazioni di risarcimenti o di fuoriuscite patrimoniali volontarie (fondati più che altro sull'*argumentum ab inconvenienti*<sup>53</sup> e risolvibili applicando taluni accorgimenti già ipotizzati o istituiti *ad hoc* già previsti nel nostro ordinamento e già studiati a proposito delle concorrenti pretese nell'ambito delle azioni di cui all'art. 2497 c.c.<sup>54</sup>), occorre rilevare come la tesi tradizionale sembri, a mio sommo avviso, muovere dall'erroneo presupposto per cui il danno riflesso possa, in astratto, essere risarcibile anche in favore del socio. Sembra, infatti, di tutta evidenza che, una volta affermata la distinzione soggettiva tra società e socio, il risarcimento del danno subito dalla prima non possa che essere destinato esclusivamente alla medesima. Ciò non sulla base di una generale scelta "di vertice" – come ritiene l'orientamento poc'anzi descritto – ma sulla (più semplice) base dei principi generali, ricavabili già dall'art. 2043 c.c.<sup>55</sup> che, di per sé, ostano ad una situazione in cui un soggetto (il socio) benefici (seppur *pro-quota*) del ristoro di un danno cagionato ad altro soggetto (la società), privando, peraltro, proprio quest'ultimo, di ogni tutela risarcitoria.

E non parrebbe potersi dubitare dell'autonomia soggettiva della società rispetto ai suoi soci, posto che, a differenza di quanto avviene in materia di comunione, il conferimento in società determina una netta segregazione o sublimazione dei beni del socio nella sfera patrimoniale di un nuovo soggetto giuridico. Con la conseguenza che il pregiudizio ad essi arrecato è causato anzitutto e direttamente alla società, la quale, dunque, non può che essere il soggetto titolare esclusivo del diritto al relativo risarcimento. Che poi il danno ad un bene sociale comporti un pregiudizio (economico) anche al socio, ad esempio, per la riduzione del predetto valore c.d. "*monetario*" della sua partecipazione è questione diversa e, appunto, "riflessa" non idonea a scalfire la diversità ontologica di posizione tra il socio e la società rispetto ad una lesione arrecata ad un bene divenuto definitivamente sociale.

Pertanto, da questa prospettiva, non paiono condivisibili le argomentazioni delle diverse teorie fondate sul *Doppelschaden* e sulla conseguente *Haftungskanalisation*.

A ben vedere, posto che di certo la norma non potrebbe ritenersi pleonastica rispetto all'art. 1223 c.c., non si può sovrapporre, come del resto sembrano fare molti precedenti giurisprudenziali<sup>56</sup>, il piano della causalità, quello della relazione di consequenzialità immediata e diretta di cui all'art. 1223 c.c. ed i concetti di danno-evento e di danno-conseguenza. Si è avuto modo di precisare<sup>57</sup>, a tal proposito, visto che anche i danni

<sup>53</sup> È noto il ridotto valore assunto, tra i criteri interpretativi, dall'*argumentum ab inconvenienti* (*adducere incumveniens non est solvere argumentum*) (in dottrina, sui criteri interpretativi, v. G. TARELLO, *Argomenti interpretativi*, in *Digesto*, IV ed., Torino, 1987, 3 ss.); in giurisprudenza, *ex multis*, v. Cass., 5 dicembre 2001, n. 15355, in *Juris Data*.

<sup>54</sup> Sia consentito rinviare a F. SUDIERO, *op. cit.*, 170 ss.

<sup>55</sup> M. CASSOTTANA, *Sulla nozione di "danno diretto" e sui rapporti tra l'art. 2395 c.c. e l'art. 1223 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 542 nel testo nonché in nota 17.

<sup>56</sup> V., tra molte: Cass., SS.UU., 24 dicembre 2009, n. 27346, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 131, Cass., 6 gennaio 1982, n. 14, in *Giur. comm.*, 1983, II, 530 ss., Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Giur. it.*, 1998, 1639; Cass., 16 novembre 1977, n. 5011, in *Rep. Giust. civ.*, 1977, voce "Soc. di capit.", n. 45; Cass., 14 febbraio 1966, n. 441, in *Giust. civ.*, 1966, I, 450; App. Milano, 19 dicembre 2003, in *Società*, 2004, 733 ss.; Trib. Milano, 13 ottobre 2003, in *Dir. e prat. soc.*, 2004, 6, 75 ss.; Id., 28 gennaio 1980, in *Giur. comm.*, 1981, II, 699; Trib. Napoli, 28 ottobre 1974, *ivi*, 1975, II, 365.

<sup>57</sup> M. CASSOTTANA, *op. cit.*, 531 ss.

riflessi potrebbero considerarsi conseguenza diretta ed immediata (come riconosciuto in giurisprudenza<sup>58</sup>), che sarebbe più corretto contrapporre, non tanto il danno riflesso al danno diretto, quanto, da un lato, il danno riflesso al danno “personale” arrecato al socio e, dall’altro, il danno diretto al «pregiudizio che non sia conseguenza immediata e diretta del fatto illecito»<sup>59</sup>.

Pertanto, come già affermato in dottrina<sup>60</sup>, la portata dell’avverbio «*direttamente*» di cui all’art. 2395 c.c. potrebbe essere meglio colta, da questo punto di vista, prendendo a riferimento «il soggetto danneggiato»<sup>61</sup>: il socio (ed il terzo), in questa prospettiva, potrebbero ritenersi “*direttamente danneggiati*” quando abbiano subito «la violazione di un loro diritto soggettivo, in conseguenza dell’operato illegittimo degli amministratori; devono invece ritenersi “indirettamente” danneggiati [o danneggiati di “riflesso”, ndr] quando tale comportamento abbia loro arrecato un mero pregiudizio economico, senza ledere un interesse personale ad essi (direttamente) riconosciuto dall’ordinamento, e come tale tutelato quale diritto soggettivo individuale»<sup>62</sup>.

In questo senso, dunque, l’avverbio «*direttamente*» atterrebbe all’*an* del risarcimento e non al *quantum*.

Così la norma, nel distinguere la posizione del socio e della società, sembra delineare anche i contorni del danno personale del socio, poiché nell’esaminare il combinato disposto degli artt. 2393, 2393-*bis*, 2476 e 2395 c.c., si può notare che il legislatore, facendo salva l’azione di cui all’art. 2395 c.c. e all’art. 2476, comma 7, c.c., nonostante l’eventuale risarcimento ottenuto dalla società<sup>63</sup> e contrapponendo l’azione in questione a quella sociale e dei creditori (artt. 2393, 2393-*bis*, 2394, 2476 c.c.), non si limita a fare salvi i diritti dei terzi in genere, ma, a fianco a questi, fa salvi i diritti anche dei soci i quali si distinguono dai primi, in questa prospettiva, anzitutto in virtù della titolarità della partecipazione sociale. Conseguentemente, parrebbe rinvenirsi, in tale combinato disposto, il riconoscimento, per quanto implicito, della tutela risarcitoria della partecipazione sociale. In altre parole, sembra potersi affermare che con le disposizioni in questione, il legislatore abbia inteso ritagliare uno spazio di autonoma risarcibilità dei danni cagionati alla partecipazione sociale e, quindi, ai diritti specifici del socio (quelli

<sup>58</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 1 luglio 2002, n. 9556, in *Mass. Giur. it.*, 2002; Cass., 9 maggio 2000, n. 5913, in *Mass. Giur. it.*, 2000; v. già Cass., 26 gennaio 1980, n. 643, in *Resp. Giust. civ.*, 1980, voce “Danni”, n. 3; Cass., 21 gennaio 1980, n. 476, in *Giur. it.*, 1980, I, 1, c. 549.

<sup>59</sup> M. CASSOTTANA, *op. cit.*, 539 ss. In effetti, il danno “*personale*”, in linea con quanto sopra detto a proposito dei principi generali derivanti già dall’art. 2043 c.c. e della distinzione giuridico-ontologica tra società e socio, ben potrebbe contrapporsi al danno *riflesso* (o, *indiretto*, secondo un’accezione, dunque, “*qualitativa*” e, dunque, non “*causale*”).

<sup>60</sup> M. CASSOTTANA, *op. cit.*, 538 ss. che riprende le parole di G. MINERVINI, *op. cit.*, 366 ss. In giurisprudenza v., in particolare, Cass., 7 febbraio 1974, n. 327, in *Giur. comm.*, 1974, II, 651 ss., Id., 23 aprile 1969, n. 1290, in *Dir. fall.*, 1969, II, 694 ss.

<sup>61</sup> M. CASSOTTANA, *op. cit.*, 539 ss.

<sup>62</sup> M. CASSOTTANA, *op. cit.*, 539 ss. (corsivo dell’Autore). Il “diritto soggettivo” individuale è stato definito «situazione giuridica strumentale propria ed esclusiva del socio» che, come tale, attiene alle prerogative del singolo socio titolare nei confronti degli altri soci (presenti e futuri) (F. GUERRERA, *Le modificazioni dell’atto costitutivo*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata, Le decisioni dei soci, Le modificazioni dell’atto costitutivo*, Vol. IV, Padova, 2009, 243 ss.).

<sup>63</sup> In questo senso, parrebbe trovare una peculiare giustificazione anche l’*incipit* degli artt. 2395 e 2476, comma 7, c.c., secondo cui «[I]e disposizioni dei precedenti articoli *non pregiudicano il diritto* ...».

c.d. “sociali”) – che ne rappresentano l’essenza – e che non siano mero riflesso di quelli patiti dalla società<sup>64</sup>.

Fuori da quest’ultimo “danno-porzione” esisterebbe, dunque, una lesione autonomamente risarcibile non solo in quanto cagionata genericamente alla persona del socio (e, quindi, in generale alla sua sfera giuridica e patrimoniale), ma, in quanto arrecata, in particolare, alla partecipazione sociale di quest’ultimo nella sua duplice natura di bene e “fascio di prerogative” (in altre parole, alla c.d., già menzionata, «posizione contrattuale obiettivata»<sup>65</sup>) che, dunque, non rimane assorbita dal risarcimento al patrimonio sociale (il quale potrebbe pure essere illeso) e che l’art. 2395 c.c. tutela in quanto autonomo diritto soggettivo del socio. In questo senso, l’art. 2395 c.c. (e, per le s.r.l., l’art. 2476, comma 7, c.c.) parrebbe avere una doppia “anima”: una relativa ai diritti di qualunque “terzo”, ove l’individuazione del tipo di danno risarcibile pare piuttosto agevole (salvo i casi di “terzo” – creditore che presenta analoghi problemi al danno riflesso), in quanto rappresentato da qualunque conseguenza pregiudizievole ingiusta di un fatto doloso o colposo degli amministratori; l’altra relativa al singolo socio, ove, invece, il problema del danno arrecato al patrimonio sociale e il “possesso” della partecipazione sociale creano, da una parte, una zona di non risarcibilità (il danno *riflesso*) e, dall’altra, un’area autonoma di risarcibilità (il danno *diretto*), entrambe non ipotizzabili per il (mero) terzo.

8. *Criteri per individuare il danno diretto risarcibile ex art. 2395 c.c. e per distinguere dal danno riflesso. Una rivisitazione della giurisprudenza statunitense.* – Ferma la predetta distinzione teorica, non è comunque semplice, nel concreto, distinguere il danno diretto da quello riflesso.

E ciò pare di significativa rilevanza rispetto al tema che ci occupa, poiché la propositiva pare dover essere quella proprio del soggetto danneggiato.

A prescindere dagli intenti (invero generici e non del tutto convincenti) della giurisprudenza di ricercare i criteri distintivi nella «condizione di *assoluta* indifferenza patrimoniale per la società»<sup>66</sup> o nella violazione del principio di parità di trattamento fra i soci<sup>67</sup>, mi è parso plausibile individuare tre possibili criteri per distinguere il danno diretto dal danno riflesso:

<sup>64</sup> Ed è qui, pertanto, che si potrebbe rinvenire la fonte normativa di quel valore “*partecipativo*”, “*contrattuale*” o, come si è anche definito, “*non (meramente) monetario*” della partecipazione sociale, descritto in apertura, valore che sembra, quindi, trovare la sua specifica protezione nella disciplina del danno *diretto* (ovvero “*personale*”) di cui all’art. 2395 c.c. e all’art. 2476, comma 7, c.c. In tal senso, peraltro, ben colgono nel segno le parole della Cassazione laddove affermano che «[u]n danno non è dipendente o giuridicamente riflesso per il solo fatto che uno analogo possa essere subito anche dalla società o, al limite, da tutti i soci, occorrendo invece che costituisca esattamente una porzione di quello stesso danno subito dalla (e risarcibile alla) società, la cui reintegrazione a favore del socio sarà (e potrà essere) indiretta» (Cass., 11 dicembre 2013, n. 27733, più recentemente v. anche Cass., 20 giugno 2019, n. 1658, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>65</sup> Cass., 23 gennaio 1997, n. 697, cit.

<sup>66</sup> Trib. Firenze, 16 giugno 2008, in *Giur. it.*, 4, 2009, 874 ss. che richiama a proposito Cass., 28 marzo 1996, n. 2850, ed opera una ricostruzione alla luce di alcuni altri precedenti giurisprudenziali.

<sup>67</sup> M. SPOTTA, *Perimetro della responsabilità ex art. 2395 c.c.: dall’incidenza del danno alla violazione della par condicio tra i soci*, nota a Cass., 5 agosto 2008, n. 21130 e Trib. Firenze, 16 giugno 2008, in *Giur. it.*, 4, 2009, 881. Per la verità, e diversamente dagli orientamenti ora prospettati, il principio di parità

i) l'esistenza o meno di un danno speciale (anche "per aggiunta") in capo al socio;  
 ii) la natura dell'illecito (e della conseguente azione) che ha cagionato quel danno;  
 iii) la destinazione immediata (anche solo concettuale o potenziale) del conseguente risarcimento.

Trattasi, invero, di una rielaborazione di criteri utilizzati dalla giurisprudenza statunitense (ovvero quelli principali del c.d. «*special injury test*» e della c.d. «*nature of the wrong alleged*») su cui in questa sede non pare possibile diffondersi<sup>68</sup>, bastando rilevare che:

a) la valutazione comparativa necessaria non dovrebbe essere tra la singola posizione dei singoli soci, ma tra quella dei singoli soci e della società;

b) occorre verificare chi benefici dell'eventuale ristoro (e se questo andrà ai soci, si avrà un'azione diretta, diversamente, una *derivative*);

c) fermo restando che il danno speciale subito dal socio, in generale, non dovrebbe essere inteso come speciale rispetto a quello subito dagli altri soci (potendosi ben ammettere, il c.d. "danno diffuso" ovvero subito da tutti i soci, nell'indifferenza del patrimonio sociale), occorre distinguere tra: danno "diverso" e "danno speciale per aggiunta". Il primo è un danno, *prima facie*, qualitativamente diverso da quello subito dalla società: un danno arrecato, ad esempio, ai diritti (sociali) del socio, quali, *in primis*, quelli amministrativi, come la perdita del "peso" della partecipazione nella società a seguito di operazioni straordinarie (ad esempio per erroneo concambio). Un danno che, in altre parole, nemmeno sfiora il patrimonio della società e che, pertanto, sarebbe direttamente risarcibile in capo al socio. Il secondo, invece, consiste in quel pregiudizio che, seppur sovrapponibile a quello della società, lo è solo in parte, risultando, in qualche misura, quantitativamente diverso: si tratta, in particolare, di interpretare il requisito della specialità in termini – per prendere a prestito (anche se impropriamente) un istituto penalistico – di specialità "per aggiunta" rispetto al danno subito dalla società: se il socio ha subito un pregiudizio che si sovrappone a quello subito dalla società, superandolo, allora egli potrebbe avere diritto al risarcimento in proprio per l'eccedenza (si pensi, ad esempio, ai casi di lesione c.d. "ultraproporzionale" al valore di mercato delle azioni in conseguenza di *rumors* di borsa);

d) fuori da queste ipotesi, si dovrebbe fare riferimento agli altri criteri sopra delineati. Per quanto riguarda quello della natura dell'illecito, occorre verificare, anzitutto, se l'illecito consista nella violazione dei doveri degli amministratori verso la società, poiché, in caso negativo, difficilmente potrebbe pregiudicare direttamente quest'ultima. In caso di risposta positiva, solo il criterio della «destinazione del risarcimento» potrebbe consentire di addivenire una soluzione: se esso, in conseguenza delle predette violazioni, transita, anche solo "idealmente" o "concettualmente", purché integral-

---

di trattamento, laddove sussistente (per dubbi v. C. ANGELICI, *Parità di trattamento dell'azionista*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2009, 1 ss., ID, *Parità di trattamento dell'azionista*, in *Raccolta di scritti in memoria di Angelo Lener*, Napoli, 1989, 181 ss.), non pare un presupposto indefettibile: ben potrebbe verificarsi, infatti, un danno cagionato a tutti i soci, indistintamente senza che vi sia stata alcuna preferenza o alcun trattamento privilegiato per taluni di essi.

<sup>68</sup> V.; in particolare, le evoluzioni giurisprudenziali da *Patrick Tooley and Kevin Lewis v. Donaldson, Lufkin, & Jenrette, Inc., and Others*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004). Mi permetto di rinviare, per maggiori approfondimenti, a F. SUDIERO, *op. cit.*, 65 ss.

mente, dal patrimonio sociale, allora si tratterà, nella prospettiva del socio, di danno riflesso.

La combinazione di questi criteri, in effetti, sembra consentire di comprendere, nei casi più complessi, se un determinato danno possa considerarsi sociale e, dunque, tendenzialmente non risarcibile in capo al socio, oppure diretto e, quindi, ad esso risarcibile, chiunque sia l'artefice di tale danno. Consob inclusa.

9. *Le diverse ipotesi «direttamente» risarcibili.* – Sulla scorta di tali assunti riterrei utile richiamare una possibile classificazione delle diverse situazioni risarcibili mediante il danno diretto, classificazione che ho già proposto altrove<sup>69</sup> e che potrebbe offrire qualche spunto per il tentativo ricostruttivo qui ipotizzato.

In particolare, oltre ai casi di risarcimento dei danni arrecati ai terzi *tout court*, pare possibile ritenere risarcibili le seguenti ipotesi.

Quella più nota (anche per il coinvolgimento della responsabilità della Consob) ovvero quella in cui un soggetto si determina ad acquistare partecipazioni sociali o a sottoscrivere un aumento di capitale a causa di un bilancio falso o artefatto da parte degli amministratori, potrebbe classificarsi tra i pregiudizi arrecati al *terzo (divenuto o che sta per divenire)* – socio [che al suo interno potrebbe anche contemplare i pregiudizi arrecati a particolari “terzi qualificati”, quali, ad esempio, i titolari di obbligazioni convertibili o dei sottoscrittori di obbligazioni *cum warrant* classificabili come *terzi (che potrebbero divenire)* – soci].

Le ipotesi di danno conseguenti alla perdita di “peso” della partecipazione sociale nella società o di lesioni a specifiche prerogative sociali del singolo socio potrebbero rientrare, invece, in una categoria che consideri, non tanto – come quella precedente – la fase di *ingresso* del socio in società, ma la sua *vita* in essa e, quindi, i pregiudizi subiti dal *socio (in quanto)* – socio.

Se, viceversa, si intendesse considerare la fase dell'*exit*, si potrebbero distinguere le lesioni alla quota di liquidazione in caso di scioglimento della società o al diritto alla liquidazione della quota (o dell'azione) in caso di recesso, che, unitamente, al caso della perdita involontaria o volontaria ma viziata dello *status socii* ben potrebbero essere classificate nella categoria dei danni subiti dal *socio (divenuto o che sta per divenire)* – *terzo*, da quelle cagionate alla libertà di disinvestimento, ovvero, ad esempio, nei casi in cui sia impedito dolosamente al socio di uscire dalla compagine (come nelle ipotesi di costante ed abusiva negazione del gradimento, o di compressione del diritto di recesso), classificabili come danni cagionati al *socio (che vorrebbe divenire)* – *terzo*.

Se, d'altro canto, si intendesse far riferimento alla situazione in cui il socio viene danneggiato non tanto nelle sue prerogative di socio, ma, quasi paradossalmente, proprio a causa del suo essere socio, si potrebbe parlare di pregiudizi arrecati al *terzo (in quanto)* – *socio (ovvero del terzo che è anche socio)*<sup>70</sup>.

<sup>69</sup> In particolare in F. SUDIERO, *op. cit.*, 72 ss.

<sup>70</sup> Si pensi, in questo senso, al fenomeno della postergazione o all'eventuale lesione all'immagine del socio per il fatto di partecipare in una determinata società: nel primo, alcuni atti (o omissioni) dei soci, degli amministratori o della società potrebbero aver pregiudicato la posizione del socio finanziatore (ad esempio, occultandogli la situazione di difficoltà della società e determinandolo ad effettuare finanziamenti con la conseguenza di costringerlo, inconsapevolmente, così ad accettare, per legge, la disciplina della posterga-

Infine allorché si intendesse considerare i pregiudizi cagionati in presenza di casi di scissione della partecipazione sociale (come avviene, ad esempio, nei casi di usufrutto, pegno e sequestro della quota o dell'azione) ove il titolare di essa non può esercitare determinati diritti sociali (che, invece, spettano al titolare del diritto parziario), si potrebbe parlare, come categoria autonoma, di danni arrecati al *socio (non del tutto) – socio* (ovvero al quale mancano prerogative fondamentali per essere considerato appieno, nella sostanza, tale) e al *terzo (simile al) – socio* o del *terzo (non del tutto) – terzo* (ovvero di quel soggetto dotato di particolari poteri e diritti che, da un punto di vista sostanziale, lo avvicinano molto al socio).

Ciò, pur con i dovuti adattamenti tenuto conto del riferimento a società quotate, mi pare poter valere anche per la responsabilità della Consob.

Se, ad esempio, in una particolare fattispecie, la Consob non avesse vigilato adeguatamente e risultasse che i risparmiatori – azionisti avessero effettuato il proprio investimento riponendo fiducia su bilanci poi rivelatisi falsi, la Consob potrà risponderne poiché il danno ed il relativo risarcimento, in tal caso, seguendo i criteri illustrati al paragrafo che precede, non transiterebbero mai, neppure concettualmente, per il patrimonio sociale, con conseguente risarcibilità in capo al risparmiatore: d'altronde, il danno, in questo caso, non sarebbe cagionato “*al*” conferimento, bensì sarebbe rappresentato proprio “*dal*” conferimento e sarebbe, in altre parole, “*il*” conferimento in sé.

Diverso sarebbe il caso in cui, il danno si verifici successivamente al conferimento, anche in conseguenza di condotte della Consob: qui il danno ed il risarcimento non potrebbero che passare dal patrimonio sociale, sicché ci si troverebbe dinanzi ad un danno solo riflesso. D'altronde qui il danno sarebbe “*al*” conferimento e transiterebbe necessariamente, in uno al relativo risarcimento, per il patrimonio sociale. Ed il risarcimento del danno in capo al socio, in questi casi, dovrebbe tendenzialmente escludersi<sup>71</sup>.

Come si vedrà oltre, però, la natura peculiare della Consob ed il già esaminato riconoscimento, per via pretoria, della legittimazione ai risparmiatori di agire verso la me-

---

zione); nel secondo, il socio potrebbe subire una lesione a causa degli investimenti svolti dalla società in contrasto con quanto dallo stesso promesso a terzi o comunque lesivi della propria reputazione.

<sup>71</sup> Salve alcune ipotesi espresse o implicite nel sistema normativo. A tal proposito mi è parso di poter sostenere (F. SUDIERO, *op. cit.*, 182 ss.), una possibile ricostruzione che consideri ammissibile il risarcimento del danno riflesso tutte le volte in cui il contratto di società, nella sostanza, non presenti i suoi caratteri oggettivi o soggettivi tipici. In particolare, tali divergenze rispetto a questo paradigma sono state individuate in quelle fattispecie caratterizzate dall'assenza dei tratti tipici (ed ontologici) del fenomeno societario, per mancanza, anche alternativa, di: i) *esercizio in comune dell'attività* (per violazione, ad esempio, delle regole che disciplinano l'organizzazione comune, tanto da spezzare, per eventuali abusi o operazioni in conflitto di interessi, nella sostanza, la dimensione collettiva dell'iniziativa economico-imprenditoriale); ii) *attività economico-imprenditoriale (o produttiva)* (tanto da potersi affermare che il contratto di società risulti mera contitolarità di beni); iii) *alterità soggettiva sostanziale* (ove difetta la *collettività* dell'iniziativa economica). Tra i casi di assenza di *attività comune* si sono enucleate, a parte l'abuso di attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c. (ipotesi espressa di risarcimento di danno riflesso), l'eterodirezione per fini “predatori”, la grave violazione delle regole della formazione della volontà sociale e la peculiare ipotesi del danno c.d. “latente” ovvero quel pregiudizio, arrecato alla società, ma ancora non risarcito al momento della fuoriuscita di un socio dalla compagine. Tra i casi, invece, di *assenza di attività economico-imprenditoriale*, si sono prese in considerazione le società di comodo e di mero godimento nonché la generale e comune fase della liquidazione della società. Infine, tra le ipotesi di *assenza di alterità sostanziale* per mancanza della collettività, sono state considerate le società unipersonali e le società a partecipazione pubblica, con particolare riferimento alle società *in house*, quale fenomeno giuridico ibrido tra *assenza di alterità sostanziale* e *assenza di attività comune*.

desima onde far valere il loro (possibile) interesse legittimo al compimento di atti di vigilanza, rischiano di incrinare tali conclusioni.

10. *Qualche riflessione di sintesi.* – Si è detto che quanto precede dovrebbe, in linea di principio, estendersi anche alla responsabilità della Consob.

Non si possono, però, non sollevare alcuni dubbi.

Anzitutto, visto il TUF, che prevede espressamente, quali destinatari dell'attività della Consob, gli investitori (art. 91), uno dei pilastri argomentativi volti a ritenere il danno riflesso non autonomamente risarcibile ai soci (ovvero il fatto che gli amministratori abbiano doveri diretti solo verso il soggetto-società) parrebbe vacillare.

In secondo luogo, come sopra osservato, non poche questioni potrebbe sollevare il riconoscimento, avvenuto in giurisprudenza, ai medesimi soci-risparmiatori, della legittimazione ad agire contro la Consob onde farne cessare l'inerzia, alla stregua di una esecuzione o risarcimento in forma specifica o di adempimento coatto dei doveri della Consob. Ebbene posta ormai la pacifica risarcibilità degli interessi legittimi, riconosciuta in capo ai soci la tutela in forma specifica di essi, non parrebbe possibile escluderne anche una tutela risarcitoria. Con la conseguenza che essendo tali interessi di titolarità anche (e soprattutto?<sup>72</sup>) della società (unica destinataria diretta dell'attività di vigilanza), si originerebbe una duplicazione dei soggetti legittimati attivi (soci e società) e si finirebbe, quindi, per attribuire ai soci la facoltà di richiedere (e ottenere) il risarcimento dell'interesse legittimo in questione e, quindi, in sostanza di una forma di danno spettante (anche e soprattutto) alla società, ovvero riflesso.

Ebbene se è vero che questo ragionamento non parrebbe del tutto peregrino in astratto, pare però che le predette conclusioni debbano essere adeguatamente "ricomposte" e ricondotte a sistema, leggendole in virtù di un'armonica dialettica tra diritto commerciale e diritto pubblico.

Anzitutto, in chiave sistematica, non sembra potersi negare, in ambito societario e nei relativi rapporti, una valenza generale, in assenza di specifiche eccezioni, al diritto privato, come dimostra lo stesso legislatore quando, nel disciplinare le società pubbliche, gli ha riconosciuto una certa supremazia (art. 1, comma 3 del TUSP<sup>73</sup>).

In secondo luogo, gli istituti (e le relative ricostruzioni dottrinali) della personalità e della soggettività giuridica delle società non sembrano poter essere scalfite da elementi esogeni al contratto societario, quale l'identità pubblica del soggetto responsabile. Semmai l'attenuazione di soggettività, con il riconoscimento del risarcimento del danno riflesso, dovrebbe derivare da peculiarità intrinseche e interne al singolo contratto societario<sup>74</sup>.

Sembrano, dunque, quantomai attuali le considerazioni proprio del prof. Montalenti secondo cui «[l]a Consob è presidio della completezza, chiarezza, trasparenza dell'in-

<sup>72</sup> V. l'altra giurisprudenza sopra citata che ritiene come i destinatari diretti dell'attività siano i soggetti societari.

<sup>73</sup> D.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 ("Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica": «[p]er tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato»).

<sup>74</sup> V. nota 72.

formazione e quindi presidio di supporto non sostitutivo, istituto di rafforzamento degli strumenti privatistici non di funzionalizzazione di questi ultimi ad interessi pubblicistici. Cooperazione tra pubblico e privato non amministrativizzazione del diritto societario come già osservava Ariberto Mignoli»<sup>75</sup>.

Con la conseguenza che, come per tutte le società, anche per quelle soggette a vigilanza, la responsabilità (anche della Consob, pur nei limiti soggettivi e oggettivi esaminati) verso terzi e soci sarà tendenzialmente per danni *diretti* ex art. 2395 c.c. e più raramente (ovvero laddove questo sia riconoscibile secondo le regole ordinarie<sup>76</sup>) per quelli *riflessi*.

In particolare, quanto ai danni diretti – vuoi per responsabilità da prospetto, vuoi per omesso esercizio dei poteri societari (impugnazione di bilanci, denuncia di gravi irregolarità ecc.) –, essa potrebbe rispondere, non solo verso i terzi *tout court*, che abbiano acquisito prodotti finanziari anche in conseguenza di omissioni della Consob (perdendo poi il loro investimento), ma quantomeno verso (secondo la recente già menzionata classificazione delle varie posizioni tutelabili):

1) *il terzo (divenuto o che sta per divenire) – socio [con la variabile del terzo (che potrebbe divenire) – socio]*; quindi, verso nuovi soci che abbiano sottoscritto un aumento di capitale, o abbiano acquistato azioni o, ancora verso titolari di obbligazioni convertibili o cum *warrant* ingannati da false comunicazioni sociali, ove il danno sarà quindi rappresentato “*dal*” conferimento o, comunque, dall’impiego delle risorse personali del soggetto. In tale caso, come già osservato, il criterio guida potrebbe essere quello già evocato a suo tempo a proposito della responsabilità di Banca d’Italia rispetto all’esercizio dei suoi doveri di sorveglianza: il pregiudizio subito dai risparmiatori era stato qualificato come lesione del diritto all’integrità del patrimonio e, più specificamente, trovando il proprio fondamento nella violazione del (e nel danno al) «diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell’attività negoziale relativa al patrimonio»<sup>77</sup>;

2) *il socio (in quanto) – socio (quindi del socio in quanto tale)*; ovvero non solo nei casi di soggetti già soci che abbiano deciso di aumentare la propria partecipazione o di acquisire altri prodotti finanziari sulla base, ad esempio, di false comunicazioni sociali, ma anche di soci che, in virtù di operazioni illegittime, abbiano visto polverizzare la propria partecipazione o, ancora, nelle ipotesi di danno plurioffensivo o ultraproporzionale specie ove la stessa Consob abbia contribuito ai danni derivanti da illegittimi *rumors* di borsa;

3) *il socio (divenuto o che sta per divenire o che vorrebbe divenire) – terzo*, in quanto ipotesi speculare alla n. 1), allorché un soggetto non possa disinvestire per causa imputabile anche alla Consob o decida di disinvestire in conseguenza anche di comportamenti omissivi di essa oppure disinvesta senza che l’Autorità di vigilanza ponga in essere i suoi poteri di intervento (come nei casi, ad esempio, di mancato esercizio di OPA doverosa o di OPA illegittima-collusiva<sup>78</sup>);

<sup>75</sup> P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 59.

<sup>76</sup> V., nuovamente, nota 72.

<sup>77</sup> Cass., SS.UU., 27 ottobre 1994, n. 8836, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, V, 525, con note di R. LE-  
NER, *La Cassazione chiude (definitivamente?) il dibattito sulla natura delle “quote” delle casse di rispar-  
mio*, e di G. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dell’organo di vigilanza bancaria e danno meramente patri-  
moniale*.

<sup>78</sup> Il fenomeno dell’OPA è certamente “impregnato” della presenza e dei poteri della Consob, il che



4) il cd. “terzo qualificato”, in quanto danneggiato secondo schemi analoghi a quelli che precedono; si pensi al socio nudo proprietario, al socio oppignorato, all’usufruttuario, al creditore pignoratizio o sequestratario [ovvero il cd. *il socio (non del tutto) – socio o il terzo (simile al) – socio o il terzo (non del tutto) – terzo*].

Quanto ai danni riflessi, invece, non sembra possibile aggiungere, per le ragioni anzidette, al catalogo delle rigorose e poche ipotesi in cui esso parrebbe ammissibile<sup>79</sup>, anche quella delle società quotate ove vi sia una responsabilità di un’Autorità pubblica, come la Consob, per il solo fatto che tale responsabilità ricada su un soggetto pubblico ed investa interessi legittimi sia della società che dei soci.

Al più, onde ricomporre un possibile contrasto tra le diverse prospettive illustrate, si potrebbe sostenere che l’eventuale violazione di interessi legittimi al corretto esercizio dell’attività di vigilanza della Consob possa consentire ai soci di agire verso questa anche per il relativo risarcimento, purché esso non sia pari al (o non “contenga” il) danno riflesso<sup>80</sup> ovvero quello arrecato alla società dalla stessa Consob, così andando a sottrarre o, comunque, ad escludere dal risarcimento dell’interesse legittimo violato spettante al singolo socio il danno arrecato al patrimonio sociale (e sempre che ciò sia possibile).

Diversamente, in effetti, per riprendere la più generale raccomandazione poc’anzi citata, il diritto societario rischierebbe di amministrativizzarsi con una vera e propria

evoca inevitabilmente alcune riflessioni sulle connesse responsabilità anche rispetto ad altre fattispecie. Interessante è il caso affrontato, in tema di OPA collusiva, da Trib. Genova, 28 luglio 2017, in *Giur. comm.*, 2019, I, 197 ss. con nota di F. M. MUCCIARELLI, *Opa collusiva, autonomia privata e poteri della Consob (con una digressione su legittimazione a impugnare e voto di lista)* ove l’Autorità era intervenuta rideterminando il prezzo dell’offerta. Per l’ipotesi, invece, del mancato lancio di un’OPA obbligatoria v., anche se con specifico riferimento alla posizione giuridica soggettiva dei soci di minoranza più che alla responsabilità della Consob, la nota vicenda Sai-Fondiarina (commentata, tra altri, da E. DESANA, *La pronuncia della cassazione dalla violazione dell’obbligo di Opa: l’epilogo dell’affaire Sai-Fondiarina?*, nota a Cass., 10 agosto 2012, n. 14400 e ad App. Milano, 27 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2013, 64 ss., ID., *Il caso Sai Fondiarina: ancora tre decisioni attendendo la cassazione*, nota a App. Milano, 20 dicembre 2007 e a Trib. Firenze, 19 settembre 2007, in *Giur. comm.*, 2009, II, 123 ss.). Sul tema, più in generale, v. A. TUCCI, *La violazione dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto: rimedi e tutele*, Milano, 2008, *passim*.

Invero, le questioni più rilevanti attengono sia alla natura della posizione giuridica soggettiva dei soci a ricevere un’OPA o, meglio, una a un prezzo individuato dalla legge sia alla natura dei connessi poteri della Consob ovvero se si tratti o meno di potere discrezionale amministrativo.

Ritengono che si tratti di diritto soggettivo: L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 235, L. ENRIQUES, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Torino, 2004, 169, E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004, 65, A. TUCCI, *op. cit.*, *passim*; M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008; in senso contrario, v. F. CARBONETTI, *Opa obbligatorie diritti degli azionisti*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, II, 643 e, prima dell’introduzione del TUF, P. MONTALENTI, *Offerte pubbliche d’acquisto: le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, 83.

Sulla natura dei poteri della Consob, v.: Trib. Genova, 28 luglio 2017, cit.; TAR Lazio, sez. II, 19 marzo 2014, n. 3009, in *De Jure*; Cons. St., 6 aprile 2016, n. 1380 (ordinanza), in *Dir. giust.* 2016; Corte di Giustizia C-206/2016, Tronchetti Provera et al. V. Consob [2017] ECLI:EU:C:2017:572.

<sup>79</sup> V. nt. 71.

<sup>80</sup> Recentemente il Tribunale di Roma, per come riportato dalla relazione Consob per l’anno 2020 (31 marzo 2021), ha dichiarato inammissibile per difetto di legittimazione attiva la domanda risarcitoria per omessa vigilanza su una società quotata formulata nei confronti dell’Autorità da parte di un’associazione di consumatori che, nella qualità di azionista della società, chiedeva ristoro del danno derivante dalla perdita di valore delle azioni possedute. Il Tribunale è giunto a tale conclusione poiché detto danno, ove in ipotesi verificatosi, si sarebbe prodotto in via diretta a carico della società quotata e, solo in via riflessa, a carico del socio-attore.

contaminazione (negativa) tra diverse branche del diritto, che, di certo, sarebbe foriera di una incontrollabile polverizzazione della soggettività giuridica, della personalità giuridica e, quindi, della stessa certezza dei rapporti commerciali<sup>81</sup>.

Di contro, in una prospettiva di apprezzabile circolazione di principi tra settori del diritto, si potrebbe valutare di riconsiderare la natura della responsabilità della Consob verso i risparmiatori in chiave, forse, più contrattuale (e magari proporzionale<sup>82</sup>), anche se non pare, a tal fine, potersi sopravvalutare il generale perseguimento da parte della Consob di interessi “*ultraindividuali*”, se non pubblici (ovvero quello della trasparenza e della veritiera informazione al mercato ed ai risparmiatori), poiché tale argomento non sembrerebbe, da solo, sufficiente ad attribuire all’Autorità pubblica obbligazioni di protezione verso *ciascun* risparmiatore<sup>83</sup>.

E la ricerca, sulla base di queste possibili linee, è, naturalmente, aperta.

---

<sup>81</sup> Anche se non sembrano potersi trascurare alcune rilevanti deviazioni strutturali dei poteri della Consob rispetto ai principi più generali del diritto societario (tuttavia non tali, ad avviso di chi scrive, da poter scardinare quelli in tema di soggettività e personalità giuridica), su cui v., ad esempio, G. MORA, *Potere di impugnativa del bilancio da parte di Consob, sospensione della quotazione e delisting*, nota a Trib. Milano, 13 giugno 2019, in *Giur. comm.*, 2021, II, 176 ss., MILLEPIZZI, *Azione di annullamento di delibere societarie: regole procedurali di diritto comune e disciplina speciale delle autorità di vigilanza*, in *N. dir. soc.*, 2016, 19, 47.

<sup>82</sup> Onde evitare che ogni rischio ricada in ultima analisi sulla responsabilità dell’amministrazione, si potrebbero in effetti esplorare forme di *proportionate liability* (v. P. MONTALENTI, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organi di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi giurid. dell’econ.*, 2002, 265 ss.) in relazione a tutti i soggetti protagonisti, ad esempio, di una sollecitazione ad un investimento anche se paiono evidenti le difficoltà derivanti dalla identificazione delle quote di responsabilità di ciascuno secondo la competenza dei diversi soggetti (F. VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra “immunità” e tutela degli investitori*, in *Analisi giurid. dell’econ.*, 2002, 298) e dal rischio di incapienza dei patrimoni privati (F. PELLEGRINI, *op. cit.*, 330, G. MIGNONE, *op. cit.*, 806).

<sup>83</sup> Tanto più se si intenda ritenere che la Consob, specie con riferimento ai poteri endosocietari, goda di discrezionalità nell’esercizio dei medesimi: «la Consob, in quanto autorità amministrativa, è tenuta ad agire nel rispetto (tra gli altri) del criterio di economicità [...]. Ne consegue che essa non può esimersi dal valutare se la violazione delle regole di bilancio è davvero tale da compromettere in misura rilevante i beni giuridici alla cui tutela la medesima Consob è preposta, ed in specie quelli dell’integrità e della trasparenza del mercato» (R. RORDORF, *Impugnazione di atti societari da parte della Consob*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 39 ss.). In materia di bilancio, v. Cass., SS. UU., 8 maggio 2015, n. 10095, cit. Tuttavia, questa posizione “ibrida” della Consob viene ben individuata da Trib. Milano, 6 dicembre 2012, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it) che precisa, a tal proposito, una forse apparentemente banale, ma non scontata, differenza, in punto beni giuridici protetti, tra quelli perseguiti da Consob (tutela del risparmio negli scambi di borsa) e dal Pubblico Ministero (azione nell’interesse della legge).

# PROGRAMMI ASSICURATIVI INTERNAZIONALI

di *Christian Armbrüster*

I. Introduzione. – II. Nozioni di base. – III. Definizione degli “Stati di divieto” piuttosto che di proibizione. – IV. Priorità della copertura locale. – V. Accordi per le società controllate coperte. – VI. Clausola sanzionatoria/embargo. – VII. Obblighi. – VIII. Utilizzo della prestazione assicurativa. – IX. Evitare i pagamenti in eccesso. – X. Nuova necessità di strutturazione dovuta a Brexit? – XI. Conclusione.

I. *Introduzione.* – Il nostro giubilare non è solo un profondo esperto in diritto commerciale e societario, ma anche in diritto del mercato dei capitali e supervisione finanziaria. Pertanto, ci auguriamo che sia interessato a un contributo che riguarda la supervisione assicurativa e la pratica progettuale risultante dai suoi orientamenti in un contesto internazionale, vale a dire i programmi internazionali di assicurazione.

La questione qui è come una società con sede in uno stato membro dell’UE/SEE con filiali in tutto il mondo può ottenere la copertura assicurativa più uniforme e valida possibile attraverso un assicuratore nel luogo in cui si trova la sede della società. Una sfida a questo proposito è il fatto che molti stati al di fuori dell’UE e del SEE richiedono che tutti i rischi locali della filiale in loco siano coperti da un assicuratore autorizzato localmente a fare affari assicurativi.

II. *Nozioni di base.* – Le formulazioni dei programmi assicurativi internazionali sono state notevolmente sviluppate negli ultimi tempi. Tuttavia, l’obiettivo economico è rimasto lo stesso: Questi programmi dovrebbero continuare ad offrire all’assicurato la copertura assicurativa più sicura e armonizzata possibile per i suoi rischi in tutto il mondo. Di norma, ciò viene realizzato mediante coperture di base locali nei paesi in cui si trovano i rispettivi rischi delle società controllate e una politica generale della casa madre. Quest’ultima offre una copertura della differenza (*Difference in Conditions [DIC]/Difference in Limits [DIL]*) per i rischi delle controllate o un’autoassicurazione esclusiva della società madre per il proprio interesse (*Financial Interest Cover [FInC]*, chiamato anche protezione del bilancio; per la terminologia si veda il punto IV).

I diversi concetti sono confluiti nella lotta per ottenere la massima conformità possibile nella pratica. Ad esempio, i sostenitori della copertura tradizionale delle differenze (*DIC/DIL*) sono sempre più consapevoli del fatto che, in quanto assicurazione per un rischio locale, può essere aperta ad attacchi dal punto di vista degli Stati non ammessi. Al contrario, per quanto riguarda i concetti di protezione *FInC*/protezione del bilancio, ora c’è per lo più la richiesta di procurarsi la migliore copertura locale possibile e di costruirvi sopra una semplice autoassicurazione. Entrambe le valutazioni meritano di essere approvate. Tuttavia, per quanto riguarda la progettazione dettagliata del

trattato, sorgono una serie di domande, soprattutto nel caso dei concetti di copertura più recenti, a cui si trovano risposte diverse nella pratica corrente. Alcune delle opzioni per strutturare le formulazioni sono descritte di seguito.

III. *Definizione degli “Stati di divieto” piuttosto che di proibizione.* – La questione di come distinguere gli “Stati di divieto” da quelli in cui si applica la libertà di servizio europea (*Freedom of Services [FoS]*) non è affatto banale. Negli Stati *FoS* – che sono essenzialmente gli Stati membri dell’UE, nonché Norvegia, Islanda e Liechtenstein come ulteriori membri del SEE – la copertura dei rischi locali da parte di assicuratori non autorizzati a svolgere attività assicurativa a livello locale è consentita, in modo che in linea di principio (a parte alcune peculiarità locali, ad esempio in Francia) non vi sia il rischio di problemi ai sensi del diritto di vigilanza. Va notato all’inizio che non è consigliabile elencare enumerare alcuni Stati come “Stati di divieto” nella politica, se non altro perché le disposizioni nazionali del diritto di vigilanza possono cambiare e richiederebbero quindi un adeguamento in ogni caso. Un esempio attuale di questo fenomeno è Brexit, che con ogni probabilità renderà il Regno Unito uno stato di proibizione (cfr. sottosezione XI).

La descrizione degli “Stati di divieto” è problematica soprattutto perché i requisiti normativi possono variare da uno stato all’altro e i divieti dipendono talvolta anche dal contenuto specifico del trattato. Lo spettro va da un divieto illimitato di assicurazione dei rischi locali alla differenziazione per ramo di attività a un divieto soggetto ad approvazione o possibilità di approvazione. Inoltre, vi sono esenzioni dall’obbligo di autorizzazione in caso di emergenza assicurativa, ovvero la situazione in cui non è disponibile sul mercato locale una copertura sufficiente per il rischio in questione. Tale esenzione è prevista dal Codice di liberalizzazione dell’OCSE “Operazioni invisibili attuali”<sup>1</sup>. Inoltre, può eventualmente essere invocata anche nei confronti di tali “Stati di divieto” che non sono vincolati dal codice OCSE, come ad esempio gli Stati BRICS, ma per i quali talvolta non è tuttavia possibile ottenere una protezione locale. La situazione normativa nei vari stati di divieto è presentata in panoramiche aggiornate sul sito web di *ThomsonReuters* liberamente accessibile su Internet<sup>2</sup>.

Questa diversità di norme di divieto viene talvolta presa in considerazione nelle classificazioni degli “Stati di divieto” creando, oltre agli Stati “rossi” e “verdi”, una categoria di Stati “gialli” in cui alcuni rischi possono essere coperti solo da assicuratori con licenza locale, mentre altri possono essere coperti senza questa restrizione. Ciò riflette la constatazione che non è importante solo lo stato in cui si trova il rischio assicurato, ma anche il rischio specifico. In considerazione di ciò, sembra ragionevole, ai fini dei programmi internazionali, non concentrarsi su Stati specifici e astrattamente definiti, ma basarsi sul fatto che un rischio locale specifico può non essere coperto dall’assicuratore (che non è autorizzato ad operare in quello stato) in conformità con la legge di vigilanza dello Stato in cui si trova il rischio. Una formulazione basata su questo permette di differenziare in base alle esigenze normative dello Stato in questione e al rischio in questione.

Se l’ambito di copertura della coassicurazione delle società controllate (negli Stati

<sup>1</sup> [http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/InvisibleOperations\\_WebEnglish.pdf](http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/InvisibleOperations_WebEnglish.pdf).

<sup>2</sup> [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/International/InsuranceandReinsuranceGlobalGuide?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Browse/Home/International/InsuranceandReinsuranceGlobalGuide?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)).

*FoS*) e l'autoassicurazione della casa madre (nel caso di un divieto locale), che riflette la perdita subita dalla controllata, sono coordinati, allora, se il contratto è redatto correttamente, vi è in definitiva una protezione equivalente per l'assicurato in termini economici, indipendentemente da quale delle due coperture entra in gioco nel singolo caso. Una redazione che chiarisca che le parti intendono rispettare le restrizioni assicurative locali può inoltre rivelarsi utile se un'autorità di vigilanza estera dovesse sollevare un'accusa di elusione nei confronti di un'autoassicurazione.

Sul mercato della copertura di interessi propri si sono sviluppati termini diversi. I termini *Financial Interest Cover (FInC)* o *Balance Sheet Protection Cover* sono comunemente usati. In sostanza, in ogni caso è coinvolto lo stesso interesse assicurato: È nell'interesse della capogruppo non subire un onere economico a seguito di un evento di perdita verificatosi in una controllata. Secondo lo stato attuale della discussione nel caso in cui il diritto tedesco sia lo statuto contrattuale di un programma internazionale, si può considerare accettato che il valore di questo interesse possa essere orientato verso l'effettiva perdita locale (nel diritto tedesco: "*Taxe*" (valutazione concordata) ai sensi del § 76 della Legge sul contratto di assicurazione [*VVG*]<sup>3</sup>). Per la redazione del contratto ciò significa che l'interesse è misurato dal valore dell'interesse che la controllata avrebbe avuto nel caso in cui il proprio interesse fosse stato assicurato anche nella polizza a titolo di assicurazione contro i terzi.

IV. *Priorità della copertura locale.* – Vi è ora un ampio consenso sul fatto che i requisiti di conformità comprendono anche i requisiti obbligatori della legislazione estera in materia di vigilanza, anche in considerazione delle sanzioni che possono essere imposte in caso di violazioni. Un approccio prudente impone quindi di ottenere la più ampia copertura locale possibile nei paesi vietati. In pratica, la questione viene affrontata in vari modi. Ad esempio, le politiche locali possono essere adattate al programma internazionale. Se vengono stipulati con una filiale locale autorizzata dell'assicuratore stabilito nell'UE o nel SEE e sono integrati nel programma internazionale, non è necessaria un'ulteriore regolamentazione. Talvolta l'assicuratore si assume espressamente la responsabilità di assicurare che le necessarie polizze locali siano stipulate e mantenute nei paesi vietati. Per contro, lo stipulante può anche impegnarsi in tal senso. Se l'evento assicurato si verifica e il contraente (o la sua filiale locale interessata) non è in grado di accedere a una polizza locale, l'assicuratore potrebbe non essere in grado di pagare.

A volte i programmi internazionali negano esplicitamente la copertura per i danni che sono assicurati o che sarebbero assicurabili a livello locale. Un'altra variante è che l'assicuratore paga solo se per la controllata era impossibile ottenere una copertura assicurativa locale equivalente. Quale di questi accordi viene concordato è, in ultima analisi, una decisione di politica aziendale. In ogni caso, non è obbligatorio per legge concordare espressamente nel Programma Internazionale che il contraente debba fornire una copertura locale (sia essa la copertura di base o il migliore standard locale). È vero che una clausola che mira a una copertura locale di ampia portata può essere utilizzata per documentare nei confronti delle autorità di vigilanza del "Stato di divieto" stabilisce che le parti intendono rispettare i loro requisiti. Tuttavia, a seconda dello svolgi-

<sup>3</sup> Per la situazione legale in Germania, vedi *Armbrüster*, *Versicherungsrecht (VersR)* 2009, 853 ss.

mento del rapporto assicurativo, possono sorgere controversie tra le parti del programma internazionale in merito al rispetto di tali obblighi.

V. *Accordi per le società controllate coperte.* – 1. Gruppo di società controllate.

Esiste una notevole gamma di clausole utilizzate nella pratica nei programmi internazionali per determinare il gruppo di società controllate. Sono possibili diverse regolamentazioni, a seconda della misura in cui si desidera l'inclusione di società non controllate al 100% o non controllate direttamente dall'assicurato. Di norma, le definizioni corrispondenti vengono dapprima elaborate al fine di determinare il gruppo di società controllate coassicurate nell'area *FoS*. Poi, nell'ambito di un'autoassicurazione della società madre, si fa di solito – ma non sempre – riferimento a questa clausola. Un tale riferimento sembra avere senso al fine di ottenere una regolamentazione complessiva completa e allo stesso tempo coerente e trasparente.

2. Interessi assicurati in caso di partecipazioni inferiori al 100%.

Una questione particolare si pone quando si tratta di autoassicurazione della capogruppo per quanto riguarda i sinistri di una controllata non consolidata integralmente con la capogruppo. L'idea di base della valutazione suggerisce che in questi casi l'interesse personale assicurato della società madre dovrebbe essere determinato solo nell'ammontare della sua partecipazione nella società controllata. Mentre in pratica alcune formulazioni seguono proprio questa strada, altre politiche non fanno distinzione tra partecipazione piena e partecipazione minore. Dal punto di vista della conformità, la seconda via sembra meno sicura. Nel caso di una joint venture, ad esempio, può accadere che due assicurati possano richiedere a ciascuno di essi una prestazione assicurativa pari all'importo dell'intero sinistro della controllata comune a causa di un unico e medesimo sinistro locale. Spesso, tuttavia, la partecipazione non coperta dal programma internazionale rimarrà non assicurata, in quanto si tratta solo di una partecipazione di minoranza. Inoltre, nel caso di una partecipazione di maggioranza, anche in assenza di un consolidamento integrale, non di rado l'assicurato si sentirà economicamente responsabile del benessere della società controllata nel suo complesso. Se una quota non irrilevante è detenuta da un terzo, un accordo adeguato può anche essere che l'assicurato includa l'interesse del terzo stesso nel programma internazionale a titolo di assicurazione per terzi.

3. Coassicurazione di società controllate di nuova acquisizione.

Un certo range si può riscontrare anche nelle clausole relative alle società controllate di nuova acquisizione. Talvolta la loro inclusione nell'ambito di copertura del Programma Internazionale è subordinata alla notifica della nuova aggiunta da parte del contraente all'assicuratore e alla sua conferma da parte dell'assicuratore. A volte è sufficiente una notifica. Non è raro che ciò non sia nemmeno necessario, ma che la figlia sia automaticamente inclusa nell'assicurazione, a condizione che soddisfi i requisiti astratti. Quest'ultimo approccio è orientato al cliente; dal punto di vista della valutazione del rischio, tuttavia, non sembra essere privo di problemi. A volte gli assicuratori cercano di limitare il rischio che si assumono escludendo in generale dalla copertura alcuni Stati elencati, soprattutto nelle regioni di crisi.

VI. *Clausola sanzionatoria/embargo.* – Nell'interesse di entrambe le parti contraenti, sembra ragionevole concordare espressamente una copertura assicurativa mondiale nei pro-

grammi internazionali solo nella misura in cui ciò non sia in contrasto con le normative nazionali o sovranazionali obbligatorie. Ciò garantisce che l'esecuzione del contratto non violi embarghi basati su risoluzioni delle Nazioni Unite o di un singolo Stato come gli USA. La pratica dimostra che questo tema è di una certa importanza per i contratti assicurativi.

VII. *Obblighi.* – Se gli interessi delle figlie locali sono coassicurati nell'ambito di un'assicurazione contro terzi in un programma internazionale, come è prontamente ammissibile nel settore *FoS*, una figlia deve sopportare direttamente le conseguenze di una violazione gravemente negligente o dolosa degli obblighi, in quanto il diritto alla prestazione assicurativa a cui ha diritto viene ridotto o si estingue. Nel caso di un'autoassicurazione della madre, è necessaria una disposizione contrattuale per ottenere una situazione corrispondente per quanto riguarda il sinistro allora dovuto a se stessa e non alla figlia. Sono comuni le clausole secondo le quali la madre ha un diritto nella misura in cui la figlia lo avrebbe in caso di assicurazione di terzi (“clausola *as-if*”). È anche possibile che la madre sia contrattualmente obbligata a far sì che la figlia rispetti gli obblighi esistenti nel caso di un'assicurazione per terzi. Le sanzioni contro la madre sono poi collegate alla violazione di questo dovere di agire.

VIII. *Utilizzo della prestazione assicurativa.* – Talvolta le CGA prevedono che il contraente sia obbligato a trasferire la prestazione versatagli dall'assicuratore alla filiale interessata dal rispettivo sinistro locale. In alcuni casi, il diritto alla prestazione assicurativa è già subordinato al fatto che la controllata sia stata preventivamente indennizzata dalla capogruppo. Dal punto di vista della compatibilità con il diritto di vigilanza estero, tali disposizioni sembrano essere più suscettibili di attacco rispetto a una clausola che lascia espressamente alla libera discrezione dell'assicurato il modo di gestire la prestazione assicurativa ricevuta sulla base di un'autoassicurazione (*FInC*/protezione del bilancio). Inoltre, sotto vari aspetti, può comportare difficoltà pratiche per il contraente per quanto riguarda la trasmissione delle indennità alla filiale stabilita al di fuori dell'UE e del SEE.

È vero che un assicurato si trova sempre di fronte a questo problema in caso di autoassicurazione. Tuttavia, la situazione non è affatto facilitata se il trasferimento successivo è oggetto di un regolamento nel Programma internazionale. In questo caso, vi è un forte argomento a favore di lasciare alla regola di base che il contraente è libero nell'utilizzo della prestazione assicurativa e quindi non deve all'assicuratore alcuna responsabilità al riguardo.

IX. *Evitare i pagamenti in eccesso.* – In caso di autoassicurazione, l'assicurato deve poter richiedere un'indennità pari all'importo del danno locale subito, ma non un importo in eccesso. Se l'importo debba essere adeguato per riflettere il tasso di partecipazione è già stato discusso in precedenza (sub V 2). Indipendentemente da ciò, si pone la questione di come trattare a livello di autoassicurazione i pagamenti che sono stati effettivamente effettuati alla controllata da terzi a causa del sinistro locale o che sarebbero almeno recuperabili. Ciò riguarda in particolare i pagamenti assicurativi basati sulla copertura locale nonché le richieste di risarcimento danni da parte della controllata nei

confronti di terzi. Correttamente, sia i pagamenti ricevuti dalla controllata che i crediti liquidi che essa vanta nei confronti di assicuratori o di terzi devono essere detratti al momento della valutazione dell'indennizzo da corrispondere alla controllante. In caso contrario, l'assicurazione della madre sarebbe esposta all'eventuale accusa che la madre non abbia subito alcun danno (di bilancio) a tale riguardo.

*X. Nuova necessità di strutturazione dovuta a Brexit?* – La Brexit ha trasformato il Regno Unito – con un periodo di transizione – da uno Stato *FoS* in uno “Stato di divieto”. Per i nuovi programmi internazionali degli assicuratori con approvazione UE/SEE che saranno lanciati dopo la data di entrata in vigore, ciò non ha comportato la necessità di un cambiamento se i casi di divieto di assicurazione sono descritti in termini astratti e non sotto forma di elenco di paesi (cfr. sub III sopra). Tuttavia, il fatto che il Regno Unito sia una sede importante per le controllate delle società madri del gruppo UE/SEE, che al tempo stesso dispone di un'autorità di vigilanza assicurativa rigorosa ed efficiente sotto forma di *Financial Conduct Authority (FCA)*, che serve a proteggere gli assicurati, può significare che le argomentazioni a favore delle moderne soluzioni di protezione *FInC*/ protezione del bilancio acquistano ulteriore peso. Ciò vale in particolare per quegli assicurati le cui attività internazionali sono svolte principalmente o addirittura esclusivamente attraverso filiali negli ex Stati *FoS*, di cui il Regno Unito non far più parte.

Brexit ha posato sfide maggiori per quanto riguarda i contratti esistenti. La liquidazione dei sinistri fa parte dell'attività assicurativa che richiede una licenza. Ciò solleva la questione se un assicuratore con sede nell'UE sia ancora autorizzato a liquidare localmente un sinistro verificatosi in una filiale britannica coperta dal Programma Internazionale. Questo è ancora possibile durante un periodo di transizione.

In generale, se il quadro giuridico per la continuazione degli obblighi cambia, è possibile ottenere un rapido passaggio alle nuove regole in termini giuridici, richiedendo alle parti contraenti di ricorrere alla soluzione più rapida possibile (mediante la risoluzione ordinaria o, in caso di opzione di continuazione, mediante il mancato rinnovo). Al contrario di polizze individuali di assicuratori, non sembra necessario porre fine alla politica nel caso di programmi internazionali. Piuttosto, si può continuare, anche se con la particolarità che per i rischi localizzati nel Regno Unito, le regole per gli “Stati di divieto” si applicheranno a partire dal momento in cui la liquidazione dei sinistri da parte dell'assicuratore l'assicuratore stabilito nell'UE o nel SEE diventa inammissibile ai sensi del diritto di vigilanza. Nel caso della copertura *FInC*/protezione del bilancio, ciò significa in concreto che dalla data di entrata in vigore si tratta di un caso di autoassicurazione unica a favore della casa madre (contraente). L'assicuratore si stabilisce quindi da solo e gli vengono versate le somme di indennizzo da solo.

*XI. Conclusione.* – In conclusione, si può dire che i vari concetti di programmi assicurativi internazionali hanno ciascuno vantaggi e svantaggi. In generale, è importante soddisfare il più possibile i requisiti assicurativi locali. Questo si scontra con i limiti di fatto se la copertura desiderata non è disponibile sul mercato locale, o non nella misura richiesta. In questi casi, un programma assicurativo internazionale può colmare la lacuna e fornire così una copertura uniforme e praticabile per tutte le società del gruppo che operano a livello globale.



# DIRITTO DI SURROGAZIONE DELL'ASSICURATORE E VINCOLO DI SOLIDARIETÀ

di *Paoloefisio Corrias*

SOMMARIO: 1. Il tema e le sue implicazioni. – 2. Le indicazioni legislative. – 3. Le varie impostazioni sul fondamento della surroga. – 4. La surroga assicuratoria nel sistema dei subingressi legali. – 5. Surroga assicuratoria e solidarietà. – 6. Il problema della automaticità della surroga e della rinuncia alla stessa. – 7. L'ambito di applicazione dell'art. 1916 c.c.

1. *Il tema e le sue implicazioni.* – L'esatta individuazione della natura e, si potrebbe dire, dell'essenza del diritto di surrogazione dell'assicuratore<sup>1</sup> – contemplato dall'art. 1916, comma 1, c.c. – non costituisce unicamente uno degli aspetti più complessi e controversi del contratto di assicurazione, ma assume un rilievo assai significativo nell'ambito del diritto comune delle obbligazioni. Depone in proposito non solo l'applicazione dell'istituto al di fuori dal perimetro della fattispecie propriamente assicurativa<sup>2</sup>, emersa prepotentemente in relazione al rivalorizzato fenomeno della c.d. *compensatio lucri cum damno*<sup>3</sup>, ma, soprattutto, la marcata interferenza dello stesso con

---

<sup>1</sup> V., recentemente, S. LANDINI, *Adempimento e pagamento con surrogazione*, in *Tratt. dir. civ. del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, Napoli, 2020, 225 ss.; E. BOTTIGLIERI, *Dell'assicurazione contro i danni (Artt. 1904-1918)*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, 2010, 239 ss. In tempi meno recenti il tema è stato oggetto di significativi approfondimenti tra i quali possono segnalarsi, G. SCALFI, *I contratti di assicurazione. L'assicurazione danni*, Milano, 1992, 234 ss.; B. CARPINO, *Del pagamento con surrogazione (art. 1201-1205)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna, 1988, 128 ss.; A. LA TORRE, *Il punto sulla surrogazione dell'assicuratore*, in *Ass.*, 1978, I, 341 ss., 596 ss.; A. GENOVESE, *Il fondamento razionale della surroga dell'assicuratore*, *ivi*, 1968, 15 ss.; N. GASPERONI, *La c.d. surroga dell'assicuratore*, *ivi*, 1966, I, 599 ss.; C. SANTAGATA, *L'automaticità della surrogazione assicuratoria (Appunti per una costruzione unitaria del subingresso nel credito)*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, 1102 ss.; G. ANDREOLI, *Note in tema di surrogazione dell'assicuratore*, *ivi*, 1955, 1098 ss.; S. FERRARINI, *Appunti sulla rinunciabilità della surroga assicuratoria*, in *Ass.*, 1951, 400 ss.

<sup>2</sup> Ci riferiamo alla nota ed attuale problematica relativa al rapporto tra la prestazione alla quale è tenuto l'ente previdenziale e quella risarcitoria dovuta dal terzo responsabile e, in tale ambito, ai presupposti del diritto dello stesso ente di surrogarsi ex art. 1916 c.c. al beneficiario della prestazione nei confronti del terzo responsabile. V. *amplius infra*, nt. successiva. Il punto verrà ripreso anche nel par. 7.

<sup>3</sup> Cfr., in *primis*, le quattro sentenze gemelle Cass., sez. un., 22 maggio 2018, nn. 12564, 12565, 12566, 12567, in *Foro it.*, 2018, I, 1897 ss. Nell'ambito dell'ampia letteratura che è indispensabile selezionare, ci limitiamo a segnalare, U. IZZO, *La "giustizia" del beneficio (Fra responsabilità civile e welfare del danneggiato)*, Napoli, 2018, 133 ss.; E. BELLISARIO, *Il problema della compensatio lucri cum damno*, Padova, 2018; C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e la compensatio lucri cum damno: un altro tassello nella costruzione del sistema della responsabilità civile e delle sue funzioni*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1492 ss. [ora anche in *Ingiustizia del danno, contatto sociale, funzioni del risarcimento (Saggi sulla responsabilità di diritto civile)*, Torino, 2021, 31 ss.]; R. PARDOLESI-P. SANTORO, *Sul nuovo corso della compensatio, in Danno e resp.*, 2018, 424 ss.; AA.VV., *La compensatio lucri cum damno. Orientamenti italiani ed europei a confronto*, a cura di A. VENCHIARUTTI, Pisa, 2020, e, in particolare, il contributo di E. VINCENTI, *Le se-*

alcuni istituti di diritto comune – anch'essi comprendenti profili controversi – quali la surrogazione legale *ex art.* 1203, n. 3, c.c.<sup>4</sup>, i sempre incerti presupposti della solidarietà tra le obbligazioni<sup>5</sup> per così giungere, toccando il cuore dell'obbligazione, al ruolo da riconoscere all'interesse del creditore all'interno del rapporto obbligatorio, con particolare riferimento alle conseguenze derivanti dalla sopravvenuta carenza dell'interesse medesimo<sup>6</sup>.

Da tempo, dunque, dottrina e giurisprudenza si sono interrogate sul fondamento della surroga assicurativa senza però far emergere una ipotesi ricostruttiva condivisa. Del resto, il tema non costituisce davvero lo spunto per una esercitazione accademica, in quanto dal corretto inquadramento dogmatico dell'istituto discendono, a cascata, una serie di conseguenze applicative di primissimo piano, quali: (i) la modalità – automatica o meno – del passaggio del credito risarcitorio dall'assicurato all'impresa solvente; (ii) la possibilità da parte di questa di rinunciare (preventivamente) al diritto di surroga con efficacia nei confronti del terzo danneggiante<sup>7</sup>; (iii) l'ambito di operatività della surroga e, segnatamente, la possibilità di applicare la stessa alle assicurazioni contro gli infortuni mortali e ad altre ipotesi di rapporti *lato sensu* previdenziali che prevedono l'erogazione di prestazioni in caso di morte dell'assicurato<sup>8</sup>.

2. *Le indicazioni legislative.* – Prendendo le mosse, come appare corretto sul piano metodologico, dalle indicazioni fornite espressamente dalla legge, secondo cui «l'assicuratore che ha pagato l'indennità è surrogato, fino alla concorrenza dell'ammontare di essa, nei diritti dell'assicurato verso i terzi responsabili», rileviamo che l'esplicito riferimento ai «diritti dell'assicurato», rende, *in primis*, indiscutibile la ricorrenza di una ipotesi di subingresso nel diritto di credito e la conseguente esclusione di ipotesi di ri-

---

*zioni unite civili sulla compensatio lucri cum danno: le quattro sentenze del 22 maggio 2018*, 1 ss.; va, infine, ricordato il pregevole studio pionieristico di C. LAZZARA, *Il problema dei vantaggi connessi con il fatto illecito. La c.d. compensatio lucri cum danno*, in *Studi in onore di Gaetano Zingali*, III, *Diritto privato e storia del diritto*, Milano, 1965, 413 ss.

<sup>4</sup> V., tra gli altri, S. LANDINI, *Adempimento*, cit., 63 ss., spec. 72 ss.; 185 ss.; B. CARPINO, *Del pagamento*, cit., 7 ss., 66 ss.; O. BUCCISANO, *La surrogazione per pagamento*, Milano, 1958, 53 ss.; C. SANTA-GATA, *L'automaticità*, cit., 1102 ss.; A. MAGAZZÙ, *Surrogazione per pagamento*, in *Enc. dir.*, XLIII, Milano, 1990, 1519 ss. Inoltre v. *amplius infra*, par. 4.

<sup>5</sup> Tra gli studi più recenti ci limitiamo, per adesso, a menzionare A. D'ADDA, *Le obbligazioni plurisoggettive*, nel *Tratt. dir. civ. comm. Cicu-Messineo*, già diretto da L. MENGONI, continuato da P. SCHLESINGER-V. ROPPO-F. ANELLI, Milano, 2019, spec. 1 ss., 83 ss. Vanno poi ricordate, accanto al contributo che riteniamo davvero fondamentale di G.F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974, (volume ristampato con modalità anastatica nel 2013, per i tipi della Esi), 145 ss., le monografie di F.D. BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa*, Milano, 1974, 36 ss., 234 ss.; D. RUBINO, *Delle obbligazioni (Art. 1285-1320)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna, 1968, 130 ss.; G. AMORTH, *L'obbligazione solidale*, Milano, 1959, 3 ss.

<sup>6</sup> In proposito occorre rinviare ai contributi tutt'oggi non solo imprescindibili ma, riteniamo, insuperati di R. NICOLÒ, *L'adempimento dell'obbligo altrui*, Milano, 1936, *passim*, ma spec. 51 ss.; A. FALZEA, *L'offerta reale e la liberazione coattiva del debitore*, Milano, 1947, 5 ss.; L. MENGONI, *L'oggetto dell'obbligazione*, in *Jus*, 1952, 156 ss., spec. 168 s.; 181 s. Inoltre, cfr. lo studio, di minore solidità dogmatica ma utile per inquadrare il tema anche nella sua dimensione storica, di S. ORLANDO CASCIO, *Estinzione dell'obbligazione per conseguimento dello scopo*, Milano, 1938, *passim*.

<sup>7</sup> *Infra*, par. 6.

<sup>8</sup> *Infra*, par. 7.

valse o recuperi basate su azioni di natura personale in qualche modo riconducibili od accostabili al regresso: la legge afferma in maniera inequivoca che il diritto al risarcimento, sorto in capo all'assicurato per effetto del danno subito nei confronti del soggetto responsabile, si radica nella sfera dell'impresa, una volta che questa abbia corrisposto l'indennizzo<sup>9</sup>.

Inoltre, stabilendo che la surroga avviene fino alla concorrenza dell'ammontare dell'indennità, viene disciplinata in modo compiuto l'ipotesi nella quale l'importo del risarcimento dovuto dal danneggiante-responsabile sia superiore a quello dell'indennità corrisposta dall'impresa all'assicurato-danneggiato (in quanto, ad esempio, ricorre una ipotesi di assicurazione parziale *ex art.* 1907 c.c.). In proposito, la disciplina assicurativa si allinea alla regola comune della surroga parziale, di cui all'art. 1205 c.c.<sup>10</sup>, ai sensi della quale, in caso di soddisfazione parziale del proprio interesse, il creditore – nella fattispecie l'assicurato – mantiene il diritto di agire nei confronti del debitore tenuto alla prestazione di importo maggiore – nella fattispecie il terzo-responsabile – per la soddisfazione integrale dello stesso interesse e, d'altra parte, il *solvens* che ha adempiuto parzialmente (ossia l'impresa) potrà agire in surrogazione nei suoi confronti, nei limiti della prestazione che ha effettuato.

A fronte di due soggetti, quali l'assicuratore e il responsabile, obbligati, a titolo diverso – sulla base del contratto di assicurazione il primo, in forza dell'illecito contrattuale (art. 1218 c.c.) o aquiliano (art. 2043 c.c.) il secondo – a realizzare lo stesso interesse dell'assicurato alla reintegrazione del proprio patrimonio diminuito dall'evento dannoso, con l'introduzione dell'art. 1916 c.c. il legislatore ha, dunque, operato la precisa scelta – tutt'altro che scontata – di collocare il peso definitivo del debito interamente a carico del terzo responsabile. Tale opzione è appunto attuata mediante un meccanismo – i cui caratteri si stanno per precisare – volto a far recuperare al condebitore assicuratore dal condebitore responsabile civile, l'intera somma che il primo avesse eventualmente pagato per soddisfare l'interesse del creditore.

3. *Le varie impostazioni sul fondamento della surroga.* – Dinanzi a questo congegno, la prevalenza delle impostazioni dottrinali anziché prendere le mosse dai caratteri dello stesso e collocarlo sistematicamente nel contesto generale del fenomeno della pluralità di debitori e della solidarietà, verificando a quale schema possa essere ricondotto o quantomeno accostato, si è generalmente<sup>11</sup> cimentata in una impegnativa ma

---

<sup>9</sup> Sui caratteri dell'effetto che determina la successione verrà compiuta qualche precisazione nel prosieguo (par. 6). Per il momento è bene ricordare che sulla ricorrenza di una ipotesi di successione a titolo particolare dell'impresa nel credito risarcitorio dell'assicurato concorda la giurisprudenza dominante. Cfr. Cass. 13 giugno 2019, n. 15870, in *Ass.*, 2019, 409; Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12565, cit., 1925 s.; Cass. 11 giugno 2014, n. 13233, in *Foro it.*, 2014, I, 2066; Cass. 23 febbraio 2009, n. 4357; Cass. 19 maggio 2004, n. 9469, in *Ass.*, 2005, II, 10; Cass. 3 dicembre 2007, n. 25182, *ivi*, 2008, II, 187, la quale in modo particolarmente limpido precisa che «la surroga dell'assicuratore nei diritti dell'assicurato verso il terzo responsabile, ai sensi dell'art. 1916 c.c., comporta l'acquisto di tali diritti nel medesimo stato, con lo stesso contenuto e con gli stessi limiti in cui essi spettavano all'assicurato».

<sup>10</sup> Così, tra gli altri, E. BOTTIGLIERI, *Dell'assicurazione*, cit., 246; G. SCALFI, *I contratti*, cit., 252.

<sup>11</sup> Fa eccezione il pregevole contributo di C. SANTAGATA, *op. cit.*, spec. 1144 ss. il quale prende atto dell'impossibilità di individuare la natura e la portata dell'istituto senza collocarlo nella teoria generale del subingresso nel rapporto obbligatorio.

sostanzialmente sterile ricerca del suo fondamento o all'interno delle logiche proprie del contratto di assicurazione, oppure facendo riferimento ai caratteri della responsabilità (soprattutto aquiliana).

In tale ottica si è reputato che tale istituto fosse da considerare espressione del principio indennitario<sup>12</sup>, che connota l'assicurazione contro i danni, il quale, come è risaputo, non consente all'assicurato di ottenere dall'impresa (o dalle imprese) di assicurazione con le quali ha pattuito la copertura del rischio una somma maggiore del danno effettivamente subito; oppure obbedisse all'esigenza di ridurre i costi dell'operazione assicurativa sul presupposto che la possibilità per l'impresa di recuperare almeno una parte delle indennità corrisposte agli assicurati potesse indurre la stessa a diminuire i premi<sup>13</sup>; ancora, fosse espressione della volontà di affermare il principio di responsabilità, evitando che l'autore del danno potesse essere sottratto alla sanzione del risarcimento<sup>14</sup>.

Nonostante la recente e risoluta presa di posizione delle Sezioni Unite<sup>15</sup> reputiamo che l'accostamento dell'istituto al principio indennitario sia da escludere non – come pure qualcuno ha sostenuto<sup>16</sup> – in ragione della presunta derogabilità dello stesso, ma in quanto tale principio, viceversa da reputare senz'altro inderogabile<sup>17</sup>, opera esclusivamente con riguardo alle somme che l'assicurato-danneggiato ha diritto di ricevere a titolo strettamente assicurativo<sup>18</sup>. Dall'impianto normativo che esprime il principio è infatti desumibile che esso mira a impedire che l'assicurato-danneggiato possa ottenere, sulla base della garanzia assicurativa considerata nel suo complesso – consista questa in un unico contratto di assicurazione (art. 1909, comma 1, c.c.) oppure in diversi contratti aventi ad oggetto il medesimo rischio stipulati con assicuratori diversi (art. 1910, comma 3, c.c.) –, una somma superiore all'ammontare effettivo del danno provocato dal sinistro (art. 1905, comma 1, c.c.). Conseguentemente da tale regola non può essere ricavata alcuna indicazione in ordine a debiti derivanti da fonti diverse rispetto alla garanzia assicurativa; segnatamente, essa non può essere evocata per limitare le pretese che l'assicurato può rivolgere a soggetti che si trovano in una situazione di debito sulla base di titoli diversi da contratti assicurativi, anche quando gli obblighi derivanti da questi ultimi si rivelino idonei a realizzare lo stesso interesse del creditore

<sup>12</sup> In tal senso, tra gli altri, R. CALVO, *Il contratto di assicurazione (Fattispecie ed effetti)*, in *Tratt. resp. civ.*, diretto da M. FRANZONI, Milano, 2012, 141; A. LA TORRE, *Il punto*, cit., 342, 353. Per la giurisprudenza cfr., tra le altre, Cass., sez. un., 10 aprile 2002, n. 5119, in *Ass.*, 2002, 116; Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12565, cit., 1925.

<sup>13</sup> L'impostazione è sostenuta con risolutezza da G. VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, 124 s.

<sup>14</sup> Tra gli altri, A. LA TORRE, *op. cit.*, 342.

<sup>15</sup> V. *supra*, nt. 12.

<sup>16</sup> S. LANDINI, *op. cit.*, 229; in modo più sfumato, M. HAZAN, *Risarcimento e indennizzo (nella polizza infortuni): cumulo o scorporo?*, in *Danno e resp.*, 2014, 926 s.

<sup>17</sup> Va, infatti, condiviso l'insegnamento di Partesotti secondo cui detto principio è da considerare di ordine pubblico. V. G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, Padova, 1967, 1 ss., spec. 69 ss. (riprodotto in ristampa anastatica nella *Collana della Scuola di specializzazione in diritto civile dell'Università di Camerino*, Napoli, 2017) e sia consentito segnalare la nostra illustrazione del pensiero dell'A. nel volume contenente la ristampa da ultimo menzionato: P. CORRIAS, *Giulio Partesotti e il diritto delle assicurazioni*, XII ss.

<sup>18</sup> V., in tal senso, A. GENOVESE, *Il fondamento*, cit., 18 s.; A. TORRENTE, *Ancora in tema di surrogazione dell'assicuratore*, in *Ass.*, 1958, II, 3 ss.; M. HAZAN, *Risarcimento*, cit., 927, il quale correttamente assegna al principio una portata endoassicurativa.

(assicurato) protetto dai primi. Come si vedrà<sup>19</sup>, vi sono altri principi e altre regole che possono portare a limitare le pretese creditorie in tali ipotesi.

Anche la tesi che giustifica la previsione della surroga assicuratoria con la diminuzione dei costi dell'operazione assicurativa e, quindi, dei premi richiesti agli assicurati, non convince, in quanto si fonda su una semplice supposizione. Se, infatti, non può escludersi che l'impresa proceda di fatto al calcolo dei premi tenendo conto dei vantaggi che potrebbero derivare dalla possibilità di surrogarsi, non può neppure escludersi il contrario, ossia che l'impresa prescindendo totalmente da tale previsione<sup>20</sup>. Comunque ci pare risolutivo registrare che nella normativa settoriale non è contemplato né disciplinato in alcun modo questo profilo, con la conseguenza che l'impresa sarà affatto libera, nella determinazione del premio, di non tener conto degli eventuali vantaggi che possono derivare dalla previsione legislativa della surroga.

Ugualmente da respingere sembra infine l'idea che la surroga possa rafforzare il principio di responsabilità. Forse la convinzione avversata potrebbe godere di un certo credito presupponendo una concezione esclusivamente o, comunque, spiccatamente deterrente e sanzionatoria della responsabilità civile; concezione, però, del tutto improponibile nel nostro ordinamento<sup>21</sup>, a seguito del riconoscimento, oramai affermatosi ed indiscusso, della funzione anche – se non prevalentemente – compensativa e reintegratoria della stessa<sup>22</sup>. Quanto appena sostenuto appare, peraltro, ulteriormente rafforzato dalla considerazione della responsabilità – sia essa contrattuale o aquiliana – oggettiva: non si vede, infatti, perché di fronte ad ipotesi di tale responsabilità – che, come è noto, individuano il responsabile unicamente sulla base di criteri volti a ripartire nel modo più razionale possibile le conseguenze economiche di un determinato evento<sup>23</sup> – il responsabile del medesimo debba sopportare interamente il peso del debito a fronte di un soggetto – quale l'impresa – che assume contrattualmente il rischio in cambio della controprestazione, consistente nel premio.

4. *La surroga assicuratoria nel sistema dei subingressi legali.* – Come si è anticipato per cogliere la reale natura del nostro istituto, esso va letto e collocato nell'ambito delle regole generali sul subingresso.

<sup>19</sup> *Infra*, par. 5.

<sup>20</sup> Così, esattamente, A. GENOVESE, *op. cit.*, 17; FERRARINI, *Appunti*, cit., 410.

<sup>21</sup> Diversamente da ciò che vale per il sistema statunitense. In proposito, sul problema del cumulo tra risarcimento del danno e indennizzo assicurativo in questo ordinamento, v. le interessanti considerazioni di F. CASTRONOVO, *Compensatio lucri cum danno e collateral source rule a confronto tra Italia e Stati Uniti*, in *Comp. e dir. civ.*, 2020, 10 ss.

<sup>22</sup> Qualunque citazione appare superflua. Ci si può comunque limitare a ricordare i pregevoli contributi di C. SALVI, *Le funzioni della responsabilità civile e il volto italiano dei danni punitivi*, in *Foro it.*, 2018, I, 1, 2504 ss.; ID., *La responsabilità civile*, III ed., in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. IUDICA-P. ZATTI, Milano, 2019, 18 ss., spec. 27 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Ingiustizia del danno*, cit., 40 ss.; 251 ss.; in precedenza, ID., *Danno morale e funzione deterrente della responsabilità civile*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 2485 ss.; P. TRIMARCHI, *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, II ed., Milano, 2019, 3 ss.

<sup>23</sup> V., per tutti, C. SALVI, *Le funzioni*, cit., 2505, il quale rileva che l'interpretazione in termini di responsabilità oggettiva delle ipotesi di imputazione diverse dalla colpa, costituisce una delle principali espressioni dell'orientamento solidaristico e riparatorio della responsabilità civile che ha trovato accoglienza nella giurisprudenza degli ultimi decenni.

Il concetto di subingresso nel diritto di credito evoca, generalmente, le fattispecie ove si realizza, per effetto di una espressa previsione legislativa, un mutamento di titolarità del diritto medesimo a seguito del verificarsi di una precisa vicenda consistente in ciò: la soddisfazione totale o parziale dell'interesse che sta alla base di detto diritto per effetto dell'intervento di un soggetto diverso dal debitore originario. Di qui l'acquisizione da parte dell'interveniente della posizione attiva del rapporto obbligatorio e la contestuale perdita della stessa da parte del creditore, oramai soddisfatto.

Si è ritenuto di poter costruire tale fenomeno come istituto unitario, mediante una accurata indagine fondata sulla comparazione della figura centrale del pagamento con surrogazione *ex art.* 1203, n. 3, c.c.<sup>24</sup> con le altre ipotesi di successione legale nel credito disseminate nel nostro sistema normativo<sup>25</sup>, tra le quali si è rivelata particolarmente significativa – ed è stata, quindi, oggetto di maggiori attenzioni da parte della dottrina – proprio quella in esame.

Poiché però la surrogazione legale di cui all'art. 1203, n. 3, c.c., presenta alcuni tratti differenziali rispetto alla surroga assicurativa, taluno ha revocato in dubbio la riconducibilità della seconda all'area concettuale della prima<sup>26</sup>. In questa, infatti, è riscontrabile, se non l'identità, quantomeno la comunanza tra l'obbligazione alla quale è tenuto il debitore originario e quella in virtù della quale viene effettuato il pagamento da parte del *solvens* che successivamente viene surrogato; come è riscontrabile tipicamente nel rapporto tra l'obbligazione principale e quella fideiussoria<sup>27</sup>. Nella seconda, invece, non v'è alcun legame tra i due vincoli, ossia tra l'obbligo del terzo responsabile e quello dell'assicuratore, dovendosi escludere recisamente che la corresponsione della prestazione indennitaria – la quale costituisce l'adempimento di un preciso obbligo assunto con la stipulazione del contratto di assicurazione – possa essere considerata come l'esecuzione dell'obbligo di risarcimento del danno da parte di un soggetto diverso dal terzo responsabile<sup>28</sup>. Laddove, pertanto, nelle ipotesi considerate negli artt. 1201 ss. c.c., la «surrogazione è disposta relativamente a quel diritto di credito cui il pagamento (anche o esclusivamente) si riferisce e non ad altro diritto di credito, nell'art. 1916 c.c., [...] si dispone la surrogazione dell'assicuratore, che ha pagato, in un rapporto obbliga-

<sup>24</sup> Sul fondamento dell'istituto v. gli Autori menzionati nella nt. 4.

<sup>25</sup> In tal senso v. C. SANTAGATA, *L'automaticità*, cit., 1136 ss. *Contra*, in luogo di altri, B. CARPINO, *Del pagamento*, cit., 26 ss., 67 ss., il quale reputa che le differenze e le peculiarità che il pagamento con surrogazione presenta rispetto alle altre fattispecie non consentano tale accostamento.

<sup>26</sup> In ordine ai rapporti tra le due figure si è sviluppato un acceso dibattito che ha investito sia la dottrina che la giurisprudenza. Tra le posizioni contrarie ad ordinare le stesse in rapporto di *species ad genus* v., B. CARPINO, *op. cit.*, 128 s.; A. LA TORRE, *op. cit.*, 349 s.; G. ANDREOLI, *Note*, cit., 1104 ss.; N. GASPERONI, *La c.d. surroga*, cit., 610 s., 614 ss.; Cass. 25 marzo 1995, n. 1997, in *Giust. civ.*, 1995, I, 1787; Cass. 16 novembre 1994, n. 9693; Cass. 8 novembre 1994, n. 9271. Considerano, invece, la surroga assicuratoria espressione dell'istituto generale, A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano, 1954, 469 ss., spec. 471 s.; C. SANTAGATA, *op. cit.*, 1102 ss., spec. 1128 ss.; G. SCALFI, *op. cit.*, 234 ss., spec. 246; Trib. Lucca 4 luglio 2005, in *De Jure*; Cass. 29 settembre 1997, n. 9554.

<sup>27</sup> Ipotesi paradigmatica della fattispecie descritta dall'art. 1203, n. 3, c.c., è, per opinione pressoché unanime, la facoltà di surrogazione prevista in ambito fideiussorio (dall'art. 1949 c.c.) a favore del fideiussore che abbia pagato, in luogo del debitore principale. Cfr., tra i tanti, F. MACARIO, *I singoli contratti*, 10, *Garanzie personali*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da R. SACCO, Torino, 2009, 245 s.; A. GIUSTI, *La fideiussione e il mandato di credito*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da A. CICU-F. MESSINEO, continuato da L. MENGONI, Milano, 1998, 222 ss.; B. CARPINO, *op. cit.*, 85.

<sup>28</sup> Così, G. ANDREOLI, *op. cit.*, 1106 s.

torio diverso da quello cui si riferisce la prestazione solutoria»<sup>29</sup>.

Nonostante tale marcata differenza, le due fattispecie di subingresso si fondano, tuttavia, sullo stesso presupposto, il quale consiste nella sopravvenuta carenza di interesse da parte di un soggetto (creditore originario) alla permanenza nella titolarità di un credito, per effetto dell'intervento solutorio di un soggetto diverso dal debitore originario. Se è vero, infatti, che nell'ambito della fattispecie assicurativa il *solvens* determina l'attuazione di un diritto (all'indennizzo) diverso da quello (al risarcimento) nel quale subentra, è altrettanto indiscutibile che l'interesse del debitore-assicurato ad ottenere il risarcimento del danno viene soddisfatto in ragione dello stesso fatto (pagamento della prestazione indennitaria) che ha determinato la realizzazione del (diverso) diritto all'indennizzo<sup>30</sup>.

L'integrale realizzazione dell'interesse sottostante all'originario diritto di credito costituisce, dunque, il fondamento del subingresso, l'elemento che consente di cogliere la reale essenza del fenomeno e, allo stesso tempo, giustifica la sua rappresentazione in chiave unitaria, pur nel riconoscimento della pluralità – e talvolta delle peculiarità – delle forme nelle quali si estrinseca. Depone in tale direzione, d'altro canto, la già segnalata coerenza, nell'ipotesi di surroga parziale, della regola speciale di cui al primo comma dell'art. 1916 c.c. con quella generale posta dall'art. 1205 c.c.<sup>31</sup>.

È bene precisare che la menzionata vicenda satisfattiva determina, contestualmente, il depauperamento del patrimonio di un soggetto (*solvens*) e un vantaggio ingiustificato a favore di un altro (il debitore originario), al quale rimane il valore della prestazione che egli – pur essendo tenuto – non ha effettuato<sup>32</sup>. Invero, una volta che il creditore ha maturato la soddisfazione del proprio interesse e, dunque, non ha più ragione di agire contro il debitore, colui che, intervenendo, ha consentito il raggiungimento di tale risultato, compie un sacrificio che, benché possa rivelarsi giustificato nei suoi rapporti interni con il creditore<sup>33</sup>, si rivela, tuttavia, privo di adeguata giustificazione se posto a raffronto con la menzionata utilità ottenuta *sine titulo* dal debitore (o dal danneggiante)<sup>34</sup>.

Con riguardo alle sfere patrimoniali dei tre soggetti interessati dall'operazione, si rende quindi necessario, alla stregua del principio generale della giustificazione degli spostamenti patrimoniali, operare un riequilibrio, il quale viene concretamente attuato dal legislatore, prevedendo la sostituzione del *solvens* al creditore originario soddisfatto.

Il meccanismo surrogatorio configura, pertanto, un mezzo tecnico di perequazione patrimoniale, particolarmente efficace, che, come è stato da più parti osservato, pur es-

<sup>29</sup> Ancora G. ANDREOLI, *op. cit.*, 1105 s.

<sup>30</sup> Espressamente in tal senso, Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12565, cit., 1924, secondo cui i diritti di credito derivanti all'assicurato dal contratto di assicurazione e dalla commissione dell'illecito sono concorrenti in quanto «ciascuno di essi rappresenta, sotto il profilo funzionale, un mezzo idoneo alla realizzazione del medesimo interesse che è quello all'eliminazione del danno causato nel patrimonio dell'assicurato-danneggiato, per effetto della verifica del sinistro, sicché l'assicurato-danneggiato non può pretendere dal terzo responsabile e dall'assicuratore degli indennizzi che nel totale superino i danni che il suo patrimonio ha subito».

<sup>31</sup> V., *supra*, par. 2.

<sup>32</sup> Espressamente in tal senso Cass. 22 maggio 1959, n. 1563, in *Ass.*, 1960, II, 113.

<sup>33</sup> L'interveniente che si surroga è, infatti, «tenuto con altri o per altri al pagamento del debito» (art. 1203, n. 3, c.c.). L'assicuratore è tenuto al pagamento dell'indennizzo sulla base del contratto di assicurazione.

<sup>34</sup> V., B. CARPINO, *op. cit.*, 6 s.

sendone distinto, partecipa dello stesso fondamento del regresso<sup>35</sup>, con il quale non di rado si pone in concorso alternativo ma non cumulativo<sup>36</sup>. Sembra di poter rilevare che entrambe le figure costituiscano una specifica applicazione del principio dell'ingiustificato arricchimento<sup>37</sup>, al quale – secondo una condivisibile linea di pensiero che ormai si è affermata – non va attribuita una valenza meramente residuale e sussidiaria, dovendosi considerare l'istituto che afferma come regola generale del sistema la necessità della giustificazione degli spostamenti patrimoniali tra due o più centri di interesse<sup>38</sup>.

5. *Surroga assicuratoria e solidarietà*. – Tale impostazione fondata sulla riconducibilità della surroga assicuratoria all'ambito della surrogazione legale e, quindi, della successione particolare nel diritto di credito maturato dall'assicurato nei confronti del terzo responsabile, si pone in sintonia con la moderna e, a nostro avviso, condivisibile visione della solidarietà in chiave funzionale che considera la stessa come «un effetto, ossia un modo di essere dell'effetto estintivo di obbligazioni plurisoggettive, tale che l'adempimento di uno estingua il tutto»<sup>39</sup>. Alla base di questa idea v'è la convinzione che l'elemento necessario e sufficiente perché possa operare il meccanismo della solidarietà è la ricorrenza dell'«equivalenza» delle prestazioni, ossia l'idoneità di ciascuna di esse a realizzare lo stesso interesse creditorio<sup>40</sup>: qualora due o più prestazioni, quantunque derivanti da titoli diversi (*id est*: non presentanti l'*eadem causa obbligandi*), si rivelino concretamente in grado di perseguire tale risultato<sup>41</sup>, deve reputarsi che tra i rapporti obbligatori dei quali costituiscono l'oggetto sussista il vincolo di solidarietà<sup>42</sup>.

---

<sup>35</sup>Espressamente in tal senso, U. SALVESTRONI, *La solidarietà fideiussoria*, Padova, 1977, 122 ss., spec. 127 s. Sui rapporti tra la surrogazione e gli altri strumenti posti a tutela dell'interesse sostanziale del *solvens* di reintegrare il proprio patrimonio, v. C. SANTAGATA, *op. cit.*, 1198 ss.; A. MAGAZZÙ, *Surrogazione*, cit., 1525.

<sup>36</sup>Recentemente, anche per i necessari riferimenti v. A. D'ADDA, *Le obbligazioni*, cit., 113 ss.; G. STELLA, *Surrogazione e regresso nella disciplina codicistica della fideiussione*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 1790 ss., spec. 1802 ss.; in precedenza G.F. CAMPOBASSO, *Regresso*, in *Enc. giur.*, Roma, XXVI, 1991, 3.

<sup>37</sup>V., in tal senso, Cass. 16 novembre 1994, n. 9693.

<sup>38</sup>Cfr. P. SIRENA, *Note critiche sulla sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento senza causa*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2005, 105 ss., spec. 116; ID., più recentemente, *La sussidiarietà dell'azione generale di arricchimento senza causa*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 400; A. VENTURELLI, *Circolazione giuridica e ingiustizia del danno (La doppia alienazione immobiliare tra tutela risarcitoria e restituzioni)*, Brescia, 2005, 150 ss., spec. 154 s.; ID., *Sulla specificità e residualità dell'azione di ingiustificato arricchimento: inutilità di un rimedio?*, in *Danno e resp.*, 2003, 865 ss. V. anche Cass. 17 gennaio 2020, n. 843, in *Giur. it.*, 2020, 1891 ss., spec. 1892, la quale interpreta in modo sostanzialmente restrittivo la residualità dell'azione.

<sup>39</sup>Così, M. ORLANDI, *Sulla rinuncia alla solidarietà*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2019, 1101.

<sup>40</sup>Sul ruolo e sulla funzione dell'interesse creditorio all'interno del rapporto obbligatorio v. gli Autori citati alla nt. 6.

<sup>41</sup>V. L. MENGONI, *L'oggetto*, cit., 181, nt. 3, il quale rinviene nel fenomeno della solidarietà «una pluralità di vincoli ridotti a unità funzionale, in vista di un unico oggetto (scopo) corrispondente all'(unico) interesse tutelato» (corsivo originale).

<sup>42</sup>Così, M. ORLANDI, *Sulla rinuncia*, cit., 1102 s., il quale precisa che l'equivalenza tra le prestazioni nel senso appena chiarito determina un collegamento funzionale tra i due distinti rapporti obbligatori che esprimono le stesse. In tale direzione, seppure meno esplicitamente, già G.F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione*, cit., 158 s., il quale rileva che «il dato unitario indispensabile per l'instaurarsi del vincolo solidale [...] è la ricorrenza di una «comunione (volontaria o legale) di scopo» concretizzantesi nella destinazione della pluralità di prestazioni alla soddisfazione di unico (e medesimo) interesse creditorio». Per una esaustiva illustrazione del dibattito sul punto v., inoltre, M. TICOZZI, *Studi sulle obbligazioni solidali*, Padova, 2012,



Tale dinamica è riscontrabile plasticamente in ambito assicurativo, dove poiché la prestazione indennitaria dell'assicuratore e quella risarcitoria del responsabile del sinistro si rivelano entrambe idonee a realizzare l'interesse dell'assicurato al ripristino del proprio patrimonio oggettivamente diminuito dall'evento dannoso contemplato, tra le stesse va riscontrato il collegamento funzionale di solidarietà, quantunque le obbligazioni delle quali esse costituiscono l'oggetto abbiano titoli affatto diversi<sup>43</sup>.

Attesa dunque nell'ipotesi in esame la ricorrenza di due distinte obbligazioni in rapporto di solidarietà, rimane peraltro da stabilire, al fine di regolare i rapporti interni tra i due coobbligati, se si tratta di solidarietà uguale o disuguale o, se si preferisce, con comunione di interessi o nell'interesse esclusivo<sup>44</sup>. Poiché è rinvenibile un fondamento giustificativo nei confronti dell'assicurato-danneggiato tanto dell'obbligo dell'assicuratore quanto di quello del danneggiante – che poggiano, rispettivamente, sul contratto di assicurazione e sulla commissione dell'illecito –, va in primo luogo esclusa la sussistenza dell'interesse esclusivo di uno dei debitori all'adempimento che giustificerebbe l'accollo finale allo stesso del peso integrale del debito<sup>45</sup>: tanto l'assicuratore che il danneggiante hanno un preciso interesse ad adempiere il proprio obbligo nei confronti dell'assicurato-danneggiato. Pertanto, sulla base dei principi generali, parrebbe doversi riconoscere un caso di solidarietà (ad interesse) comune, con riguardo alla quale dovrebbe trovare naturale applicazione l'art. 1298, comma 2, c.c., ai sensi del quale, in mancanza di una diversa regolamentazione pattizia, il peso del debito andrebbe diviso in parti uguali tra i coobbligati, ossia l'assicuratore e il responsabile; conseguentemente l'assicuratore che avesse pagato al creditore, in qualità di condebitore solidale, l'intero

---

37 ss. Tale linea (come ricorda anche D. SINESIO, *Le obbligazioni soggettivamente complesse. Obbligazioni solidali e parziarie, divisibili e indivisibili*, in *Studi in onore di Ugo Majello*, a cura di M. COMPORITI-S. MONTICELLI, II, Napoli, 2005, 709) è stata, del resto, tracciata dalla giurisprudenza secondo cui «l'art. 1292 cod. civ. non identifica l'obbligazione solidale con un'obbligazione nascente da un unico atto o fatto giuridico che dia luogo ad un medesimo ed unico obbligo di prestazione da parte di più soggetti, bensì nell'esistenza di più soggetti obbligati alla medesima prestazione, «in guisa tale che l'adempimento dell'uno libera gli altri», restando irrilevante la unicità o pluralità dei fatti o dei mezzi giuridici in conseguenza dei quali è nato l'obbligo ad adempiere quella medesima prestazione [...] ed essendo essenziale che tutti i debitori non sono obbligati a più prestazioni identiche ma ad un'unica prestazione» (Cass. 14 marzo 1996, n. 2120).

<sup>43</sup> Così, correttamente, M. ORLANDI, *La responsabilità solidale*, Milano, 1993, 223 ss., spec. 228. Siffatta condivisibile nozione estesa di solidarietà è stata recentemente affermata anche da Cass., 11 marzo 2020, n. 7016, in *Foro it.*, 2020, I, 3944, la quale ha ravvisato, a fronte della posizione creditoria dei risparmiatori nell'ambito di un contratto di investimento, una ipotesi di solidarietà tra il debito restitutorio – avente ad oggetto i capitali investiti – della società di intermediazione finanziaria e quello risarcitorio della Consob per omessa vigilanza. In tale direzione v. anche, recentemente, L. REGAZZONI, *La compensatio lucri cum danno tra causa e funzione del beneficio*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 298 s., il quale, pur convinto dell'idoneità dell'esecuzione della prestazione da parte di uno dei condebitori – assicuratore o terzo responsabile – a causare l'estinzione di entrambi i rapporti obbligatori scaturiti dall'evento dannoso per la realizzazione del medesimo interesse, pone in forma solo dubitativa la possibilità di qualificare la vicenda tramite lo schema della solidarietà. Infine, va ricordata, in proposito, l'antesignana impostazione di S. ORLANDO CASCIO, *Estinzione*, cit., 164 e 169, il quale riconosce il concorso delle due obbligazioni dell'assicurato e del terzo responsabile, pur derivanti da cause diverse, alla tutela dello stesso interesse.

<sup>44</sup> L'introduzione e la più compiuta rappresentazione di tale dicotomia si deve indubbiamente a G.F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione*, cit., 249 ss., al quale pertanto si rinvia.

<sup>45</sup> Come, invece, avviene ad esempio nell'ambito della solidarietà fideiussoria, dove il peso del debito grava interamente sul debitore principale, in quanto l'assunzione della garanzia e la conseguente attivazione del vincolo solidale da parte del garante avviene nell'interesse esclusivo del debitore medesimo.

debito o una quota superiore alla metà dello stesso, sarebbe legittimato a ripetere dall'altro la differenza rispetto a tale valore.

Proprio l'art. 1916 c.c., però, introduce una diversa disciplina ponendo l'intero peso del debito sul danneggiante. Ciò avviene, appunto, consentendo all'assicuratore di recuperare da questo l'intero valore dell'indennizzo che ha corrisposto all'assicurato-danneggiato, mediante una azione di surrogazione analoga a quella prevista in ambito fideiussorio dall'art. 1949 c.c., dove, come è noto, il garante che ha pagato è integralmente surrogato nei diritti che il creditore aveva nei confronti del debitore. La disciplina assicurativa manifesta, in definitiva, questa marcata peculiarità: una fattispecie che sul piano sostanziale appare di solidarietà ad interesse comune viene considerata, sul piano normativo, alla stregua di una ipotesi di solidarietà disuguale.

Quali siano le ragioni di questa scelta non è dato sapere e, comunque, non spetta all'interprete – che deve limitarsi a prendere atto della stessa – indagare in tale direzione. Può solo ipotizzarsi che essa sia espressione della capacità di influenza posseduta dalle imprese di assicurazione nel periodo della codificazione<sup>46</sup> la quale ha condotto ad un *favor* che ha caratterizzato altre significative disposizioni introdotte dal legislatore nel '42, tra le quali vanno ricordate almeno quelle che prevedono la c.d. indivisibilità del premio<sup>47</sup>.

Individuata nella comunanza dell'interesse che sta alla base delle obbligazioni dell'impresa e del danneggiante e nel conseguente legame di solidarietà il fondamento tecnico-giuridico della surroga assicuratoria occorre, a questo punto, trarne le conseguenze con riguardo alle tre questioni ricordate in principio.

6. *Il problema della automaticità della surroga e della rinuncia alla stessa.* – Riteniamo, anzitutto, che il subingresso dell'assicuratore sia automatico – nei confronti sia dell'assicurato che del terzo – e consegua al fatto oggettivo del pagamento, senza che occorra, come pure è stato sostenuto con argomenti, a nostro avviso, non condivisibili<sup>48</sup>, alcuna manifestazione di volontà dell'impresa di surrogarsi<sup>49</sup>. Ciò non solo in

---

<sup>46</sup> V., in proposito, G. PARTESOTTI, *Recensione ad Angelo Braccioldi (La divisibilità del premio di assicurazione)*, Jovene, Napoli, 1973, XII-165), in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 382, il quale sottolinea la forza politica delle imprese di assicurazione «in sede di redazione del codice civile, forza che si è spuntata quando è stata bilanciata da quella di altri gruppi di potere». In tale direzione, inoltre, seppure in maniera più sfumata col riferimento a «ragioni di pratica convenienza», S. FERRARINI, *Appunti*, cit., 409.

<sup>47</sup> Sia consentito, in proposito, un rinvio a P. CORRIAS, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, 2001, 194 ss.

<sup>48</sup> V. G. ANDREOLI, *op. cit.*, 1121, 1126; ID., *Riflessioni sulla surrogazione a favore del terzo acquirente dell'immobile ipotecato e del terzo datore di ipoteca*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, I, Napoli, 1972, 81 s.; A. GENOVESE, *Il fondamento*, cit., 25, 38 s.

<sup>49</sup> Così, Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12565, cit., 1926, la quale contesta recisamente l'orientamento minoritario (espresso, ad esempio, da Cass. 26 maggio 1994, n. 5165; Cass. 11 ottobre 1995, n. 10597 e, recentemente, anche da Cass. 13 giugno 2019, n. 15870, cit., 409, seppure in *obiter dicta*) che richiede, per il perfezionamento della surroga, in aggiunta al pagamento, la comunicazione al terzo responsabile di avere pagato e di volersi surrogare al proprio assicurato. La tesi dell'automaticità della surroga, come di tutte le ipotesi di subingresso, è stata sostenuta in maniera riteniamo persuasiva da C. SANTAGATA, *op. cit.*, 1204 ss., spec. 1209 ss.; L. BUTTARO, *Assicurazione contro i danni*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, 517; N. GASPERONI, *La c.d. surroga*, cit., 626 ss., pur prendendo le mosse da un – non condivisibile – accostamento dell'istituto al fenomeno della cessione legale del credito.

quanto la legge appare, sotto il profilo letterale, sufficientemente chiara in tale direzione<sup>50</sup>, ma anche considerando, dal punto di vista squisitamente logico, la dinamica del rapporto obbligatorio: non può, infatti, non conseguire alla piena realizzazione dell'interesse dell'assicurato, che avviene con l'acquisizione dell'indennizzo, la perdita immediata del diritto di credito dello stesso nei confronti del danneggiante e la contestuale insorgenza di una analoga posizione creditoria nella sfera dell'impresa solvente.

Altro problema è stabilire se tale avvicendamento di posizioni attive abbia alla base un effetto propriamente traslativo-derivativo o, invece, estintivo-novativo del diritto di credito originario dell'assicurato nei confronti del terzo. Si dovrebbe, infatti, chiarire se la realizzazione dell'interesse del creditore, provocata dal pagamento dell'indennizzo, determini il trapasso dell'originario diritto di credito – o di una porzione di tale diritto in caso di surroga parziale<sup>51</sup> – dalla sfera di questo a quella del *solvens*<sup>52</sup>, oppure se, in realtà, si verifichi un effetto diverso, di natura sostanzialmente novativa. Considerando quest'ultima ipotesi, ci si potrebbe ulteriormente domandare se avvenga l'estinzione del solo diritto di credito dell'assicurato e la contestuale nascita di un nuovo diritto, nel contesto dell'originario rapporto obbligatorio che resta in piedi<sup>53</sup>, oppure se si verifichi l'estinzione (anche) di quest'ultimo e la contestuale nascita di un nuovo rapporto con il medesimo oggetto tra danneggiante ed impresa nel contesto di una vicenda totalmente novativa.

L'annosa questione sottesa a tali interrogativi – comune peraltro, a tutte le ipotesi di solidarietà ad interesse esclusivo, nell'ambito delle quali opera, accanto al regresso *ex art.* 1299 c.c., anche la surroga legale *ex art.* 1203 c.c. (arg. *ex artt.* 1949 e 1950 c.c.) – non può essere qui affrontata, salvo limitarsi a concordare convintamente sulla continuità – sostenuta a vario titolo – dell'originario rapporto obbligatorio<sup>54</sup>, pur senza poter ulteriormente precisare, in questa sede, se, all'interno di questo rapporto, la realizzazione dell'interesse del creditore-assicurato determini un fenomeno traslativo del diritto di credito originario (o di una porzione di esso in caso di surroga parziale) in capo al

<sup>50</sup> Lo rilevano, correttamente, G. SCALFI, *I contratti*, cit., 247 e N. GASPERONI, *op. cit.*, 626.

<sup>51</sup> Sugli effetti dell'adempimento parziale in caso di surroga, cfr. B. CARPINO, *Del pagamento*, cit., 139, il quale ritiene che avvenga una scissione dell'originario diritto di credito.

<sup>52</sup> Come recentemente ha statuito Cass. 13 giugno 2019, n. 15870, cit., 409, secondo cui «la surrogazione, dunque, secondo la giurisprudenza, dà luogo *ad un trasferimento a titolo derivativo* del credito vantato dal surrogato verso il terzo responsabile e non già ad un fenomeno novativo, come pure sostenuto da parte della dottrina» (enfasi aggiunta). Nello stesso senso, B. CARPINO, *op. cit.*, 18 ss.; P.M. VECCHI, *Il pagamento con surrogazione*, in *Diritto civile*, diretto da N. LIPARI-P. RESCIGNO e coordinato da A. ZOPPINI, III, *Le obbligazioni*, 2, *Il rapporto obbligatorio*, Milano, 2009, 264 s.; F. VENOSTA, *Del pagamento con surrogazione*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2012, 656. Tale convinzione è stata, inoltre, espressa, sebbene evitando di far riferimento a vicende traslative ma limitandosi ad evocare un generico effetto successorio, da A. MAGAZZÙ, *op. cit.*, 1520 ss., spec. 1526.

<sup>53</sup> Così, R. NICOLÒ, *L'adempimento*, cit., 99 s., il quale rileva che «nella surrogazione si ha estinzione del diritto di credito originario ma permanenza dell'obbligo». Aderiscono a tale impostazione, C. SANTA-GATA, *op. cit.*, 1178 ss.; M. PROSPERETTI, *Il pagamento con surrogazione*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. RESCIGNO, II ed., 9, t. I, Torino, 1999, 158 s.

<sup>54</sup> V., in aggiunta agli Autori citati alle note precedenti, F. PIRAINO, *L'adempimento del terzo e l'oggetto dell'obbligazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, 331 ss., spec. 339; G. SCALFI, *op. cit.*, 246, secondo cui opererebbe una successione «non nella posizione giuridica del creditore, ma nella obbligazione, come nelle obbligazioni ambulatorie»; O. BUCCISANO, *La surrogazione*, cit., 78 ss., spec. 85, il quale, nel contesto di un ragionamento non sempre lineare, giunge comunque a riconoscere «la permanenza dell'obbligo gravante sul debitore originario».

subentrante<sup>55</sup>, oppure propriamente estintivo di siffatto diritto di credito o della porzione di esso, con contestuale insorgenza di altro identico diritto in capo al subentrante medesimo<sup>56</sup>.

Passando alla seconda questione posta in principio, pur prendendo atto che l'art. 1916 c.c. è astrattamente derogabile – in quanto non rientra tra le disposizioni indicate come inderogabili dall'art. 1932 c.c. – l'automaticità del subingresso conduce, a nostro avviso, ad escludere che il diritto di surroga sia rinunciabile in senso stretto dall'impresa con efficacia verso l'assicurato. Nessuna pattuizione può infatti impedire che il diritto di questo al risarcimento del danno si estingua all'atto del pagamento dell'indennizzo in quanto, per le ragioni ampiamente illustrate, siffatto pagamento realizza lo stesso interesse creditorio che sarebbe stato deputato a soddisfare il risarcimento. Altro discorso, come si preciserà tra breve, è interpretare la rinuncia come una cessione preventiva dall'impresa all'assicurato del credito futuro ed incerto che sorgerà in capo alla stessa per effetto della surroga automatica.

Il discorso è completamente diverso con riguardo alla posizione del terzo responsabile, in ordine alla quale è senz'altro ammissibile la rinuncia – sia essa espressa o tacita – successiva al pagamento dell'indennizzo e, quindi, al subingresso dell'impresa nella titolarità del credito, ed essa si concreta in un comune atto di remissione del debito verso il responsabile<sup>57</sup>. È però anche ammissibile la clausola di rinuncia preventiva nei confronti del responsabile – peraltro solitamente apposta nelle assicurazioni per conto di chi spetta<sup>58</sup> – atta a realizzare una copertura del rischio analoga a quella che vi sarebbe stata in caso di assicurazione della responsabilità del terzo<sup>59</sup> con una sorta di stipulazione a suo favore<sup>60</sup>.

Rimane, dunque, irrisolto, come anticipato, il caso in cui l'obiettivo perseguito dalle parti del contratto assicurativo, con l'apposizione della clausola di rinuncia, è quello di favorire l'assicurato consentendogli di agire nei confronti del terzo responsabile per conseguire anche il risarcimento in aggiunta all'indennizzo (*breviter* l'ipotesi della rinuncia preventiva con effetto verso l'assicurato).

Ebbene riteniamo che la strada più coerente con l'automaticità del subingresso, sia quella, poc'anzi accennata, di pattuire in polizza la cessione dall'impresa all'assicurato del credito futuro ed incerto derivante dalla surroga automatica, in modo che nel momento in cui questo credito dovesse sorgere in capo all'impresa, esso si trasferisca au-

<sup>55</sup> Come sostengono gli Autori menzionati alla nt. 52. Assai peculiare appare, in proposito, la posizione di C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano, 1990, 358, il quale reputa di poter conciliare l'effetto estintivo, determinato dall'adempimento del *solvens*, con il trasferimento del credito in capo a questo: «proprio l'istituto della surrogazione attesta che l'adempimento può dar luogo *ad una estinzione relativa del rapporto obbligatorio*, nel senso che esso realizza il diritto del creditore nei confronti del debitore senza impedire che tale diritto passi ad un nuovo creditore, *secondo lo schema traslativo*» (enfasi aggiunte).

<sup>56</sup> Come sostengono gli Autori menzionati alla nt. 53.

<sup>57</sup> Così, tra i tanti, G. SCALFI, *op. cit.*, 240; E. BOTTIGLIERI, *op. cit.*, 250.

<sup>58</sup> Per evitare che il contraente-danneggiante sia esposto alla surroga e, quindi, perda l'interesse alla stipulazione.

<sup>59</sup> Così, tra gli altri, S. FERRARINI, *op. cit.*, 404, il quale rileva, a sostegno di tale accostamento alla assicurazione della responsabilità del terzo, la significativa limitazione legale al diritto di surroga dell'assicuratore nei confronti del vettore (terzo) responsabile dei danni al passeggero assicurato, posta dall'art. 1000 c. ass. e riferita ai soli casi di colpa grave o dolo dello stesso vettore.

<sup>60</sup> V., in luogo di altri, G. CASTELLANO, *La rinuncia al diritto di surroga nell'assicurazione della responsabilità civile*, in *Foro it.*, I, 1, 1960, 1850 ss.

automaticamente all'assicurato. È appena il caso di precisare che tale operazione non si porrebbe in contrasto con il principio indennitario, in quanto l'assicurato non otterrebbe, sulla base della garanzia assicurativa, un indennizzo superiore al danno subito; conseguirebbe, invece, un vantaggio patrimoniale di altra natura derivante dalla scelta dell'impresa – consentita dall'autonomia privata – di stabilire una condizione contrattuale particolarmente favorevole ed incentivante analoga a quella che, per intendersi, potrebbe derivare da uno sconto significativo sui premi richiesti ovvero dalla assunzione, a fronte dello stesso premio, di un rischio aggiuntivo.

7. *L'ambito di applicazione dell'art. 1916 c.c.* – Il legislatore include la surroga assicurativa nel perimetro dell'assicurazione contro i danni precisando però che essa trova applicazione «anche alle assicurazioni contro gli infortuni sul lavoro e contro le disgrazie accidentali». Di qui due indicazioni, implicite ma sicure: (i) l'istituto non è compatibile con le assicurazioni sulla vita; (ii) l'istituto non è limitato alle assicurazioni contro ai danni alle cose ma si riferisce anche a quelle contro i danni alle persone, quali sono l'assicurazione contro gli infortuni e le disgrazie accidentali.

Il fondamento delle indicazioni è abbastanza chiaro.

Iniziando dalle assicurazioni sulla vita, va ricordato che, quando si tratta di assicurazioni di sopravvivenza, la prestazione dell'impresa – consista in un capitale o, come avviene solitamente, in una rendita – ha la funzione, avente carattere solidaristico-previdenziale, di consentire al beneficiario, al raggiungimento di una data età, di far fronte alle esigenze economiche che presumibilmente insorgeranno in quella fase della vita. Si tratta, quindi, di interessi previdenziali di natura, per intendersi, “pensionistica” o, come è stato di recente precisato<sup>61</sup>, di tipo assistenziale-solidaristico; analoghi cioè a quelli che mira a soddisfare, talvolta senza riuscirci integralmente, il sistema previdenziale obbligatorio<sup>62</sup>. Trattasi di interessi affatto differenti da quelli che mira a realizzare il risarcimento dei danni non patrimoniali alla persona, dovuto all'assicurato dal responsabile, qualora il primo risulti danneggiato da un comportamento ascrivibile al secondo: sebbene sottratto alle logiche del calcolo meramente economico e quindi al principio della riparazione integrale (almeno nel senso che tale principio assume in materia di danno patrimoniale)<sup>63</sup>, infatti, deve riconoscersi anche al danno non patrimoniale una funzione almeno in parte compensativa<sup>64</sup> e, comunque, pur sempre riparato-

---

<sup>61</sup> Cass. 8 aprile 2021, n. 9380.

<sup>62</sup> Sia consentito, anche per i necessari riferimenti, un rinvio a P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 83 ss.; ID., più recentemente, *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. dir. civ. comm. Cicu-Messineo*, già diretto da L. MENGONI-P. SCHLESINGER, continuato da V. ROPPO-F. ANELLI, Milano, 2021, 51 ss. In ordine alla funzione previdenziale realizzata dal contratto di assicurazione sulla vita si veda la fondamentale Cass., sez. un., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 1282.

<sup>63</sup> Così, condivisibilmente, C. SALVI, *Le funzioni*, cit., 2508; ID, *La responsabilità civile*, cit., 41.

<sup>64</sup> In tal senso, tra gli altri, E. NAVARRETTA, *Il contenuto del danno non patrimoniale e il problema della liquidazione*, in *Il danno non patrimoniale (Principi, regole e tabelle per la liquidazione)* a cura di E. NAVARRETTA, Milano, 2010, 88 ss., la quale opportunamente distingue, nel contesto della struttura composta del danno non patrimoniale, la funzione solidaristico-compensativa assunta dal danno biologico – suscettibile di essere “monetizzato” con criteri sufficientemente certi dalla scienza medico-legale attraverso la misurazione della patologia psico-fisica con i parametri della invalidità temporanea o permanente – da quella solidaristico-satisfattiva da riconoscere alle altre voci di danno non patrimoniale.

ria per il danneggiato<sup>65</sup>. Per questa ragione non v'è dubbio che la prestazione dell'impresa e quella del terzo responsabile possano cumularsi e, quindi, non vi sia spazio per la surroga.

Analogo discorso vale per le assicurazioni sulla morte del contraente nel caso in cui i beneficiari della prestazione assicurativa e i titolari del diritto al risarcimento coincidono<sup>66</sup>. La diversità dell'interesse realizzato dal rapporto che ha fonte nell'assicurazione e da quello risarcitorio, rende, invero, sicuramente cumulabili le prestazioni che ne costituiscono l'oggetto. Mentre, infatti, l'assicurazione sulla vita è volta a consentire ai beneficiari di mantenere, quanto più possibile, il tenore di vita che avevano quando era in vita il contraente, il risarcimento dei danni, invece, ha una funzione pur sempre riparatoria (nel senso poc'anzi precisato), seppure orientata ad alleviare le conseguenze della perdita del rapporto parentale<sup>67</sup>.

Ciò consente di osservare, in definitiva, che gli interessi realizzati dall'assicurazione sulla vita in tutte le sue manifestazioni sono affatto differenti da quelli che mira a soddisfare il risarcimento dei danni alla persona, sia a favore dell'assicurato (in caso di sopravvivenza dello stesso) che a favore dei parenti sopravvissuti (in caso di morte dell'assicurato). Essendo quindi il cumulo sempre possibile, il legislatore non poteva che escludere la surroga<sup>68</sup>.

Passando all'assicurazione contro gli infortuni, rileviamo che essa, non diversamente da quella sulla vita, realizza una finalità previdenziale, in quanto tutela un interesse di natura personale, quale la salute, e non meramente patrimoniale come avviene nella gran parte delle assicurazioni di cose o del patrimonio<sup>69</sup>. Ciò nonostante l'art. 1916, comma 4, c.c., come si è visto, ha espressamente previsto la surroga.

Occorre, dunque, soffermarsi brevemente sulle ragioni di questa scelta che potrebbero non apparire immediate.

Va premesso che i vari interessi ritenuti di natura previdenziale, pur avendo come elemento caratterizzante il riferimento a valori personali riconducibili, nella sostanza,

---

<sup>65</sup> Si tratta dell'impostazione seguita dalla giurisprudenza prevalente e recentemente ben illustrata e ribadita da Cass. 28 settembre 2018, n. 23469, in *Resp. civ. prev.*, 2019, 503 ss., con ampia nota di C. SCOGNAMIGLIO, *La giurisprudenza della Corte di Cassazione in materia di risarcimento del danno non patrimoniale tra continuità e innovazione*, 508 ss., spec. 512 s., il quale sottolinea il contributo della decisione alla costruzione di uno statuto del danno non patrimoniale con riguardo ai requisiti della unitarietà e onnicomprensività dello stesso, nell'ambito della realizzazione di finalità sia soddisfatto, con riguardo al senso di giustizia della vittima, che sanzionatorie dell'illecito. Ciò coerentemente alla già evocata funzione polifunzionale della responsabilità (*supra*, n. 3, nt. 22).

<sup>66</sup> È superfluo ricordare che tali soggetti possono anche non coincidere, come avviene, ad esempio, quando la prestazione dell'impresa è destinata all'ente che ha erogato un finanziamento all'assicurato mentre gli eventuali titolari del diritto al risarcimento dei danni per la morte dell'assicurato sono i di lui parenti.

<sup>67</sup> Sui caratteri del danno da perdita del rapporto parentale v., recentemente, Cass. 13 novembre 2020, n. 25843, in *Ass.*, 2021, 137 e Cass. 11 novembre 2019, n. 28989, in *Resp. civ. prev.*, 2020, 1901, con ampia nota di F. MOLINARO.

<sup>68</sup> Su queste basi la Suprema Corte (Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12564, cit., 1933) ha stabilito che il danno patrimoniale patito dal coniuge di persona deceduta, consistente nell'aiuto economico offerto dal defunto si cumula con la pensione di reversibilità accordata al coniuge medesimo. La pensione, infatti, ha la funzione di fornire «una forma di tutela previdenziale nella quale l'evento protetto è la morte, vale a dire un fatto naturale che, secondo una presunzione legislativa, crea una situazione di bisogno per i familiari del defunto, i quali sono i soggetti "protetti", ossia una funzione del tutto diversa rispetto alle finalità di "rimuovere le conseguenze prodottesi nel patrimonio del danneggiato per effetto dell'illecito del terzo"».

<sup>69</sup> V. P. CORRIAS, *Le assicurazioni*, cit., 72 ss.

alla categoria dei cc.dd. “diritti sociali”<sup>70</sup>, non presentano sempre le stesse caratteristiche, ma possono differenziarsi anche profondamente tra loro. Nello specifico, altro è l’interesse di natura solidaristico-assistenziale-previdenziale a difendere il tenore di vita che si è acquisito a fronte di accadimenti, quali la sopravvivenza ad una data età (*id est*, la longevità) o la morte di un congiunto, che potrebbero metterlo in discussione ed altro è ottenere un ristoro di natura pecuniaria per affrontare la condizione nella quale ci si viene a trovare in ragione della menomazione della salute derivante dall’infortunio o dalla disgrazia accidentale. Trattasi, si ripete, di interessi che, quantunque entrambi attinenti alla sfera della persona e, come tali, non riducibili al piano strettamente patrimoniale e, quindi, definibili “previdenziali”, differiscono profondamente.

Ebbene può constatarsi che mentre il primo interesse, al mantenimento di un adeguato tenore di vita, come si è poc’anzi tentato di dimostrare, si differenzia nettamente da quello alla cui soddisfazione mira il risarcimento dei danni non patrimoniali alla persona (eventualmente dovuto da un terzo responsabile), il secondo, al ristoro pecuniario che consenta di affrontare meglio la menomazione alla salute, invece, coincide quasi completamente con quello assicurato dal rimedio risarcitorio. Di qui, nella prima ipotesi, la cumulabilità delle prestazioni dell’impresa e del terzo responsabile con conseguente esclusione della surroga e, nelle seconde, la non cumulabilità e la relativa facoltà di surroga<sup>71</sup>.

La messa a fuoco, in questi termini, della natura composita degli interessi all’interno della stessa funzione che abbiamo indicato come genericamente previdenziale, consente, a nostro avviso, anche di impostare correttamente l’ultima questione evocata in principio e attinente, come si ricorderà, all’applicabilità della surroga alle assicurazioni contro gli infortuni mortali e ad altri rapporti *lato sensu* previdenziali che prevedano l’erogazione di prestazioni in caso di morte dell’assicurato.

Iniziamo ad osservare che quando il rischio assicurato nell’ambito dell’assicurazione contro gli infortuni contempla anche l’evento morte, beneficiario della prestazione in caso di morte sarà evidentemente un soggetto diverso dall’assicurato. Dunque l’interesse alla prestazione assicurativa del quale è portatore il terzo-beneficiario, non riguarda il ristoro o la riparazione di un danno alla persona – del quale, invece, potrebbe eventualmente usufruire l’assicurato infortunato nel caso in cui l’evento non si riveli mortale –, ma la protezione del tenore di vita a fronte della scomparsa del congiunto infortunato, non diversamente da quanto avviene nelle comuni assicurazioni sulla morte quando questa è determinata da una causa diversa dall’infortunio (quali la malattia o il suicidio)<sup>72</sup>. Il risarcimento del danno eventualmente dovuto dal responsabile del-

<sup>70</sup> Per la compiuta illustrazione del tentativo di individuare l’area degli interessi previdenziali con il riferimento ai diritti sociali sia consentito un ulteriore rinvio a P. CORRIAS, *Le assicurazioni*, cit., 57 ss.

<sup>71</sup> La non cumulabilità delle prestazioni assicurativa dell’ente previdenziale e risarcitoria del terzo danneggiante, in caso di infortunio non mortale provocato all’assicurato da quest’ultimo, è stata recentemente sancita dalle menzionate sentenze gemelle del 2018 (Cass., sez. un., 22 maggio 2018, nn. 12565, 12566, 12567, cit., 1897 ss.); in tale direzione, successivamente, Cass. 5 novembre 2020, n. 24633 in *Ass.*, 2021, 125; Cass. 5 luglio 2019, n. 18050; Cass. 11 giugno 2014, n. 13233, cit., 2062; va però ricordato che tale impostazione non è stata sempre condivisa, dovendosi riscontrare un orientamento favorevole al cumulo delle due prestazioni: Cass. 30 agosto 2016, n. 17407; Cass. 30 settembre 2014, n. 20548.

<sup>72</sup> In tal senso v., Cass., sez. un., 10 aprile 2002, n. 5119, cit., 117 s., secondo cui nel caso in cui venga assunta la garanzia anche dell’infortunio mortale «viene in considerazione un rischio che è tipico dell’assicurazione vita: il rischio assicurato, ancorché collegato ad una specifica causa (l’infortunio), è, in-

l'infortunio mortale al parente superstite, titolare anche del beneficio assicurativo, realizza quindi l'interesse alla riparazione della integrità psico-fisica derivante dalla perdita del congiunto ben diverso da quello di tipo solidaristico attuato dal contratto di assicurazione. Per questa ragione reputiamo che le prestazioni assicurativa e risarcitoria siano cumulabili e che, quindi, non sia ipotizzabile alcuna surroga<sup>73</sup>.

Ciò posto, riteniamo che alla luce di tale criterio vadano valutate tutte le ipotesi di coincidenza tra prestazioni previdenziali (anche se di natura non strettamente assicurativa) conseguenti alla morte di un soggetto e prestazioni risarcitorie dovute dal terzo responsabile, come del resto si è correttamente espressa la Suprema Corte, escludendo le interferenze tra pensione di reversibilità e risarcimento del danno al coniuge superstite<sup>74</sup>.

---

fatti, pur sempre costituito dalla morte, e cioè da un evento attinente alla vita umana, e non alla persona, come l'infortunio invalidante». Impostazione recentemente confermata da Cass. 8 aprile 2021, n. 9380; in senso adesivo, inoltre, Trib. Crotone 9 settembre 2020, in *De Jure*.

<sup>73</sup> Così, Cass., sez. un., 10 aprile 2002, n. 5119, cit., 118 s.; Cass. 8 aprile 2021, n. 9380; Trib. Reggio Emilia 2 marzo 2016, n. 315, in *De Jure*; App. Milano 23 novembre 2016, n. 4363, *ivi*.

<sup>74</sup> Cass., sez. un., 22 maggio 2018, n. 12564, cit., 1933; Cass. 10 marzo 2014, n. 5504; *contra*, precedentemente, Cass. 13 giugno 2014, n. 13537, la quale ha negato il cumulo tra pensione di reversibilità e risarcimento del danno sostenendo che «la pensione di reversibilità ha lo scopo di alleviare il peso economico derivante dalla morte del congiunto, e dunque ristora il medesimo pregiudizio (patrimoniale) causato dal responsabile».



# IL PRINCIPIO DELLA REMUNERAZIONE ADEGUATA E PROPORZIONATA

di *Alessandro Cogo*

SOMMARIO: 1. Inquadramento del tema. – 2. Il principio della remunerazione adeguata e proporzionata: coordinate generali. – 3. L’attuazione del principio in Italia. – 4. Il nuovo art. 107, co. 2, l.a.

1. *Inquadramento del tema.* – I lavori preparatori della dir. Ue 2019/790 sul diritto d’autore nel mercato unico digitale sono stati accompagnati da un dibattito ampio e acceso, al cui centro sono finite, a torto o a ragione, le disposizioni intese a colmare il cd. *value gap*, vale a dire la differenza tra il valore generato dalla circolazione di opere e altri contenuti protetti sulla rete e i profitti raccolti dai titolari di diritti. Queste disposizioni, divenute legge a dispetto delle molte critiche piovute non solo dai futuri onerati ma anche da ampia parte dell’accademia e della società civile, hanno rafforzato la protezione accordata ai titolari di diritti nei confronti dei cd. prestatori di servizi intermediari, e cioè – specialmente – di alcune notissime e floride società tecnologiche che agevolano l’accesso e la condivisione di contenuti spesso protetti da diritti esclusivi altrui senza per questo qualificarsi – per lo meno all’ombra del diritto previgente<sup>1</sup> – come utilizzatrici dirette di tali contenuti e senza essere pertanto tenute a pagare alcunché<sup>2</sup>.

Di per sé, questa stretta nei confronti dei *provider* si presenta come ultimo (per il momento) capitolo di una storia iniziata con l’approvazione dell’accordo TRIPS nel 1994, proseguita con i trattati WIPO sul diritto d’autore e i diritti connessi del 1996 e, per noi europei, culminata nella dir. 2001/29/Ce, poi seguita da una serie di provvedimenti ulteriori di minore portata. Una storia che narra dell’intensificazione costante della protezione del diritto d’autore e di taluni diritti connessi per fronteggiare le sfide portate dal digitale e dalle reti di comunicazione elettronica alla capacità effettiva dei titolari di diritti di controllare in modo ragionevolmente efficace l’accesso ai contenuti protetti al fine di poter esigere un prezzo da coloro che siano interessati a fruirne. E che si arricchisce ora di un parziale superamento del regime di vantaggio accordato ai prestatori di servizi intermediari, in origine motivato principalmente dall’intenzione di stimolare gli investimenti necessari per la costruzione e lo sviluppo della rete nonché per il fiorire del commercio elettronico<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Ho espresso la mia posizione sul punto in *Online content-sharing platforms as users of copyrighted contents*, in *AIDA*, 2019, 3 ss.

<sup>2</sup> Sul tema v. il contributo di G. FROSIO pubblicato in *Giur. it.*, 2022, 1288 ss., anche per riferimenti all’ampia letteratura in materia.

<sup>3</sup> Per noi europei il riferimento è specialmente agli artt. 12 ss. della dir. 2000/31/Ce, che si inseriscono nel programma definito dai considerando 1-9 della medesima. Che poi la scelta di intervenire su questo as-

Ciò che distingue quest'ultimo intervento europeo dai precedenti sul piano della linea generale di politica del diritto è però l'affiancamento alle regole volte a rafforzare l'esclusiva – ovvero alle regole rivolte ai terzi, a coloro cioè che non siano titolari dei diritti né agiscano col loro consenso – di disposizioni che riguardano invece i “rapporti interni” tra titolari originari dei diritti d'autore o connessi e i loro aventi causa, quali ad esempio editori, produttori discografici o cinematografici, emittenti televisive, piattaforme di distribuzione VOD e via di questo passo, vale a dire tra coloro che tradizionalmente uniscono i loro sforzi per la creazione e diffusione di contenuti originali.

Queste regole esprimono l'idea – non nuova, neppure nel diritto UE<sup>4</sup> – che l'auspicato recupero del “*value gap*” non vada esclusivamente a vantaggio dell'industria culturale e raggiunga invece effettivamente creativi e artisti<sup>5</sup>. Ciò per rendere giustizia all'obiettivo – spesso dichiarato ma non sempre adeguatamente presidiato – di preservare, tramite il rafforzamento dell'esclusiva, la funzione del diritto d'autore e di taluni diritti connessi d'incentivare la creatività e il lavoro artistico<sup>6</sup>.

Ad onor del vero, contenuto e portata delle regole qui discusse trascendono tuttavia la contingenza, e cioè la necessità di giustificare il giro di vite nei confronti dei *provider* sull'altare della funzione ultima del sistema del diritto d'autore. Esse vanno ben oltre, candidandosi a ridisegnare la meccanica di funzionamento dei rapporti tra autori, artisti e impresa culturale con esiti allo stato difficili da valutare, specie dal punto di vista della tenuta di modelli tradizionali di regolazione dei rapporti reciproci, e implicazioni di natura sistematica sul piano della funzione e forse della natura del diritto d'autore e dei diritti connessi degli artisti interpreti o esecutori. Del resto, esse traggono ispirazione da un ordinamento – quello tedesco – che risponde ad una concezione del diritto d'autore – quella monistica – diversa dalla nostra e, anche nel modello di provenienza, al tempo della loro introduzione sono state ritenute possedere un impatto sistematico tale da giustificare la riformulazione degli obiettivi dichiarati della protezione accordata agli autori<sup>7</sup>.

---

setto possa dirsi saggia, anche e soltanto dal punto di vista del buon funzionamento del mercato unico digitale, resta da dimostrare. La letteratura sul tema è vasta; per una presentazione sintetica di alcune delle argomentazioni critiche maggiormente condivise v. European Copyright Society, *General Opinion on the EU Copyright Reform Package*, 2017, su <https://europeancopyrightsociety.org/>, 6 s.

<sup>4</sup> Il pensiero corre soprattutto alla prima direttiva in materia di diritto d'autore (92/100/Cee), che esprimeva da questo punto di vista una sensibilità che ha stentato a manifestarsi in quelle successive, con l'eccezione della direttiva sul diritto di seguito (2001/84/Ce) e di quella sul prolungamento della durata dei diritti connessi sui fonogrammi (2011/77/UE).

<sup>5</sup> Non manca però una disposizione, l'art. 12 dir., che autorizza gli Stati membri ad uno spostamento di ricchezza in direzione opposta. Per le origini di questa disposizione e per taluni, condivisibili, rilievi critici v. European Copyright Society, *op. cit.*, 6 s.

<sup>6</sup> Si veda specialmente il considerando 9 della dir. 2001/29/Ce, che, se confrontato con le disposizioni precettive cui si accompagna, mostra in modo evidente lo scarto tra obiettivi dichiarati e misure in concreto adottate per realizzarli. Per riferimenti agli studi economici che dimostrano la necessità di un intervento a tutela dei creativi v. European Copyright Society, *Comment of the European Copyright Society Addressing Selected Aspects of the Implementation of Articles 18 to 22 of the Directive (EU) 2019/790 on Copyright in the Digital Single Market*, 2020, su <https://europeancopyrightsociety.org/>, 3.

<sup>7</sup> Quando fu introdotto il principio della *angemessene Vergütung* si decise di modificare il §11 UrhG per riflettere l'arricchimento delle finalità perseguite dal diritto d'autore: «*Das Urheberrecht schützt den Urheber in seinen geistigen und persönlichen Beziehungen zum Werk und in der Nutzung des Werkes. Es dient zugleich der Sicherung einer angemessenen Vergütung für die Nutzung des Werkes*».

2. *Il principio della remunerazione adeguata e proporzionata: coordinate generali.*  
– Il dispositivo predisposto dalla dir. Ue 790/2019 per proteggere gli autori e gli artisti interpreti o esecutori, quale parte tipicamente debole nei rapporti contrattuali con cessionari e licenziatari dei diritti sulle loro opere e prestazioni protette, si articola su più livelli: *i)* l'enunciazione del principio secondo cui ad autori e artisti spetta una remunerazione adeguata e proporzionata a fronte della cessione o della concessione in licenza dei diritti loro spettanti su opere e prestazioni protette (art. 18 dir.); *ii)* l'imposizione di obblighi informativi a cessionari, licenziatari e loro aventi causa per consentire ad autori e artisti di monitorare i proventi generati dallo sfruttamento delle loro opere e prestazioni (art. 19); *iii)* l'attribuzione ad autori e artisti del diritto ad una remunerazione ulteriore, adeguata ed equa per il caso in cui quella originariamente pattuita si riveli sproporzionatamente bassa a fronte dei proventi generati dallo sfruttamento dell'opera o della prestazione protette (art. 20 dir.); *iv)* l'attribuzione ad autori e artisti del diritto alla revoca dei diritti ceduti o concessi in caso di loro ingiustificato inutilizzo (art. 22 dir.); *v)* l'obbligo per gli Stati membri di mettere a disposizione procedure di soluzione alternativa delle controversie che agevolino l'esercizio da parte di autori e artisti del diritto d'informazione (*ii*) e di quello alla remunerazione addizionale (*iii*) (art. 21 dir.)<sup>8</sup>.

In pendenza del termine per il recepimento della direttiva si è sviluppato un certo dibattito sul significato da attribuirsi all'art. 18 dir., e cioè alla disposizione che – come si è appena ricordato – enuncia il principio della remunerazione adeguata e proporzionata degli autori e degli artisti. Una prima lettura<sup>9</sup> ne ha dedotto *de plano* l'obbligo per il legislatore domestico d'introdurre non soltanto misure capaci di correggere, integrandola *ex post*, la remunerazione liberamente pattuita qualora si riveli eccessivamente bassa in rapporto ai proventi effettivamente realizzati grazie allo sfruttamento delle opere o delle prestazioni interessate, così come indubitabilmente imposto dall'art. 20 dir., ma anche l'obbligo di predisporre un qualche meccanismo per far sì che il compenso riconosciuto ad autori e artisti sia *ab origine* adeguato e proporzionato al valore economico presumibile dei diritti negoziati, per definizione d'ipotesi in un momento – quello della cessione o concessione in licenza – nel quale ancora non si sa quanto effettivamente frutterà il loro esercizio. Altri hanno espresso un'opinione più cauta, ritenendo che un'incursione così profonda nell'autonomia privata non fosse in realtà imposta dall'art. 18 dir., per quanto certamente non in disaccordo con la *ratio* che lo ispira<sup>10</sup>. Ciò che avrebbe consentito al nostro legislatore di recepire la direttiva limitandosi ad introdurre e disciplinare i diritti all'informazione, all'adeguamento e alla revoca previsti dagli artt. 19, 20 e 22 dir. o, al limite, di affiancarvi interventi circoscritti di protezione anticipata e più intensa solo in presenza di ragioni specifiche di preoccupazione per la capacità di autori e artisti di negoziare

---

<sup>8</sup> Per una prima analisi sistematica di queste disposizioni si veda E. ROSATI, *Copyright in the Digital Single Market*, Oxford, 2021, 360 ss.

<sup>9</sup> Cfr. P. FABBIO, *Il diritto del creativo ad una remunerazione adeguata e proporzionata nella Direttiva Digital Copyright*, in *AIDA*, 2019, 91 s.

<sup>10</sup> Cfr. M. BERTANI, *Tra paternalismo ed autonomia negoziale: il nuovo assetto dei rapporti fra autore ed impresa culturale nel digital single market*, in *ODC*, 2020, 474.

accordi equi. Per parte mia tendo a pensare che storia<sup>11</sup>, lettera<sup>12</sup> e spirito<sup>13</sup> dell'art. 18, nonché il contesto in cui tale disposizione si colloca<sup>14</sup>, depongano contro l'idea che esso si risolva nell'esplicitazione della *ratio* delle regole dettagliate negli articoli successivi e dei principi – libertà contrattuale ed equo bilanciamento di diritti e interessi – alla luce dei quali calibrarne l'applicazione o, all'occorrenza, valutare le misure di maggior tutela che gli Stati decidano volontariamente di (conservare o) introdurre. Riterrei invece che l'art. 18 dir. obblighi in effetti gli Stati ad introdurre meccanismi atti a garantire agli autori e agli artisti una remunerazione adeguata e proporzionata al *valore attuale o potenziale dei diritti* ceduti o concessi in licenza, e cioè stimato in una prospettiva *ex ante* e non accertato in una prospettiva *ex post*, come postula invece il diritto alla correzione *ex art. 20 dir.*<sup>15</sup>. Al contempo, non vi è dubbio che l'art. 18 dir. lasci agli Stati una libertà di manovra ampia ancorché limitata, atteso il richiamo al rispetto dell'autonomia contrattuale e alla necessità di realizzare un equo bilanciamento di diritti e interessi. Principi, questi, cui si dovrà prestare attenzione specifica nell'interpretazione e applicazione delle soluzioni adottate nel nostro Paese in sede di recepimento.

---

<sup>11</sup> La proposta originaria di direttiva contemplava unicamente il diritto di informazione e la c.d. *best-seller clause*. Il principio della remunerazione adeguata e proporzionata e il diritto di revoca sono stati introdotti soltanto in una fase avanzata dei lavori preparatori, verosimilmente anche in risposta alle critiche sollevate da più parti circa la prevedibile scarsa efficacia delle misure inizialmente previste. Sul punto v. ad es. European Copyright Society, *General Opinion*, cit., 7 s.

<sup>12</sup> All'art. 18 dir. si legge infatti che gli Stati membri “*provvedono*” (“*shall ensure*” nel testo inglese; “*stellen sicher*” in quello tedesco) affinché l'obiettivo della remunerazione adeguata e proporzionata sia raggiunto.

<sup>13</sup> Poco senso avrebbero i ragionamenti condotti specialmente al considerando 73 nella prospettiva di una correzione *ex post* dell'equilibrio contrattuale. Questa correzione guarda infatti al valore effettivamente generato con lo sfruttamento economico dell'opera o della prestazione e non ha dunque nulla a che fare con il valore “potenziale” dei diritti negoziati, di cui pure il considerando parla.

<sup>14</sup> L'attuazione degli artt. 19-22 dir. non lascia margini di discrezionalità agli Stati membri così ampi da far intravedere il ricorso ai “*differenti meccanismi*” di cui parla l'art. 18 dir. e da meritare di per sé il richiamo al rispetto dei principi generali lì menzionati. D'altra parte, se davvero l'art. 18 dir. non imponesse agli Stati l'introduzione di meccanismi ulteriori rispetto a quelli dettagliati negli artt. 19 ss. dir., non si capirebbe per quale ragione l'art. 23 dir. lo includa tra le disposizioni che non si applicano agli autori di programmi per elaboratore. Né il considerando 81 offre una argomentazione uguale e contraria là dove dimentica di qualificare l'art. 18 dir. come norma di applicazione necessaria al pari degli artt. 19, 20 e 23 dir. Il legislatore europeo ha infatti lasciato agli Stati membri l'identificazione dei meccanismi attraverso i quali assicurare l'effettività del principio della adeguata e proporzionata remunerazione. È possibile, ma non è detto, che gli Stati ricorrano – come ha fatto il nostro – a regole di diritto dei contratti; in ogni caso è possibile, ma non è detto, che l'effettività di tali strumenti richieda l'espressa qualificazione della regola adottata come di applicazione necessaria.

<sup>15</sup> La contrapposizione *ex ante* – *ex post* viene utilizzata in dottrina anche ad altro fine, e cioè per descrivere la meccanica dell'intervento perequativo, che può svolgersi a monte oppure a valle della negoziazione individuale e, corrispondentemente, sollevare o gravare l'autore o l'artista dall'onere di attivarsi per far valere le sue ragioni. Così, in particolare, durante i lavori preparatori è stata sollecitata da alcuni l'introduzione di tutele *ex ante* nell'accezione ora esposta (cfr. ad es. European Copyright Society, *General Opinion*, cit., 7 s.); tutele che si ritengono non essere state imposte, nonostante l'introduzione dell'art. 18 dir., nel testo della direttiva poi entrato in vigore (cfr. ad es. European Copyright Society, *Comment of the European Copyright Society*, cit., 4; T. SHAPIRO, *Remuneration Provisions in the DSM Copyright Directive and the Audiovisual Industry in the EU: The Elusive Quest for Fairness*, in *EIPR*, 2020, 780).

3. *L'attuazione del principio in Italia.* – A questo punto viene naturalmente da domandarsi come il nostro legislatore abbia esercitato i margini di discrezionalità lasciati dalla direttiva.

Spicca, in primo luogo, la scelta di evitare enunciazioni di principio sulla scia dell'esempio tedesco e dell'art. 18 dir. In questo senso, si potrebbe dire, si è badato al sodo, preferendo interventi mirati su alcuni snodi della disciplina del diritto primario e secondario d'autore.

Sul primo versante, quello cioè del diritto primario, si è scelto di conservare, salvo qualche intervento di *restyling*<sup>16</sup>, i diritti a equa remunerazione che la l.a. da tempo riconosce ad autori e artisti in relazione a talune opere e prestazioni protette o con riguardo a certe loro modalità di sfruttamento. Diritti che, come è stato a suo tempo dimostrato in modo convincente<sup>17</sup>, trovano il loro fondamento nella legge, valgono *erga omnes*, e sono pertanto opponibili<sup>18</sup> direttamente agli utilizzatori a prescindere dall'esistenza di rapporti contrattuali che li leghino ai beneficiari<sup>19</sup>.

Sul secondo versante, quello del diritto primario, si è optato per l'aggiunta di un nuovo comma all'art. 107 l.a., in coda alla regola, da sempre vigente nel nostro ordinamento, che afferma la libera disponibilità dei diritti patrimoniali d'autore e connessi. Ora questa regola fa i conti con una limitazione, valida soltanto per gli atti di disposizione compiuti dai titolari originari: e precisamente con la nullità delle "pattuizioni" che neghino loro una remunerazione adeguata e proporzionata a fronte della cessione o concessione di diritti di utilizzazione economica<sup>20</sup>.

Si tratta di una disposizione tormentata, in cui trova tra l'altro posto l'omaggio ad alcune categorie di professionisti dell'industria culturale che hanno evidentemente saputo

<sup>16</sup> Il più rilevante dei quali sembra essere l'affidamento ad AGCom del compito di stabilire la misura del compenso dovuto in difetto di accordo tra le categorie interessate, che si inserisce in un quadro di generale enfaticizzazione del ruolo dell'Autorità nel sistema del diritto d'autore, con compiti che vanno ormai dalla soluzione di conflitti (sulla diffusione illecita di contenuti *online*, ora anche sulle piattaforme; sull'ammontare dei compensi *ex lege*; sull'adempimento degli obblighi contrattuali d'informazione) sino alla valutazione del grado di rappresentatività delle *collecting* al fine del rilascio di licenze collettive estese.

<sup>17</sup> Cfr. L.C. UBERTAZZI, *I diritti d'autore e connessi*, Milano, 2003, 85 s.

<sup>18</sup> Normalmente per mezzo delle *collecting*: sul punto v. Trib. Milano, 3 dicembre 2020, in *AIDA*, 2021, 1966 ed il rimedio (per la verità un po' pasticciato) approntato dal nuovo art. 180-ter l.a., che segna il debutto nel nostro ordinamento delle licenze collettive estese.

<sup>19</sup> Secondo l'avviso espresso ad es. da Confindustria nel proprio Position Paper sul recepimento della dir. n. 790/2019 datato gennaio 2021, p. 17, questi diritti sarebbero stati sufficienti ad attuare il principio stabilito dall'art. 18 dir., senza necessità dunque degli interventi ulteriori discussi di seguito nel testo.

<sup>20</sup> Prevede l'art. 3, co. 1, d. lgs. n. 177/2021 che «*le disposizioni del presente decreto si applicano anche alle opere e agli altri materiali protetti dalla normativa nazionale in materia di diritto d'autore e diritti connessi vigente alla data del 7 giugno 2021. Sono fatti salvi i contratti conclusi e i diritti acquisiti fino al 6 giugno 2021*». Se ne potrebbe dedurre, a contrario, che i contratti conclusi e i diritti acquisiti dopo il 6 giugno 2021, e cioè dopo la scadenza del termine fissato per il recepimento della direttiva, non siano «*fatti salvi*»; e che questo implichi anche la loro nullità *ex art.* 107, co. 2, l.a. se incompatibili con il relativo divieto. Si introdurrebbe così però una deviazione rispetto al principio generale *tempus regit actum* difficile da giustificare, sia per la normale inefficacia orizzontale delle direttive inadempite, sia per la possibilità di raggiungere un buon contemperamento degli interessi in gioco limitandosi a riconoscere la retroattività al meccanismo di correzione disciplinato dall'art. 110-quinquies l.a. Quanto poi a quest'ultima disposizione, l'art. 3 d.lgs. n. 177/2021 sembra in realtà limitarne il campo di applicazione *ratione temporis* rispetto a quello ricavabile dai principi generali di diritto intertemporale, sottraendole in particolare la disciplina degli effetti futuri di atti e contratti conclusi prima del 6 giugno 2021. Per l'inopportunità di soluzione di questo tipo v. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 10 ss.

far avvertire la propria voce nel corso dei lavori preparatori. Ad ogni buon conto, mi pare tocchi a questa disposizione un ruolo chiave nel sistema messo a punto dal nostro legislatore per attuare il principio della remunerazione adeguata e proporzionata nella sua prima declinazione, e cioè come regola volta ad assicurare una protezione immediata, che può condurre ad una correzione dell'assetto negoziale a prescindere dal manifestarsi di una sproporzione tra valore stimato dei diritti negoziati e ricavi prodotti con il loro sfruttamento, problema al quale provvede il diverso meccanismo delineato dal nuovo art. 110-*quinquies* l.a. Ad essa dedicherò pertanto questo mio primo intervento sul tema.

Prima di passare all'analisi dell'art. 107, co. 2, l.a., ritengo tuttavia necessario svolgere due ulteriori considerazioni di ordine più generale.

In primo luogo, credo vada sottolineato che questa nuova disposizione è destinata a combinarsi con le regole di diritto secondario esistenti<sup>21</sup>. Alcune di esse integrano gli accordi negoziali liberamente pattuiti con l'obiettivo diretto e immediato di assicurare agli autori una parte dei proventi generati dallo sfruttamento delle loro opere e prestazioni<sup>22</sup>. Altre agiscono invece in modo indiretto, favorendo – ove opportuno – la permanenza presso i titolari originari dei diritti di utilizzazione economica che non siano necessari per realizzare lo scopo degli atti di disposizione in favore degli utilizzatori<sup>23</sup>. Ciò al fine di consentire ad autori e artisti – ma anche agli altri titolari di diritti connessi – di conservare almeno in parte il controllo sulle sorti delle loro opere o prestazioni protette e di massimizzare le proprie chance di profitto attraverso la negoziazione di accordi separati per utilizzazioni distinte. Realizzano così un meccanismo di protezione complementare rispetto al controllo ora introdotto sull'adeguatezza *ex ante* ed *ex post* dei corrispettivi pattuiti.

In secondo luogo, mi pare necessario svolgere qualche osservazione minima sul rapporto tra la regola di diritto secondario di nuova introduzione e i diritti ad equa remunerazione rinfrescati in occasione della riforma. A mio modo di vedere, si tratta di regole destinate a trovare applicazione in parallelo, e non in alternativa, ancorché in modo coordinato: le une, cioè, tutelano l'interesse a veder remunerato adeguatamente il trasferimento dello *ius excludendi* e del conseguente potere di gestire lo sfruttamento economico dei materiali protetti; le altre considerano invece il valore d'uso dei contenuti e ne riservano una parte ai titolari originari, gravando direttamente coloro che, avendo ottenuto il consenso del "gestore", se ne servono legittimamente. Ciò, riterrei, dovrebbe essere tenuto in debita considerazione nel valutare l'adeguatezza sia del corrispettivo contrattuale sia della prestazione imposta all'utilizzatore.

#### 4. Il nuovo art. 107, co. 2, l.a. – a) Struttura, natura e ratio della norma.

Secondo quanto stabilisce il comma aggiunto all'art. 107 l.a., autori e artisti «*che concedono in licenza o trasferiscono i propri diritti esclusivi per lo sfruttamento delle loro opere o di altri materiali protetti hanno il diritto [...] a una remunerazione adeguata e proporzionata al valore dei diritti concessi in licenza o trasferiti, nonché commisurata ai ricavi che derivano dal loro sfruttamento*». A tutela di questo diritto la me-

<sup>21</sup> Sulle quali v. ad es. A. COGO, *I contratti di diritto d'autore nell'era digitale*, Torino, 2010, 162 ss.

<sup>22</sup> Cfr. artt. 46 u.co., 130 e 180, co. 4., l.a.

<sup>23</sup> Cfr. artt. 19 e 119 l.a.

desima disposizione prevede che «sono nulle le pattuizioni contrarie a quanto previsto dal presente comma».

La natura del rimedio posto a presidio del diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata conferma che esso è qui declinato come fondamento di una pretesa contrattuale, che, come tale, è opponibile dal suo titolare soltanto nei confronti della controparte diretta. D'altra parte, la nullità disposta dall'art. 107, co. 2, l.a. è funzionale alla realizzazione del diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata; il quale, a sua volta, discende dall'idea che autori e artisti siano parte normalmente debole nei contratti con i quali cedono o concedono in licenza i diritti di utilizzazione delle loro opere e prestazioni protette.

Il primo di questi profili si ripercuote su vari aspetti della disciplina, definendone il campo di applicazione oggettivo, che comprende – quantomeno dal punto di vista testuale, come si vedrà – soltanto gli atti di disposizione di cui sia parte l'autore o l'artista, e soggettivo, nel senso che la nullità può essere ragionevolmente invocata soltanto da colui a protezione del quale è disposta<sup>24</sup>.

Il secondo mi pare avere un impatto più limitato. Nulla lascia intendere infatti che l'attivazione del rimedio postuli la prova in concreto che l'autore o l'artista versasse in condizione d'inferiorità quando ha disposto dei propri diritti. Né la legge sembra dare al cessionario o licenziatario la possibilità di salvare l'accordo provando che, in concreto, l'autore o l'artista lo ha negoziato da pari. Ciò non toglie tuttavia che questo dato possa contribuire alla dimostrazione che la remunerazione pattuita, per quanto apparentemente sproporzionata, risponde a una logica capace di giustificarla.

b) Nullità dell'atto di disposizione o della clausola sul corrispettivo?

La soluzione adottata dal nostro legislatore per proteggere autori e artisti nei rapporti con i loro aventi causa, costituiti tipicamente imprese del settore della cultura e dell'intrattenimento, può destare qualche perplessità. Il giudizio sull'adeguatezza della remunerazione sembra destinato a scontare ampi margini d'incertezza, sia per la difficoltà di definire con sufficiente precisione i criteri legali<sup>25</sup> che devono guidarla, sia per la presumibile complessità (e opinabilità) della loro applicazione in concreto. Farvi dipendere la validità del contratto parrebbe dunque inopportuno e, quantomeno nell'immediato, destabilizzante, specie in considerazione delle dinamiche di settore e delle regole che disciplinano in generale la circolazione dei diritti d'autore e connessi. Lo sfruttamento economico di questi diritti avviene infatti spesso attraverso una rete di relazioni contrattuali a valle dell'accordo tra l'autore o l'artista e l'intermediario culturale che si incarica della trasformazione dell'opera o della prestazione in un prodotto culturale e della sua valorizzazione. Anche se le regole qui discusse si applicano soltanto al

---

<sup>24</sup> Si tratta di una notazione di scarso rilievo pratico. Difficile, se non impossibile, appare infatti immaginare situazioni nelle quali il cessionario o licenziatario dei diritti, o un terzo, potrebbero avere interesse a far valere la nullità qualora le si riconoscesse l'ordinaria natura assoluta. A meno di pensare ad ipotesi improbabili, quale potrebbe forse darsi qualora l'attore o l'artista si avvalga del procedimento di ingiunzione per il pagamento del compenso contrattualmente pattuito nelle forme – non usuali nella prassi – richieste dall'art. 474 c.p.c. ed incontri l'opposizione del cessionario o licenziatario che lamenti la nullità del patto su cui si fonda la pretesa allo scopo di ritardare il pagamento per il tempo necessario alla definizione del dovuto in sede contenziosa.

<sup>25</sup> Cfr. G. PRIORA, *The Principle of Appropriate and Proportionate Remuneration in the CDSM Directive: A Reason for Hope?*, in *EIPR*, 2020, 3 in critica alla scelta del legislatore UE di astenersi dal dettare criteri stringenti.

primo contratto, quello che vede cioè l'autore o l'artista come parte dell'accordo, il vizio generato dalla loro violazione potrebbe propagarsi lungo tutta la catena. Ciò anche in virtù dell'orientamento ormai pacifico contrario alla configurabilità del possesso dei diritti patrimoniali d'autore e connessi, con conseguente inapplicabilità delle regole che consolidano la proprietà in capo all'acquirente di buona fede o al possessore di lungo corso<sup>26</sup>. L'invalidità del primo contratto implicherebbe di riflesso l'illiceità delle utilizzazioni già compiute a qualunque livello della catena, senza che ciò si traduca necessariamente nella facoltà per l'autore o l'artista di ottenere un risarcimento, stante la natura colposa della responsabilità risarcitoria per violazione di diritti d'autore o connessi. A meno di ritenere che rientri nella diligenza esigibile dall'utilizzatore, oltre alla verifica della continuità dei trasferimenti, anche quella dell'adeguatezza della remunerazione prevista in favore dei titolari originari. Il che non è forse sempre impensabile, al costo però di elevare ulteriormente i costi di transazione generati dal sistema dell'esclusiva.

Meglio pare allora interpretare restrittivamente il termine «*pattuizioni*» al quale l'art. 107, co. 2, l.a. riferisce la nullità, così da colpire le sole clausole sul compenso<sup>27</sup> che escludano o limitino ingiustificatamente il diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata. Poiché d'altra parte tale diritto è attribuito agli autori e agli artisti direttamente dalla legge, in relazione ai contratti di cessione o di licenza da essi stipulati, alla nullità dei patti in deroga non potrebbe che seguire – riterrei – il ripristino della regola imperativa violata. Soluzione, questa, che mi pare certamente più equilibrata dell'attribuzione agli autori e agli artisti della possibilità di sciogliersi dagli accordi già conclusi – vuoi riferendo la nullità qui discussa all'intero contratto, vuoi argomentando l'essenzialità degli accordi sulla remunerazione ai sensi dell'art. 1419, co. 1, c.c. – eventualmente allo scopo di rinegoziarli facendo leva, in modo potenzialmente indebito, anche sugli investimenti già compiuti dalla controparte per avviare lo sfruttamento dell'opera o della prestazione. E, al tempo stesso, proporzionata al risultato da raggiungere, che se ben vedo consiste nello stimolare la conclusione di accordi equi, vuoi *ab origine*, vuoi con l'attivazione del rimedio qui discusso – che può condurre ad un supplemento di negoziazione o all'applicazione di condizioni di mercato, eventualmente codificate in accordi collettivi, o ancora alla quantificazione del dovuto per mano del giudice<sup>28</sup>. Con esiti pratici comparabili a quelli prodotti dalla disciplina della *angemessene Vergütung* che ha probabilmente ispirato il legislatore europeo<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> Cfr. di recente Cass., 3 gennaio 2017, n. 39, in *AIDA*, 2017, 1794.

<sup>27</sup> Ma forse anche di quelle che dovessero restringere la facoltà per i creativi di avvalersi delle loro *collecting*, data la formulazione letterale della norma.

<sup>28</sup> Se la remunerazione adeguata e proporzionata è oggetto di un diritto che la legge attribuisce all'autore o all'artista per effetto della cessione o licenza, la nullità dei patti in deroga non mi pare dar luogo ad una sostituzione di clausole *ex art.* 1419, co. 2, c.c. ma al ripristino, per l'appunto, del diritto indebitamente escluso o limitato dalle parti. Per corollario, escluderei che possa trovare qui applicazione la giurisprudenza secondo la quale quest'ultima disposizione non potrebbe applicarsi in assenza di una rigida predeterminazione dell'elemento destinato a sostituirsi alla clausola nulla (cfr. ad es. Cass., 28 giugno 2000, n. 8794). Ma anche a voler diversamente opinare, non credo comunque che la soluzione proposta nel testo dovrebbe ritenersi per questa ragione impraticabile, tenuto conto che la giurisprudenza ha talora attribuito efficacia sostitutiva a disposizioni, quale in particolare l'art. 36 Cost., di portata non più definita dell'art. 107, co. 2, l.a.: si veda ad es. Cass., 8 agosto 1987, n. 6823.

<sup>29</sup> Per indicazioni sull'esperienza applicativa tedesca e, in particolare, sul ruolo che le corti hanno finito per giocare anche in quell'ordinamento si veda P. FABBIO, *op cit.*, 93 s.



c) I beneficiari diretti della disposizione.

Titolari del diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata sono, secondo l'art. 107, co. 2, l.a., «*gli autori, gli adattatori dei dialoghi, i direttori del doppiaggio e gli artisti interpreti e esecutori, inclusi i doppiatori*».

Che il diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata vada riconosciuto ad autori<sup>30</sup> e artisti interpreti o esecutori lo dice la direttiva. Di qui in avanti, il testo della nuova disposizione è figlio invece della scelta del legislatore delegato di cogliere l'occasione per intervenire sulla disciplina delle opere cinematografiche allo scopo di affrontare i quesiti posti dal loro doppiaggio in lingua diversa dall'originale. Una scelta per certi versi discutibile, data l'assenza nella legge-delega di un incarico espresso ad intervenire in questo campo<sup>31</sup> e la qualità del risultato raggiunto, ma complessivamente forse non irragionevole. Da un lato, non si poteva infatti fare a meno di ricordare il principio introdotto dall'art. 107, co. 2, l.a. con le regole che nel campo delle opere cinematografiche da tempo dispongono l'integrazione della remunerazione contrattuale con una quota dei ricavi generati con lo sfruttamento del film in sala di proiezione (art. 46 l.a.) e in ogni altro modo (artt. 46-bis e 84 l.a.). Dall'altro, l'affiancamento del principio generale della remunerazione adeguata e proporzionata alle regole puntuali già esistenti avrebbe quasi certamente invogliato i professionisti del doppiaggio a farsi avanti e reclamare un'integrazione dei compensi contrattualmente pattuiti. Ciò che avrebbe verosimilmente generato contenzioso, sia perché si tratta di materia ancora controversa, sia perché l'identificazione di nuovi aventi diritto promette di restringere i margini per gli utilizzatori e/o le quote degli altri beneficiari.

Fatto sta, tuttavia, che le regole approvate non brillano certo per chiarezza e sistematicità, ciò che non lascia ben sperare per la prevenzione delle liti.

Poco chiaro è anzitutto il senso dell'affiancamento del «*traduttore*» al regista e agli autori del soggetto, della sceneggiatura e delle musiche tra coloro che, ai sensi dell'art. 44 l.a., si considerano coautori dell'opera cinematografica.

Qui una prima ragione di perplessità attiene al carattere generale della disposizione, che riguarda cioè le opere cinematografiche in quanto tali e non soltanto la loro edizione in lingua diversa dall'originale. È abbastanza frequente, specie nelle coproduzioni internazionali, che i materiali preparatori vengano tradotti a fini di progettazione, finanziamento o realizzazione del film. Certo non si può pensare che chiunque intervenga in questo processo vada considerato coautore del film. In accordo con i principi che governano la materia, coautori *ex art.* 44 l.a. possono considerarsi soltanto i traduttori il cui apporto si qualifichi come creativo e abbia inciso sulla forma rappresentativa

---

<sup>30</sup> Non però di programmi per elaboratore: cfr. art. 114-bis, co. 3, l.a. Sul perimetro di applicazione dell'esclusione v. E. ROSATI, *op. cit.*, 365 s., che fa salvi i videogame. Ciò che motiva le condivisibili riserve espresse dalla European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 5 s. dal punto di vista della compatibilità della soluzione col principio di uguaglianza (sul quale v. anche BERTANI, *op. cit.*, 495 s.), posto che i molteplici rapporti contrattuali attraverso i quali si perviene normalmente alla realizzazione di un unico prodotto (il videogame) sarebbero soggetti senza una apparente ragione a regimi diversificati a seconda che riguardino linee di codice o disegni e musica.

<sup>31</sup> Un ancoraggio si potrebbe al più trovare tra i criteri generali fissati dall'art. 9, l. 22 aprile 2021, n. 53 di delegazione europea 2019-2020, che, per rinvio alla l. 24 dicembre 2012, n. 234, afferma che «*ai fini di un migliore coordinamento con le discipline vigenti per i singoli settori interessati dalla normativa da attuare, sono introdotte le occorrenti modificazioni alle discipline stesse, anche attraverso il riassetto e la semplificazione normativa*».

dell'opera cinematografica. Non dunque coloro che abbiano realizzato traduzioni strumentali alla progettazione o al finanziamento del film, ad esempio, ma coloro che abbiano tradotto i dialoghi o la parte letteraria delle musiche impiegati per la realizzazione del film in lingua originale<sup>32</sup>.

Ulteriori perplessità sorgono ove si ragioni sull'applicazione della norma alle edizioni del film in lingua diversa dall'originale. A rigore, la nuova edizione linguistica di un'opera cinematografica dovrebbe considerarsi un'elaborazione i cui diritti appartengono a titolo originario al suo autore – cioè al «traduttore», da intendersi come chi ha prestato gli apporti creativi necessari per il doppiaggio – e a titolo derivativo al produttore della nuova fissazione audiovisiva, ferma restando la necessità di acquisire il consenso dei coautori dell'opera originaria e del suo produttore<sup>33</sup>. Il legislatore della riforma parrebbe però aver scelto una soluzione diversa, delineando, sulla scia di qualche sporadica decisione giurisprudenziale<sup>34</sup>, una contitolarità originaria dei diritti sul film doppiato tra autori della versione originale e «traduttore», in spregio all'idea largamente condivisa secondo cui non c'è contitolarità originaria senza collaborazione creativa, posto che normalmente il doppiaggio non vede coinvolti gli autori del film originale. Può darsi che abbia giocato un ruolo la ragion pratica, e cioè nella specie la necessità di governare l'applicazione delle norme sui compensi *ex artt.* 46, co. 3-4 e 46-*bis*, l.a., la cui logica sembra presupporre un approccio meno raffinato, in cui autori dell'edizione del film in lingua originale e «traduttore» sono posti sullo stesso piano. Ma può anche darsi che si tratti di un intervento maldestro e dunque involontario, da correggersi ritenendo che al «traduttore» competano diritti in comunione con gli altri soggetti menzionati dall'art. 44 l.a. soltanto quando essi abbiano effettivamente contribuito alla realizzazione della nuova versione linguistica del film.

Sullo sfondo resta il problema, sin qui rimandato, di chi possa considerarsi «traduttore» di un film. Due letture piuttosto diverse mi paiono ipotizzabili. In una prima e più restrittiva accezione, per «traduttore» potrebbe intendersi chiunque partecipi, fornendo apporti liberi e creativi, alla versione dell'unica parte dell'opera cinematografica che si presti a tale operazione, e cioè i dialoghi<sup>35</sup>. In una seconda e più ampia accezione, per «traduttore» potrebbe intendersi chiunque partecipi all'attività complessivamente necessaria per realizzare una nuova edizione linguistica del film: un'attività che richiede sia apporti strettamente autoriali come quelli del traduttore e forse dell'adattatore dei dialoghi, sia contributi principalmente organizzativi e direttivi, quali quelli del direttore del doppiaggio, fuori restando il contributo dei doppiatori, che la legge considera ora espressamente oggetto del diritto connesso *ex art.* 80 l.a.<sup>36</sup>. Personalmente nutro più d'un dubbio sulla possibilità di considerare creativa l'attività degli adattatori dei dialo-

---

<sup>32</sup> Come peraltro si ritiene da tempo: cfr. P. AUTERI, *Protezione del doppiaggio di opera cinematografica*, in *Dir. ind.*, 1994, 406 ss.

<sup>33</sup> Cfr. artt. 4, 18 e 46, co. 2, l.a.

<sup>34</sup> Cfr. Trib. Roma, 6 gennaio 1993, in *AIDA*, 1994, 229; Trib. Roma, 30 giugno 2008, in *AIDA*, 2010, 1334, con annotazione critica.

<sup>35</sup> Per i musical questa considerazione andrebbe il più delle volte estesa al testo delle canzoni.

<sup>36</sup> Il d.lgs. n. 177/2021 ha modificato l'art. 80, co. 1, l.a. per inserire i doppiatori tra gli artisti interpreti o esecutori, recependo una soluzione già invalsa nel diritto vivente: cfr. C. SAPPÀ, *Commento all'art. 80 l.a.*, in L.C. UBERTAZZI, *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*, Padova, 2019, 2020 s.

ghi, posto che il loro compito – se scisso dalla traduzione e considerato a valle di quest'ultima – appare di natura essenzialmente tecnica, esaurendosi nel suggerire modifiche minime e il più delle volte stereotipate per assicurare una sincronia accettabile tra voce dei doppiatori, labiale ed espressioni degli attori<sup>37</sup>. Parimenti dubito che si possa attribuire un ruolo autoriale al direttore del doppiaggio<sup>38</sup>, magari ricorrendo all'analogia con la funzione svolta dal regista nella realizzazione del film originale, posto che i rispettivi apporti non sono comparabili dal punto di vista dell'impatto sulla forma espressiva dell'opera. Né sarei certo che, sul piano strettamente pratico, si possa sminuire il rilievo delle preoccupazioni che precedono in virtù del fatto che spesso tutte le funzioni ora dette sono svolte da un'unica persona. La moltiplicazione dei contributi tipizzati e protetti autorizza infatti il loro unico responsabile a pretendere plurimi corrispettivi nell'ambito del sistema disegnato dagli artt. 46, 46-*bis* e 84 l.a. Ciò che lascia intravedere la possibilità di contenziosi sulla legittimità delle disposizioni qui considerate nella misura in cui assumono come tipicamente creativi contributi che normalmente non lo sono. Meglio allora riflettere su un inquadramento diverso, quantomeno per i direttori del doppiaggio. Se, come appare, si deve propendere per la natura non creativa del loro apporto e, al contempo, non si può ipotizzare che siano destinatari di un nuovo diritto connesso, ché sarebbe illegittimo per eccesso di delega, si può forse accettare di ricondurli alla categoria degli artisti interpreti o esecutori, così come propugnato da qualche tempo dal Nuovo IMAIE, sforzandosi di vedere analogie, per la verità assai tenui, con il ruolo svolto da direttori di orchestre e cori, che l'art. 82, n. 2, l.a. espressamente assimila agli artisti in senso stretto.

d) La tutela si estende agli eredi?

Natura e *ratio* dell'art. 107, co. 2, l.a. suggeriscono qualche riflessione sulla sorte del diritto qui considerato dopo la morte dell'autore o dell'artista, vuoi in relazione agli accordi già stipulati al tempo dell'apertura della successione, vuoi per quelli susseguenti. La risposta al primo problema è forse banale, bastando rilevare che la nullità si verifica *ipso iure* e precede pertanto l'apertura della successione, con la conseguenza che agli eredi si trasmette il diritto – già maturato in capo al *de cuius* – ad una controprestazione definita in conformità dello standard legale. Quanto al secondo problema, si potrebbe ipotizzare un'interpretazione strettamente letterale dell'art. 18, co. 1, dir. e delle disposizioni dettate per darvi attuazione così da riferire il principio della remunerazione adeguata e proporzionata a cessioni e licenze stipulate proprio e soltanto da autori e artisti. Verrebbe così minimizzato l'impatto sull'autonomia privata; senza per questo dover necessariamente private gli eredi anche dei diritti a remunerazione adeguata e proporzionata che la legge pone direttamente a carico degli utilizzatori, posto che si tratta di pretese fondate sul diritto primario d'autore e non relative alla disciplina degli atti di disposizione. Resta però il fatto che si finirebbe così con l'introdurre una disarmonia sistematica difficile da giustificare. La disciplina europea della durata dei diritti patrimoniali d'autore mira infatti programmaticamente ad assicurare protezione adeguata

<sup>37</sup> Per la tutelabilità col diritto d'autore degli adattamenti dei dialoghi v. tuttavia da ultimo Trib. Milano, 30 aprile 2020, in *Darts IP*, ove ulteriori riferimenti alla giurisprudenza conforme.

<sup>38</sup> Un cenno alla posizione del direttore del doppiaggio si trova ad es. in App. Roma, 28 maggio 2013, in *Darts IP*, che non si pronuncia tuttavia sulla tutelabilità tramite diritto d'autore o connesso del relativo contributo e si limita invece ad attestare che, quantomeno nel caso di specie, i rapporti contrattuali erano stati impostati dandola per scontata.

all'autore e alle due generazioni successive di suoi discendenti<sup>39</sup>. E non si tratta di un obiettivo dichiarato solo a parole: lo dimostra la disciplina del diritto di seguito – uno degli strumenti giuridici identificati direttamente a livello eurounitario per garantire agli autori una remunerazione effettivamente adeguata e proporzionata al valore dei risultati del loro lavoro –, per il quale è espressamente prevista la trasmissibilità<sup>40</sup>. Per altro verso, alla luce del principio di uguaglianza sarebbe difficile spiegare perché i successori dovrebbero aver titolo per esigere (o continuare a percepire) una remunerazione adeguata e proporzionata sulla base di un contratto stipulato in vita dal loro dante causa ma non potrebbero avanzare analoga pretesa ove dispongano dei diritti di utilizzazione ricevuti *iure successionis*. Ragioni credo sufficienti per concludere che la protezione offerta dall'art. 107, co. 2, l.a. vada riconosciuta anche agli eredi dell'autore o dell'artista, in relazione agli atti di disposizione dei diritti patrimoniali loro trasmessi, con capacità di propagarsi di generazione in generazione per l'intera durata dell'esclusiva<sup>41</sup>.

e) L'eventuale interposizione delle società degli autori e degli artisti.

Il considerando 72 dir. precisa che la posizione di debolezza degli autori e degli artisti permane anche quando essi cedano o concedano in licenza i loro diritti «*attraverso le proprie società*». Sembra doversene dedurre che i meccanismi di perequazione introdotti a livello nazionale dovrebbero trovare applicazione ai contratti stipulati da tali «*società*», nella misura in cui possano considerarsi emanazione degli autori e degli artisti, anziché al rapporto a monte sulla base del quale tali enti hanno acquisito la disponibilità dei diritti in questione dai rispettivi titolari originari<sup>42</sup>. L'esatto significato e portata di questa indicazione sono parsi ai primi commentatori alquanto oscuri, anche a motivo delle oscillazioni terminologiche che si osservano dal confronto tra le diverse versioni linguistiche della direttiva<sup>43</sup>. Come è stato osservato, è probabile che il legislatore europeo intendesse riferirsi alla pratica di autori e artisti d'interporre tra sé e il mercato proprie società di persone e talora di capitali<sup>44</sup>. Il ragionamento andrebbe però esteso anche all'uso di schemi come quello dell'associazione in partecipazione, in cui l'autore o l'artista partecipa nel bene o nel male ai risultati dell'impresa dell'associate-licenziatario o cessionario, e alle cooperative tra artisti, che spesso svolgono una fun-

<sup>39</sup> Cfr. considerando 5 dir. 93/98/Cee [ora considerando 6 della dir. 2006/116/Ce] concernente l'armonizzazione della durata di protezione del diritto d'autore e di alcuni diritti connessi. Identica preoccupazione non si rinviene nelle direttive che riguardano la posizione degli artisti interpreti o esecutori, la cui prospettiva è limitata alle esigenze di vita dei titolari originari. V. in particolare il considerando 5 della dir. 2011/177/UE che modifica la dir. 2006/116/Ce concernente la durata di protezione del diritto d'autore e di alcuni diritti connessi.

<sup>40</sup> Né pare sensato attribuire eccessiva rilevanza al fatto che questa disciplina riguardi la circolazione degli originali delle opere e non dei diritti ad esse relativi, per le ragioni poste in luce da BERTANI, *op. cit.*, 502, n. 90.

<sup>41</sup> Sul problema dei legatari cfr. Corte di giustizia Ce, 15 aprile 2010, C-518/08, in *AIDA*, 2011, 1384.

<sup>42</sup> Sul punto v. M. BERTANI, *op. cit.*, 489, che parla in proposito di "sterilizzazione" del primo trasferimento.

<sup>43</sup> Sul punto v. specialmente P. FABBIO, *op. cit.*, 95, che rileva l'uso nel testo tedesco del termine «*Unternehmen*» e la sua non sovrapponibilità a quello di «*società*» impiegato nel testo italiano (che trova peraltro corrispondenza in quelli francese e inglese).

<sup>44</sup> Cfr. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 3. Sul tema v. da noi soprattutto P. SPADA, *I gruppi di artisti*, in *AIDA*, 2001, 5 ss.; per le compagnie teatrali v. C.E. MAYR, *Il produttore teatrale*, in *AIDA*, 2005, 351 ss.

zione di intermediazione limitata alla gestione burocratica dei rapporti contrattuali con i terzi e dei risvolti previdenziali e fiscali per i cooperanti, senza rafforzarne la posizione negoziale. Ma forse anche alle associazioni di categoria dei creativi e alle *collecting*, che sempre più spesso devono confrontarsi con utilizzatori rispetto ai quali non si trovano in posizione di forza.

Come che sia, manca nella nostra legge di recepimento un riferimento esplicito alle situazioni ora descritte. Escluderei infatti che con l'inciso «*direttamente o tramite gli organismi di gestione collettiva e le entità di gestione indipendenti di cui al decreto legislativo 15 marzo 2017 n. 35 cui abbiano conferito apposito mandato*» il legislatore abbia inteso prendere espressamente in considerazione almeno il caso in cui i contratti (di cessione e) di licenza siano stipulati dalle *collecting*. L'andamento dell'art. 107, co. 2, l.a. sembra piuttosto indicare che il legislatore abbia contemplato un intervento delle *collecting* a valle della cessione o della licenza, in una fase nella quale autori e artisti potrebbero trovare utile servirsi di una società di gestione principalmente per riscuotere quanto loro dovuto; ciò potrebbe peraltro avvenire all'occorrenza anche in chiave contenziosa, ove l'ente non rappresenti entrambe le parti e la sua interposizione possa giovare ai titolari del diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata per superare le prevedibili remore ad attivare il meccanismo di protezione qui discusso.

Ad ogni modo, l'applicazione del meccanismo di difesa predisposto dall'art. 107, co. 2, l.a. anche ai contratti conclusi da autori e artisti per mezzo di loro "società" non appare impensabile. Al fine di non comprimere ingiustificatamente il principio dell'autonomia privata, occorrerà tuttavia verificare caso per caso la sussistenza dei presupposti per l'applicazione analogica della disciplina qui considerata. Così, ad esempio, si potrebbe giustificare senza troppo sforzo l'applicazione dell'art. 107, co. 2, l.a. ai contratti stipulati da una società di persone o da una cooperativa tra artisti; e forse anche a quelli conclusi da società di capitali i cui soci di controllo siano gli artisti stessi o loro stretti congiunti. In mancanza dei presupposti per l'analogia si dovrebbe invece concludere – forse attendibilmente – che il diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata compete all'autore o all'artista nei confronti della "sua" società quando le ceda o le dia in licenza i suoi diritti, ad esempio per effetto di contratti di lavoro o di conferimenti. Anche in quest'ultimo caso gli strumenti giuridici non mancherebbero, potendosi ad esempio operare sulle quote di partecipazione agli utili o, a seconda dei casi, all'attribuzione di diritti particolari ai soci-creativi.

f) Applicabilità limitata alle cessioni o licenze per lo sfruttamento economico dell'opera.

Sul piano oggettivo, l'art. 107, co. 2, l.a. replica il lessico impiegato nella direttiva, collegando l'insorgere del diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata alla concessione in licenza o alla cessione di diritti esclusivi.

Risultano così "catturati" tutti gli atti di disposizione capaci di produrre tali effetti, quale che ne sia la natura<sup>45</sup>. Di contro, restano giustamente escluse le pretese economiche che la l.a. attribuisce ad autori e artisti nei confronti di coloro che esercitino una utilizzazione libera per legge. Il compenso in questo caso è predeterminato, senza spazio per la negoziazione individuale, in misura "equa". Quest'ultimo concetto non è poi sovrapponibile a quello di remunerazione adeguata e proporzionata: non si tratta infatti

<sup>45</sup> Inclusi i contratti di lavoro, come si evince del resto *a contrario* dal considerando 72 dir.

di un corrispettivo ma di una misura di riequilibrio nell'ambito di un bilanciamento che vede l'esclusiva, e dunque la pretesa dell'autore o dell'artista a controllare lo sfruttamento dei materiali protetti, recedere di fronte all'interesse dei terzi ad avvalersene senza restrizioni.

Parimenti escluse appaiono le pretese nascenti da accordi non finalizzati allo «*sfruttamento economico delle opere o altri materiali protetti*». Per provare a decifrare il significato di questa limitazione si deve fare riferimento al considerando 72, ove la direttiva precisa che la necessità di proteggere autori e artisti non ricorre «*nei casi in cui la controparte contrattuale agisce in qualità di utente finale e non sfrutta l'opera o l'esecuzione in sé, il che potrebbe, ad esempio, verificarsi nel caso di alcuni contratti di lavoro*». Sembra doversene ricavare che il diritto alla remunerazione adeguata e proporzionata inerisce i soli rapporti strumentali alla valorizzazione dei contenuti protetti attraverso la loro divulgazione al pubblico e non al "consumo" da parte di chi la riceve. Riguarda allora certamente i contratti di edizione, esecuzione o rappresentazione, così come quelli di lavoro autonomo o subordinato con i quali un produttore ottiene i contributi necessari per realizzare un film<sup>46</sup>. Non tocca invece le licenze d'uso del software, così come i contratti di lavoro autonomo o subordinato finalizzati alla produzione di pareri<sup>47</sup> o progetti ad uso interno del datore di lavoro o committente. Né, penserei, gli accordi per sottoporre i contenuti a *text and data mining*; o le prestazioni lavorative per la creazione di opere utili, quali ad esempio i manuali d'uso e manutenzione di prodotti industriali, che sono destinati alla divulgazione ma che non hanno rilevanza autonoma nell'apprezzamento del pubblico.

Che dire infine delle licenze concesse dagli utenti ai gestori di *social network* e altre piattaforme di condivisione *online*? La risposta potrebbe essere affermativa, tenuto conto che il nuovo art. 102-sexies, co. 3, l.a., in aderenza con quanto previsto dall'art. 17, co. 1, dir., dispone che «*i prestatori di servizi di condivisione di contenuti online, quando concedono l'accesso al pubblico a opere protette dal diritto d'autore o ad altri materiali protetti caricati dai loro utenti, compiono un atto di comunicazione al pubblico per i quali devono ottenere un'autorizzazione dai titolari di diritti, anche mediante la conclusione di un accordo di licenza*». Ciò non significa però che tocchi necessariamente a ciascun utente un compenso per ogni *post* pubblicato, per le ragioni che illustrerò di seguito.

g) Il concetto di remunerazione adeguata e proporzionata.

Per farsi un'idea di che cosa si debba intendere per "remunerazione adeguata e proporzionata" nel tessuto della direttiva occorre guardare principalmente al considerando 73. Lì si legge che «*un pagamento forfettario può costituire una remunerazione proporzionata, ma non dovrebbe rappresentare la norma*». Pare doversene desumere l'esistenza di una differenza semantica tra "proporzionata" e "proporzionale"<sup>48</sup>, il primo essendo un attributo necessario della remunerazione in qualsiasi modo determinata: a partecipazione sui ricavi, e dunque "proporzionale", oppure a forfait o mista.

Pare chiaro che per il legislatore europeo una remunerazione a forfait rischi maggiormente di risultare "sproporzionata": ciò che giustifica la scelta del nostro legislatore

<sup>46</sup> Analogamente v. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 7.

<sup>47</sup> Cfr. M. BERTANI, *op. cit.*, 490.

<sup>48</sup> *Contra* v. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 14.

re d'imporre di regola una remunerazione «*commisurata ai ricavi*»<sup>49</sup> e di ammetterne la sostituzione con una somma a stralcio solo nei casi che si analizzeranno più avanti.

Meno chiaro è invece se una remunerazione “proporzionale” ai ricavi sia per forza di cose da qualificarsi come “proporzionata” al valore dei diritti. Per rispondere a questo interrogativo occorre considerare distintamente due profili. È facile osservare anzitutto che una partecipazione ai ricavi può essere più o meno significativa: ciò che invita a guardare alla consistenza, oltre che alla natura, della remunerazione. Per il considerando 73 il giudizio di adeguatezza e proporzionalità va poi svolto in relazione al «*valore economico effettivo o potenziale dei diritti concessi in licenza o trasferiti*». Ora, un compenso a partecipazione sui ricavi è commisurato al «*valore effettivo*» dei diritti; ma lo è anche rispetto al loro «*valore potenziale*»? Accade non di rado che cessioni e licenze siano pattuite per un numero ampio di utilizzazioni tipologicamente diverse, alcune delle quali sono contemplate come obbligatorie, mentre altre sono lasciate alla discrezione del licenziatario o cessionario. In relazione alle prime, valore potenziale e valore effettivo dei diritti tenderanno ad approssimarsi, rendendo così normalmente adeguato il compenso a partecipazione. Ma per le altre? Una partecipazione sui ricavi generati da un'utilizzazione che non ha luogo vale zero; mentre non è detto che il mancato esercizio dei diritti sia giustificata dalla inesistenza di un pubblico disposto a pagare per fruire dell'opera o della prestazione secondo le modalità rimaste lettera morta. Non credo tuttavia che il ragionamento possa arrestarsi qui. Non si può infatti pretendere che il cessionario o licenziatario si impegni ad esercitare tutti i diritti di utilizzazione economica che acquista o che paghi all'autore o all'artista un forfait, magari come minimo garantito, per ciascuna facoltà di utilizzazione di cui ottiene la disponibilità, a meno di voler rendere impraticabili questo genere di accordi. Il problema si risolve, credo, ammettendone la validità, per lo meno quando nel settore di riferimento trovino una giustificazione razionale sul piano dell'equo contemperamento di diritti e interessi<sup>50</sup>, ferma peraltro la possibilità per l'autore o l'artista di stimolare indirettamente l'esercizio dei diritti concessi (o di recuperarne la disponibilità) avvalendosi del diritto di revoca previsto dall'art. 22 dir. e dall'art. 110-*septies* l.a.

Si è detto poc'anzi che la remunerazione, comunque stabilita, è soggetta a controllo di adeguatezza. Si pone dunque il problema di comprendere come svolgere tale giudizio in modo da trovare un equilibrio tollerabile tra certezza ed equità. A questo fine, credo che l'indicazione più importante offerta dal legislatore europeo si annidi nel considerando 73, là dove invita a declinare il concetto qui discusso<sup>51</sup> alla luce di tutte le circostanze del caso. A voler mutuare il lessico usuale in altri campi del diritto della proprietà intellettuale, mi pare così imposta una valutazione complessiva, nell'ambito della quale è possibile, anzi necessario, prendere in considerazione una varietà di fattori, alcuni dei quali indicati nel medesimo considerando, altri menzionati nella nostra

---

<sup>49</sup> Così l'art. 107, co. 2, prima frase, l.a.

<sup>50</sup> Diversamente opinava, se ben intendo, la European Copyright Society nella *Opinion* da ultimo citata, 15.

<sup>51</sup> Come giustamente osserva E. ROSATI, *op. cit.*, 363, si tratta di un concetto autonomo di diritto europeo. I meccanismi predisposti dagli Stati membri nell'esercizio della discrezionalità loro lasciata dall'art. 18 dir. sono pertanto indirettamente soggetti al sindacato della Corte di giustizia Ue dal punto di vista della loro idoneità ad assicurare effettivamente una remunerazione in linea con lo standard imposto dalla direttiva.

legge di recepimento<sup>52</sup>, e altri ancora ricavabili in via interpretativa, nell'ottica però di una valutazione sintetica. Con la conseguenza che l'applicazione della disciplina qui discussa potrà certamente originare prassi e massime di esperienza utili per semplificare la valutazione delle pattuizioni private sottoposte a scrutinio, contribuendo così anche a renderne maggiormente prevedibile l'esito, senza che ciò elimini però la necessità di considerare ciascun accordo nella sua specificità laddove vi siano ragioni che suggeriscono una valutazione più articolata. Ciò che mi pare d'altro canto in linea con la salvaguardia dell'autonomia privata e l'impegno a realizzare un equo bilanciamento – per forza di cose in concreto – di diritti e interessi.

i) Ammissibilità di cessioni e licenze gratuite.

Muovendo da queste premesse, non dovrebbero esservi dubbi circa l'ammissibilità di cessioni o licenze di diritti senza una "remunerazione", tanto nel caso in cui siano sorrette sul piano causale da spirito di liberalità, quanto in presenza di un interesse anche patrimoniale che giustifichi la gratuità, come spesso accade per le licenze cd. aperte. Manca una disposizione precettiva nella direttiva cui ancorare questa lettura ma non difettano indicazioni molteplici e complessivamente inequivoche contenute nel preambolo. Il considerando 72, il primo dedicato alle disposizioni qui considerate, espone infatti che *«gli autori e gli artisti (interpreti o esecutori) si trovano tendenzialmente in una posizione contrattuale più debole quando concedono una licenza o trasferiscono i loro diritti, anche attraverso le proprie società, ai fini dello sfruttamento in cambio di una remunerazione»*. Se ben vedo, oggetto di attenzione sono dunque soltanto cessioni e licenze pattuite al fine dello sfruttamento dell'opera o della prestazione e in cambio di una remunerazione; *a contrario*, dovrebbero ritenersi esenti le cessioni e licenze gratuite. Il che mi pare confermato dal considerando 74, ove si dà atto espressamente della possibilità che licenze siano offerte al pubblico senza richiesta di una remunerazione. Ed in modo lapalissiano dal considerando 82, secondo cui *«nessuna disposizione della presente direttiva dovrebbe essere interpretata in modo da impedire ai titolari di diritti esclusivi ai sensi del diritto dell'Unione in materia di diritto d'autore di autorizzare l'uso a titolo gratuito delle loro opere o altri materiali, tra l'altro per mezzo di licenze non esclusive gratuite a vantaggio di tutti gli utilizzatori»*. Si tratta, se ben vedo, di un passaggio che indica agli Stati membri un limite massimo di protezione dell'autore o dell'artista "da se stesso"; come tale, in uno con le istanze alle quali intende dar voce, credo giustifichi senz'altro una lettura restrittiva del nostro art. 107, co. 2, l.a.<sup>53</sup>.

ii) Ammissibilità di remunerazioni diverse dal denaro.

Si è dato sin qui per scontato che la remunerazione adeguata e proporzionata si concretizzi in un credito pecuniario. Si tratta però di un assunto arbitrario, posto che il concetto di remunerazione si presta ad essere inteso in diverse accezioni: una letterale e restrittiva, che riduce il concetto alla somma di denaro data o promessa; una più ampia, come sinonimo di controprestazione, che comprende in generale gli impegni assunti dal cessionario o licenziatario nei confronti dell'autore o dell'artista; ed una ancor più

---

<sup>52</sup> Che richiama, con indicazione riterrei esemplificativa, le *«particolarità del settore di riferimento»* e l'*«esistenza di accordi contrattazione collettiva»*.

<sup>53</sup> Non però quando risulti che l'autore o l'artista sia stato indotto dal licenziatario (ad es. nell'ambito di rapporti di lavoro autonomo) ad adottare una licenza aperta al solo scopo di evitare l'applicazione della disciplina qui considerata (cfr. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 7 s.).



lata, che abbraccia tutte le utilità, anche non economiche, che l'autore o l'artista deriva dalla cessione o dalla concessione in licenza dei suoi diritti.

Sul punto, la direttiva è silente. Né mi pare offra indicazioni risolutive, ancorché indirette, il considerando 73, quando esprime l'idea che i meccanismi di perequazione predisposti dagli Stati membri dovrebbero prevedere di regola la partecipazione dell'autore o dell'artista ai ricavi e solo eccezionalmente potrebbero autorizzare compensi a forfait. Per un verso, infatti, una remunerazione a stralcio potrebbe essere costituita dalla cessione di un bene o dall'assunzione dell'impegno a svolgere un'attività onerosa e non necessariamente remunerativa, quale potrebbe essere la pubblicazione dell'opera attraverso la sua riproduzione in copie, la distribuzione e la promozione. Per altro verso, l'interesse sostanziale ad un compenso pecuniario proporzionato ai ricavi potrebbe essere conseguito attraverso negozi che non prevedono l'acquisto di un diritto di credito nei confronti del cessionario o licenziatario, come potrebbe darsi in caso di costituzione di una società di scopo che benefici dei diritti di utilizzazione economica a titolo di conferimento.

Escluso che discendano dalla direttiva indicazioni univoche per ricavare dal nostro art. 107, co. 2, l.a. la nullità parziale di ogni cessione o licenza senza pagamento di una somma di danaro, parrebbe sensato ammettere che esse possano reggere alla valutazione di adeguatezza e proporzionalità e verificare tale condizione caso per caso. Per corollario, potrebbe resistere l'interpretazione tradizionale secondo cui i contratti di edizione (e assimilabili) sono validi ed efficaci anche quando non attribuiscono all'autore il diritto ad un compenso. Per ulteriore corollario, conviene non dare per scontata la nullità delle licenze gratuite concesse al *provider* dagli utilizzatori di *social network* e piattaforme di condivisione, nei limiti in cui siano funzionali a consentire la circolazione virale dei contenuti caricati, realizzando così nel modo più ampio l'interesse dell'utente a raggiungere il pubblico, e a rendere economicamente sostenibile il servizio. Del resto, l'applicazione delle regole ora previste dai nuovi artt. 110-*quater* e 110-*quinquies* l.a. dovrebbe consentire la correzione *ex post* delle sperequazioni più significative.

*iii*) I limiti di ammissibilità di compensi a forfait.

Una volta rilevata la scelta del nostro legislatore in favore del compenso a partecipazione come regola generale e imperativa di settore, occorre volgere lo sguardo alle possibili eccezioni.

Sul punto, la direttiva si limitava a suggerire che «*un pagamento forfettario può costituire una remunerazione proporzionata, ma non dovrebbe rappresentare la norma*», lasciando per il resto agli Stati membri la «*libertà, tenendo conto delle specificità di ciascun settore, di definire casi specifici per il ricorso ai pagamenti forfettari*»<sup>54</sup>. Il nostro legislatore ha colto questa apertura disponendo anzitutto – con l'ultima frase dell'art. 107, co. 2, l.a. – che «*è ammessa una remunerazione forfettaria per l'autore o l'artista quando il suo contributo all'opera o all'esecuzione ha carattere meramente accessorio e i costi delle operazioni di calcolo sono sproporzionati allo scopo*». Si tratta di una disposizione che lascia perplessi per le ragioni che indicherò; non prima però di rilevare che non si dovrebbe intenderla in senso esclusivo, così da dedurne l'abrogazione implicita dell'art. 130 l.a., che autorizza la pattuizione di un compenso a stralcio anche in altri casi. Intanto perché la legge di delega impegnava il Governo a indica-

<sup>54</sup> Considerando 73.

re espressamente le norme da intendersi come abrogate<sup>55</sup>. In secondo luogo, perché l'interpretazione qui suggerita è in linea con la lettera della norma, priva com'è del benché minimo cenno in favore della tesi opposta. In terzo luogo perché non si deve trascurare – sul piano della valutazione complessiva degli interessi e con a mente l'obiettivo di assicurare una protezione adeguata agli autori e agli artisti – che sullo sfondo resta comunque l'art. 110-*quinquies* l.a., la cui applicabilità trascende la forma del compenso originariamente pattuita<sup>56</sup> e consente pertanto la correzione *ex post* di compensi a stralcio che risultino iniqui alla luce dei risultati economici generati dallo sfruttamento dell'opera o della prestazione interessate.

Venendo finalmente alla norma nuova, essa va probabilmente interpretata guardando oltre il suo tenore puramente letterale. A prenderla alla lettera, ci si dovrebbe infatti interrogare se, ad esempio, in un'opera in comunione sia possibile distinguere tra apporti "accessori" e "principali"; ma si finirebbe così per ragionare secondo una logica estranea al diritto d'autore, che, nell'ammettere una distribuzione non egualitaria delle quote di diritti sull'opera in comunione, contempla distinzioni quantitative e non qualitative. Lo stesso è a dirsi ragionando sugli artisti. È vero, infatti, che la nostra legge riserva taluni diritti ad equa remunerazione solo a coloro che abbiano ricoperto ruoli di notevole importanza artistica<sup>57</sup>, ma si tratta di una norma che riguarda solo le interpretazioni – e non le esecuzioni di cui parla la disposizione qui considerata – in opere cinematografiche o audiovisive. Per le esecuzioni fissate in fonogrammi la l.a. non opera distinzioni analoghe; mentre il diritto europeo segnala che la previsione di un compenso a forfait non sempre è riservata a esecutori di scarsa importanza e che la tutela offerta a questi ultimi proietta i suoi effetti anche a favore degli artisti comprimari<sup>58</sup>. E ciò senza dire del problema di dimostrare l'esistenza di impedimenti tecnici capaci di elevare oltremodo i costi di transazione.

Alla luce di quanto precede, conviene pensare che il legislatore, quando ha parlato di contributo all'opera o all'esecuzione, abbia in realtà inteso ammettere la pattuizione di un compenso a forfait per gli apporti accessori rispetto a prodotti culturali che contengono un'opera o un'esecuzione. I romanzi sono normalmente pubblicati con una breve biografia dell'autore; i testi scientifici possono recare una prefazione scritta da un estimatore dell'autore; le copertine dei libri sono spesso decorate da una fotografia o un disegno; e lo stesso è a dirsi per i dischi, anche nella loro dimensione "liquida" di raccolte ordinate di file musicali. L'editoria per bambini conosce poi libri e giochi parlanti, cioè corredati da brevi incisioni di voci e suoni. In tutti questi casi, mi pare, non si fa troppa difficoltà a riconoscere tanto l'accessorietà del contributo creativo o artistico quanto l'inopportunità di applicare un compenso a partecipazione.

<sup>55</sup> Cfr. art. 9, l. n. 53/2001, per rinvio all'art. 32, lett. b), l. n. 234/2012.

<sup>56</sup> Manca qualunque traccia nel testo della norma dell'intenzione del legislatore di limitarne l'applicazione ai soli casi in cui la remunerazione sia stata pattuita a partecipazione sui ricavi. Del resto, il rischio che il compenso si riveli sproporzionatamente basso affligge più facilmente (ma non esclusivamente: v. European Copyright Society, *op. ult. cit.*, 19 per qualche esempio) proprio le cessioni o licenze accordate in cambio di una somma *una tantum*. Né mi pare si possa dubitare che in queste situazioni l'autore o l'artista disponga dei diritti d'informazione previsti dall'art. 19 dir. e dall'art. 110-*quater* l.a.; se mai, si tratterà di calibrarne il contenuto alla luce del principio di proporzionalità, richiamato peraltro al co. 2 della nostra disposizione nazionale. In analogia con quanto previsto dall'art. 19, co. 4, dir., si potrebbe almeno in taluni casi ritenere proporzionato il mero obbligo per il cessionario o licenziatario di fornire le informazioni sui ricavi su richiesta specifica dell'autore o dell'artista, motivata dall'intenzione di valutare l'attivazione del meccanismo di adeguamento previsto dall'art. 110-*quinquies* l.a.

<sup>57</sup> Cfr. art. 84, co. 2, l.a.

<sup>58</sup> Cfr. dir. 2011/77/UE, considerando 9 ss.



PARTE IX  
MERCATI, CONTRATTI BANCARI,  
FINANZIAMENTI E MONETA



# PAGAMENTI ELETTRONICI NON AUTORIZZATI: LA TUTELA DEL CLIENTE ALLA LUCE DEGLI ORIENTAMENTI DELL'ABF

di Ugo Minneci

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Brevi cenni di carattere sistematico. – 3. Il regime delle operazioni non autorizzate alla luce del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 (e successive modifiche). – 4. Il concorso di colpa. – 5. Spoofing e vishing.

1. *Premessa.* – È noto che gli interventi in tema di servizi di pagamento da parte dei giudici togati si contano sulle dita delle mani e, per di più, quando si tratta di pronunce delle Corti superiori, scaturiscono ancora spesso da vicende intervenute *addirittura* prima dell'avvento della PSD1<sup>1</sup>. Per contro, non solo esiste, in materia, un cospicuo repertorio di pronunce dell'ABF; ma, per la facilità di accesso a questo sistema di ADR, lo sfasamento temporale tra il verificarsi della operazione contestata e l'avvento della relativa decisione si presenta estremamente ridotto, tanto che già oggi si registra un discreto numero di casi risolti alla luce della PSD2. Proprio in considerazione di ciò, non sembra azzardato affermare che, nell'ambito dei servizi di pagamento, sia proprio la giurisprudenza dell'ABF a formare il «diritto vivente» in materia.

2. *Brevi cenni di carattere sistematico.* – 2.1. Le operazioni di pagamento (e, in particolare, il trasferimento di fondi senza consegna materiale di denaro) formano oggetto di una disciplina *ad hoc*, di origine unionale, (prima la Direttiva PSD 1, poi la PSD 2), che costituisce un micro-cosmo, se non proprio a sé stante, comunque caratterizzato da una serie di regole specifiche<sup>2</sup>. Si tratta di una normativa che, nel perseguire l'obiettivo di assicurare efficienza e sicurezza al sistema dei pagamenti europei, costruisce l'operazione di pagamento come un procedimento<sup>3</sup>, offrendo una serie di risposte a

---

<sup>1</sup> Così è per Cass. 3 febbraio 2017, n. 2950 e per Cass. 12 aprile 2018, n. 9158. Con Cass. 26 maggio 2020, n. 9721, si ha finalmente l'esame di una vicenda ricadente (almeno) sotto la disciplina della PSD 1 (come recepita nella versione originaria del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 11). A tale normativa sono state ricondotte *ratione temporis* anche le operazioni fraudolente esaminate dal recentissimo Trib. Pesaro, 7 settembre 2021, reperibile su sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>2</sup> Per un inquadramento sistematico della disciplina in materia, v. V. SANTORO, *I servizi di pagamento, in I contratti bancari*, a cura di E. CAPOBIANCO, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO-E. GABRIELLI, Torino, 2021, 2131 ss.; L. MIOTTO-M. SPERANZIN, *I pagamenti elettronici*, in M. CIAN-C. SANDEI (a cura di) *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 163 ss.; G. GIMIGNANO, *Il diritto dei pagamenti tra definitività e negoziabilità*, Pisa, 2019, M. ONZA, *Gli strumenti di pagamento nel contesto dei pagamenti on line*, in *Diritto banca e merc. fin.*, 2017, 679 ss.; nonché il recente lavoro monografico di F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020.

<sup>3</sup> Ricorre alla categoria del procedimento per spiegare la sequenza di passaggi in cui si snoda

problemi concreti, secondo l'approccio pragmatico proprio del legislatore comunitario. Da qui, il monito di svariati autori a valutare con cautela la riconducibilità della fattispecie entro schemi o figure tradizionali.

2.2. Salvo casi marginali, la prestazione di servizi di pagamento avviene sulla base di un contratto-quadro sottoscritto tra intermediario finanziario e cliente (il fruitore del servizio). Si tratta, questo, di un contratto che, dal lato del fornitore del servizio, si presta ad essere etichettato come «contratto di impresa» secondo quella che è l'accezione di Arturo Dalmartello<sup>4</sup>: ovvero come contratto espressivo dell'attività esercitata<sup>5</sup>.

2.3. La constatazione di trovarsi di fronte a un *quid* ambivalente, contratto e al tempo stesso atto di impresa, non è di per sé neutra. Essa offre infatti una importante chiave di lettura per cogliere il senso delle soluzioni adottate dal legislatore, nonché per regolare e gestire eventuali lacune o ambiguità del testo normativo. In altri termini, il fatto che per una delle parti la prestazione dedotta nel contratto rientri nell'alveo di una attività esercitata in modo organizzato e stabile consente di regolare e gestire il rapporto che ne deriva secondo schemi di ragionamento e prospettive diverse rispetto all'ipotesi di un accordo contemplante per entrambe le parti prestazioni occasionali o comunque estranee all'attività professionale o imprenditoriale delle stesse.

2.4. Naturalmente, nella interpretazione complessiva della disciplina in materia e, in particolare, nella giustificazione dei criteri di ripartizione dei rischi legati alle patologie che possano incorrere nella esecuzione delle relative operazioni, non potrà ignorarsi l'ultimioris dato che, nel contesto odierno, il ricorso a pagamenti intermediati costituisce sempre più spesso una soluzione necessitata, anziché frutto, di una libera scelta, stante l'esistenza di un *trend* normativo volto a disincentivare il più possibile l'uso del contante.

3. *Il regime delle operazioni non autorizzate alla luce del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 (e successive modifiche)*. – 3.1. Come desumibile dall'art. 9, comma 1 del D.Lgs. n. 11/2010, si considera contestata l'operazione conteggiata a carico del cliente che quest'ultimo disconosca nel termine di 13 mesi dalla data di addebito<sup>6</sup>. Le ragioni del

---

l'esecuzione di una operazione di pagamento V. DE STASIO, *Ordine di pagamento non autorizzato e restituzione della moneta*, Milano, 2016.

<sup>4</sup>A. DALMARTELLO, *Contratti di impresa*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1988. Su tale tipologia di contratti vd. altresì A.A. DOLMETTA, *Sui "contratti di impresa": ipoteticità di una categoria (ricordo di Arturo Dalmartello)*, in A.A. DOLMETTA-G.B. PORTALE (a cura di) *Un maestro del diritto commerciale*, Milano, 2010, 107 ss.; M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in G. GITTI-M. MAUGERI-M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna, 2012, I, 33 ss.

<sup>5</sup>Coltiva la prospettiva del contratto di impresa come chiave di lettura per determinare i criteri di ripartizione del rischio nell'ambito della prestazione dei servizi di pagamento U. MALVAGNA, *Clausole di riaddebito e servizi di pagamento*, Milano, 2018.

<sup>6</sup>Sulle operazioni non autorizzate, v. O. TROIANO-V. CUOCCI-A. PIRONTI, *Responsabilità del pagatore per l'uso non autorizzato dello strumento di pagamento*, in M. MANCINI-M. RISPOLI FARINA-V. SANTORO-A. SCIARRONE ALIBRANDI-O. TROIANO (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2001, 143 ss.; I.A. CAGGIANO, *Pagamenti non autorizzati tra responsabilità e restituzioni. Una lettura del D. Lgs. 11/2010 e lo scenario delle nuove tecnologie*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, 459 ss.; M.C. PAGLIETTI,

disconoscimento possono essere tante: solo per fermarsi a quelle più frequenti, in caso di bonifico *on line*, non avere in realtà dato corso alla stessa; nell'ipotesi di prelievo allo sportello bancomat, il previo furto o sottrazione della carta<sup>7</sup>.

Fermo restando che, una volta richiesto il blocco dello strumento, nessuna operazione successiva può essere addebitata al cliente salvo il caso della frode (cfr. art. 12, comma 1), preme fin da subito rilevare che la normativa in materia consente di ripudiare anche pagamenti realizzati precedentemente: e ciò senza particolari oneri di allegazione, se non per l'appunto la manifestazione della volontà di disconoscere l'operazione che avrebbe dato origine all'addebito<sup>8</sup>.

3.2. Di fronte all'eventualità appena riferita, come recentemente precisato dal Collegio di Coordinamento ABF<sup>9</sup>, l'art. 10 delinea una disciplina *ad hoc*, che si compone di due segmenti, l'uno consecutivo all'altro.

3.3. Per mantenere fermo l'addebito in capo al cliente, occorre anzitutto che l'intermediario fornisca idonea evidenza che l'operazione contestata sia stata autenticata, correttamente registrata e contabilizzata, e che non abbia subito le conseguenze del malfunzionamento delle procedure necessarie per la sua esecuzione o altri inconvenienti (art. 10, comma 1). Più precisamente, viene richiesto alla banca di dimostrare di avere lavorato (*rectius* processato) correttamente l'operazione, attivando quei comportamenti e/o procedure in grado di soddisfare gli standard del settore.

Mette conto di segnalare che, per assolvere all'onere probatorio relativo alla corretta autenticazione, i collegi ABF richiedono la produzione dei c.d. log, ovvero delle registrazioni informatiche, tratte dai sistemi di data base centralizzati, che permettono di ricostruire l'*iter* di lavorazione della operazione dal punto di innesco fino alla sua conclusione.

---

*Questioni in materia di prova di pagamenti non autorizzati*, in M.C. PAGLIETTI-M.I. VANGELISTI (a cura di), *Innovazione e regole nei pagamenti digitali*, Roma, 2020, 43 ss.; V. DE STASIO, *Riparto di responsabilità e restituzione nei pagamenti non autorizzati*, in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali*, cit., 25 ss.; L. MUTTINI, *Frodi informatiche e responsabilità della banca: i nuovi orientamenti dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 41 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Firenze, 19 gennaio 2016, in *Diritto banca e merc. fin.*, 2017, 27 ss, con approfondita nota di F. CIRAOLO, *Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione della responsabilità. Dagli orientamenti attuali alla revisione della PSD*.

<sup>7</sup>Viene da chiedersi se, una volta scaduto il termine di tredici mesi, l'operazione debba restare assegnata in via definitiva al cliente oppure se la stessa si riveli comunque passibile di contestazione, sia pure senza invocare il regime di favore previsto dal Decr. Lgs. n. 11/2010, ma basandosi esclusivamente sulla disciplina di diritto comune. Al riguardo, è da osservare che la giurisprudenza dei Collegi ABF appare privilegiare il primo corno dell'alternativa, ravvisando nella tardività della contestazione una ragione da sola idonea a giustificare il rigetto del ricorso. Vero è tuttavia che, in caso di evidenza di comportamenti dolosi e/o fraudolenti interni (*rectius* imputabili) all'intermediario, la mera inosservanza del termine in questione non sembra atteggiarsi come elemento di per sé sufficiente ad escludere una tutela quanto meno di carattere risarcitorio.

<sup>8</sup>Mette peraltro conto di sottolineare che, allorché si tratti di valutare in termini di eventuale colpa grave la condotta del cliente (avendo la banca fornito idonea dimostrazione in ordine alla corretta lavorazione del pagamento contestato), l'indicazione da parte dell'interessato di elementi di fatto utili a ricostruire la concreta dinamica dell'accaduto può rivelarsi decisiva ai fini dell'accoglimento della domanda di rimborso nei confronti dell'intermediario.

<sup>9</sup>Cfr. Collegio di coordinamento, decisione 10 ottobre 2019, n. 22745.



In caso di mancata somministrazione della prova prescritta, viene disposto il riaccredito dell'ammontare addebitato senza necessità di ulteriori accertamenti.

3.4. È appena il caso di sottolineare che, venendo in gioco l'attività di un soggetto professionale (non a caso si è parlato di contratto di impresa), la prestazione eseguita dall'intermediario sarà da valutare alla stregua del parametro di cui all'art. 1176, comma 2, c.c.: ovvero secondo standard di diligenza oggettiva o sulla base del criterio della diligenza tecnica proprio dell'accorto banchiere<sup>10</sup>.

Piuttosto è da rilevare come si riveli senz'altro conforme ai principi generali in tema di adempimento la previsione di far gravare sulla banca l'onere di dimostrare di avere eseguito correttamente l'operazione disposta dal cliente<sup>11</sup>.

In materia di riparto dei carichi probatori in punto di responsabilità debitoria costituisce infatti un insegnamento ormai consolidato quello secondo cui, una volta fornita evidenza della fonte negoziale o legale del diritto fatto valere e, se previsto, del termine di scadenza, il creditore possa limitarsi ad allegare (senza provarlo) il fatto dell'inadempimento (o dell'inesatto adempimento) della controparte, insistendo per contro su quest'ultima l'onere di provare di avere adempiuto (ovvero di avere *esattamente* adempiuto la prestazione dovuta), oppure che la mancata esecuzione di *quod debetur* sia da ricollegare alla sopravvenienza di una impossibilità non imputabile<sup>12</sup>.

Semmai, a costituire una deviazione rispetto ai principi generali del diritto applicato in materia di responsabilità per inadempimento, risulta proprio la configurazione in capo al cliente di un così *leggero* onere di allegazione: come già accennato, bastando un semplice disconoscimento da parte sua.

---

<sup>10</sup> Preme osservare che nel concetto di prestazione dovuta dall'intermediario, deve ritenersi incluso non solo il "pagamento" in quanto tale, ma anche il complesso delle procedure attraverso le quali viene assicurata l'offerta del servizio. Il punto è ben colto da M.C. PAGLIETTI, *Questioni in materia di prova di pagamenti non autorizzati*, cit., 53, quando rileva come la diligenza dell'accorto banchiere implichi l'obbligo di adozione di un modello organizzativo adeguato alla tipologia di operazioni posta in essere; con l'ulteriore precisazione che, una volta appurato che la banca deve sottostare al canone dell'art. 1176, comma 2, c.c., lo sforzo tecnico protettivo richiesto alla stessa dovrà essere idoneo a prevenire possibili eventi pregiudizievoli.

<sup>11</sup> Al riguardo si rivela indicativa Cass. 2 marzo-26 maggio 2020, n. 9721, secondo cui in tema di responsabilità della banca in caso di operazioni effettuate a mezzo di strumenti elettronici, anche al fine di garantire la fiducia degli utenti nella sicurezza del sistema (il che rappresenta interesse degli stessi operatori) è del tutto ragionevole ricondurre nell'area del rischio professionale del prestatore dei servizi di pagamento, prevedibile ed evitabile con appropriate misure destinate a verificare la riconducibilità delle operazioni alla volontà del cliente, la possibilità di una utilizzazione dei codici di accesso al sistema da parte dei terzi, non attribuibile al dolo del titolare o a comportamenti talmente incauti da non poter essere fronteggiati in anticipo. Ne consegue che, anche prima dell'entrata in vigore del D.Lgs. n. 11/2010, attuativo della direttiva n. 2007/64/CE relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, la banca, cui è richiesta una diligenza di natura tecnica, da valutarsi con il parametro dell'accorto banchiere è tenuta a fornire la prova della riconducibilità dell'operazione al cliente. In senso analogo Cass. 12 aprile 2018, n. 9158.

<sup>12</sup> Cfr. *ex multis* Cass. 21 maggio 2019, n. 13685, per la quale, in tema di prova dell'inadempimento di una obbligazione, il creditore che agisca per la risoluzione del contratto o per il risarcimento del danno ovvero per l'adempimento deve soltanto provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto e il relativo termine di scadenza, ma non l'inadempimento dell'obligato, potendosi limitare alla mera allegazione della circostanza dell'inadempimento della controparte., spettando invece al debitore l'onere di provare il fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento. Il tutto con l'ulteriore specificazione che il medesimo principio, applicabile anche nell'ipotesi di inesatto adempimento, sarebbe estendibile anche alle obbligazioni di risultato.

Invero, nell'ipotesi in cui si controverta su un adempimento inesatto (fattispecie cui si lascia equiparare la vicenda di un pagamento non autorizzato) pur dispensandosi il creditore dal dimostrare l'inesattezza della prestazione ricevuta, cionondimeno si tende ad escludere che la contestazione di quest'ultimo possa esaurirsi in un generico rimprovero di avere eseguito male: richiedendosi piuttosto una allegazione in qualche misura circostanziata, o meglio contraddistinta da un certo grado di dettaglio, in modo da assicurare il principio del contraddittorio, ovvero la possibilità per il debitore di misurarsi con addebiti specifici<sup>13</sup>.

La soluzione prevista dall'art. 10 merita tuttavia approvazione: sia perché si rivelerebbe alquanto arduo per un comune utente anche solo ipotizzare le ragioni che hanno portato alla esecuzione di una operazione non autorizzata, stante l'estrema complessità tecnica che contraddistingue i sistemi di pagamento odierni; sia perché la possibilità di un accesso il più possibile immediato all'accertamento di eventuali patologie che possano avere macchiato l'agire dell'intermediario si presenta – anche a costo di favorire comportamenti opportunistici del cliente – come condizione imprescindibile per aspirare a realizzare l'opzione di fondo perseguita da legislatore unionale e interno (quest'ultimo anche attraverso l'introduzione di veri e propri limiti alla *solutio* tramite la dazione di pezzi monetari) di costruire un ambiente proattivo rispetto a un uso diffuso e capillare di strumenti di pagamento alternativi al contante.

3.5. Come già accennato, l'avvenuto assolvimento da parte della banca dell'onere probatorio appena riferito, non basta a chiudere del tutto la partita, atteggiandosi come condizione necessaria, ma non ancora sufficiente, per poter ritenere l'operazione definitivamente imputabile al cliente.

All'intermediario viene altresì richiesto – ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 10 ult. comma, – di dimostrare l'ulteriore elemento (se non del dolo o della frode, almeno) della colpa grave dell'utente, ossia l'esistenza di un comportamento abnorme, non scusabile del cliente. Invero, in difetto di tale prova, l'operazione non sarà conteggiabile in capo al cliente, salva la possibilità di una franchigia di Euro 50,00 nell'ipotesi di furto, smarrimento o appropriazione indebita dello strumento di pagamento.

A ben vedere, quella appena riferita costituisce la principale e forse più significativa deviazione dai principi generali in materia di responsabilità per inadempimento: e, in particolare dal disposto dell'art. 1227 c.c.

D'altro canto, il risultato pratico di ribaltare sull'intermediario anche il rischio della *mera* colpa del cliente – pur *prima facie* spiazzante alla stregua dello stesso senso comune – finisce per perdere la sua (apparente) valenza «eversiva», allorché si alzi lo sguardo oltre l'orizzonte circoscritto del singolo rapporto per inquadrare il tutto nella prospettiva dell'attività di impresa: trattandosi ancora una volta di una soluzione che, nel far crescere il livello di fiducia nel sistema dei pagamenti elettronici, appare in grado di incentivare in via indiretta l'uso di strumenti diversi dal contante.

---

<sup>13</sup> È ad esempio noto che, in sede di azione di responsabilità sociale nei confronti di amministratori di società, la giurisprudenza suole richiedere (se non altro) l'indicazione dei presunti episodi di *mala gestio*; parimenti, allorché si contesti la cattiva esecuzione di un *opus*, non si può prescindere dall'enunciare le ragioni di difformità o i vizi addebitati.

3.6. Ciò posto, per la prova della colpa grave del cliente, i collegi ABF ammettono il ricorso anche a presunzioni; pur se deve registrarsi – specie a far tempo dall'avvento della PSD 2 – un progressivo irrigidimento al riguardo.

Più nel dettaglio, resiste ancora l'orientamento secondo cui, nell'ipotesi di furto e/o smarrimento della carta bancomat, la constatazione di un intervallo temporale assolutamente ravvicinato tra la perdita della disponibilità della "plastica" e il compimento della prima operazione disconosciuta varrebbe a dimostrare, già di per sé, un atteggiamento gravemente negligente da parte dell'utente nella custodia dello strumento di pagamento, facendo presumere la conservazione, in uno con quest'ultimo, delle relative credenziali d'uso<sup>14</sup>.

Passando all'operatività dei pagamenti *on line*, deve per contro registrarsi una certa evoluzione. In passato, di fronte all'adozione da parte dell'intermediario di un sistema a duplice fattore di sicurezza (intendendosi per tale ad esempio quello contemplante l'utilizzo di una credenziale statica in combinazione con una password otp o monouso), i Collegi erano soliti presumere – salva l'emersione dalla documentazione in atti di circostanze contrastanti – la colpa grave del cliente, costituita dall'essere verosimilmente incorso in un episodio di *phishing* per avere imprudentemente comunicato a terzi i codici di utilizzo dello strumento.

Nell'oggi, con l'intervenuta elevazione della *strong authentication* a presidio imposto dalla legge (come tale suscettibile, in caso di mancata adozione, di riflettere una carenza organizzativa ricadente nell'ambito del comma 1 dell'art. 10), per sorreggere la presunzione in esame si richiede anche dell'altro.

Più precisamente, venuta meno l'idea di una sorta di automatismo tra l'utilizzo di un sistema a due fattori da parte dell'intermediario e una colpa grave del cliente nella custodia dei codici identificativi e del dispositivo OTP – anche per effetto di quanto previsto dall'art. 10, comma 2, laddove precisa che la verifica dell'uso delle corrette credenziali non possa considerarsi di per sé necessariamente sufficiente a dimostrare una negligenza inescusabile del cliente<sup>15</sup> –, il fondamento della presunzione suole essere rinvenuto (all'esito di una attenta ponderazione delle varie circostanze che connotano la vicenda concreta) in ulteriori elementi, quali, da un lato, la particolare affidabilità tecnica dello strumento e/o l'assenza di profili di anomalia dell'ordine, dall'altro lato l'evidenza di comportamenti di particolare trascuratezza dell'utente tra cui il rifiuto di avvalersi del servizio di SMS *alert*, anche se offerto gratuitamente, oppure l'omesso controllo del proprio conto per un protratto periodo di tempo<sup>16</sup>.

#### 4. *Il concorso di colpa.* – 4.1. Una attenzione particolare è da riservare all'ipotesi in

---

<sup>14</sup> Tra le tante v. ABF Collegio Milano, decisione del 2 settembre 2020, n. 15330.

<sup>15</sup> Così ABF Collegio di coordinamento, decisione 10 ottobre 2019, n. 22745, in cui si legge che «la previsione di cui all'art. 10, comma 2 in ordine all'onere posto a carico del PSP della prova della frode, del dolo e della colpa grave dell'utilizzatore va interpretato nel senso che la produzione documentale volta a provare l'autenticazione e la formale regolarità dell'operazione contestata non soddisfa, di per sé, l'onere probatorio, essendo necessario che l'intermediario provveda specificamente ad indicare una serie di elementi che caratterizzano le modalità esecutive dell'operazione dai quali possa trarsi la prova, in via presuntiva, della colpa grave dell'utente».

<sup>16</sup> Cfr. ABF Collegio Milano, decisione 25 agosto 2020, n. 14804; nonché decisione 3 settembre 2020, n. 15392.

cui ci si trovi di fronte a negligenze di entrambe le parti. Può essere ad esempio il caso contraddistinto, da un lato, da un comportamento particolarmente ingenuo del cliente (ad esempio, il fatto di avere abboccato a una mail di phishing), dall'altro dalla adozione di misure di sicurezza inadeguate, in quanto non (almeno del tutto) in linea con gli standard del settore.

In tale evenienza, il profilo della disparità strutturale tra i contraenti tende, nella valutazione dei collegi ABF, a riemergere; con la conseguenza di attribuire – al di là della gravità del comportamento rimproverabile all'utente – un rilievo significativo (se non addirittura preminente) anche alla negligenza dell'intermediario.

Si tratta, questo, non tanto di un portato immediato della disciplina specifica in materia, bensì più in generale di un riflesso della qualificazione «di impresa» del contratto avente ad oggetto l'offerta di servizi di pagamento. In effetti, si rivelerebbe contrario al buon senso prima ancora che al diritto non cogliere la discontinuità di ordine qualitativo prima ancora che quantitativo tra la negligenza rimproverabile al soggetto *insider* rispetto alla prestazione contrattuale e la colpa addebitabile al cliente che usufruisca da *outsider* del servizio<sup>17</sup>.

4.2. Ciò posto, la casistica offre almeno tre tipologie di situazioni, in cui i collegi ABF tendono a ravvisare un concorso di colpa dell'intermediario suscettibile di far addossare su quest'ultimo tutto o parte del peso economico delle operazioni contestate, pur in presenza di una grave negligenza rimproverabile al soggetto pagatore.

La prima riguarda la mancata attivazione della banca di fronte al materializzarsi di uno dei casi (c.d. indici) di rischio di frode individuati dall'art. 8 del D.M. 30 aprile 2007, n. 112.

Pur essendo state pensate con riguardo specifico all'utilizzo delle carte di pagamento, la giurisprudenza dei Collegi ABF<sup>18</sup> suole attribuire alle relative fattispecie una valenza più ampia, considerandole come emblematiche di anomalie e/o scenari di frode tali da non poter non essere percepiti da un sistema di sicurezza in grado di soddisfare i requisiti di efficienza richiesti. Da ciò viene tratta la conseguenza di ritenere in ogni caso assorbente la carenza organizzativa dell'intermediario con l'effetto di conteggiare sul medesimo (in tutto o in parte, a seconda dei casi) l'ammontare delle operazioni realizzate nel tempo successivo a quello in cui sarebbe stato ragionevole aspettarsi un suo intervento reattivo (come il blocco della operatività dello strumento in uno con una interlocuzione con il cliente).

4.3. Altra vicenda suscettibile di far ravvisare una fattispecie di concorso di colpa si lega al mancato inoltro da parte dell'intermediario di un *sms alert* (o eventuale altro equipollente) al cliente, anche se non contrattualmente previsto. In effetti, pur in un contesto di grave negligenza dell'utente, quando siano in gioco più pagamenti, la constatazione dell'omesso invio suole aprire a una sorta di rilettura complessiva della vi-

---

<sup>17</sup> L'uso dei termini *insider* e *outsider* rispetto alla prestazione dedotta nel contratto si deve a V. ROPPO, *Regolazione del mercato e interessi di riferimento: dalla protezione del consumatore alla tutela del cliente*, in *Riv. dir. priv.*, 2010, 19 ss.

<sup>18</sup> Così Collegio Milano, decisione del 5 febbraio 2020, n. 1725.

cenda, con la possibilità di lasciare a carico dell'intermediario (in tutto o in parte) l'ammontare delle operazioni contestate successive alla prima<sup>19</sup>.

4.4. Meritevole di attenzione è pure il fenomeno delle c.d. *sim swap fraud*. Si tratta di un tipo di frode che può intervenire quando l'utente sia legittimato ad autenticare le operazioni di pagamento anche attraverso un OTP inviato sul proprio cellulare tramite SMS. Per la sua compiuta realizzazione, i malfattori devono *i)* acquisire i dati e credenziali di home banking della vittima mediante tecniche di *social engineering* e attività di *phishing*; *ii)* richiedere all'operatore telefonico, anche servendosi di documenti falsificati *ad hoc* una nuova *sim* con la scusa di avere perso o distrutto la precedente; *iii)* ottenere dalla banca della vittima, attraverso l'uso del medesimo numero telefonico, l'autorizzazione ad operare sul conto *on line* del malcapitato.

Come facilmente intuibile, si tratta di una vicenda alquanto sofisticata, che sconta, almeno nella normalità, un profilo di leggerezza del cliente per avere rivelato i propri codici d'accesso, ma che evidenzia pure una criticità nella organizzazione del servizio predisposta dall'intermediario per non avere adottato idonee cautele contro il rischio che la carta *sim* utilizzata per l'autenticazione possa esser sostituita fraudolentemente, così vanificando i dispositivi di sicurezza attivati a tutela della clientela.

Proprio in ragione di ciò, pur di fronte a una frode che prende le mosse da un episodio di *phishing*, i collegi ABF sono propensi a ravvisare – se non altro – una situazione di concorso di colpa<sup>20</sup>, tale da consentire una ripartizione tra intermediario e utente, del peso economico delle operazioni disconosciute<sup>21</sup>.

5. *Spoofing e vishing*. – 5.1. La necessità di valutare tanto il comportamento tenuto dal cliente quanto la conformità a idonei standard di adeguatezza della organizzazione del servizio offerto dall'intermediario si è riproposta con particolare delicatezza nell'ipotesi di una tipologia di frode diffusasi recentemente e contraddistinta dalla combinazione di una condotta di *spoofing* con una (successiva) di *vishing*.

5.2. Al riguardo, sembra opportuno precisare che quando si parla di *spoofing* si intende fare riferimento a una forma di aggressione informatica che consiste nella manipolazione dei dati relativi al mittente di un sms per far sì che esso appaia provenire da un soggetto differente, mediante la sostituzione del numero originario con un testo alfanumerico riconducibile a quello utilizzato dall'intermediario per i propri messaggi genuini. Dal canto suo, il *vishing* ricorre allorché la chiamata telefonica effettuata

---

<sup>19</sup> Ad avviso del Collegio di Coordinamento (decisione 6 novembre 2019, n. 24366), deve ritenersi che tra i doveri di protezione dell'utente gravanti sull'intermediario rientri l'onere di fornire il servizio di sms alert o assimilabili da cui l'intermediario può essere esonerato solo dimostrando l'esplicito rifiuto dell'utente ad avvalersene. Per la considerazione del mancato tempestivo invio di un sms alert come indicativo di una colpa dell'intermediario rilevante ai fini dell'art. 1227 c.c., cfr. ABF Collegio Milano, decisione del 2 settembre 2020, n. 15939.

<sup>20</sup> Cfr. ABF, Collegio Milano, decisione del 13 agosto 2020, n. 14213.

<sup>21</sup> In taluni casi, la carenza organizzativa è stata ritenuta talmente grave da precludere la possibilità di considerare l'operazione contestata correttamente processata e quindi di ritenere assolto l'onere probatorio sancito dal comma 1 dell'art. 10: cfr. ABF, Collegio Bologna, decisione del 25 agosto 2020, n. 14765.

dal falso operatore appare riferibile a una utenza della banca, il più delle volte, il c.d. numero verde della stessa.

5.3. Ciò posto, nella sua concreta concatenazione, la truffa suole svilupparsi nei seguenti termini: attraverso l'sms truffaldino, il cliente viene anzitutto sollecitato a comunicare i propri dati e credenziali statiche (spesso cliccando sul link riportato nel messaggio); dopodiché, con la successiva chiamata, lo si induce a comunicare i codici Otp trasmessi sul suo cellulare dalla banca in seguito alla inizializzazione della operazione compiuta dal malfattore (utilizzando i dati precedentemente acquisiti), per lo più facendogli credere che occorre sventare un pagamento fraudolento in corso oppure aggiornare i dispositivi di sicurezza.

5.4. Nel tipo di vicenda indicata, non è agevole orientarsi. Certamente non possono escludersi profili di leggerezza da parte del cliente. In effetti, sono ormai diffuse e frequenti le campagne informative portate avanti dagli intermediari dirette a sensibilizzare la clientela sulla necessità di non dare alcun seguito alle richieste di comunicazione delle credenziali relative all'utilizzo degli strumenti di pagamento, anche se apparentemente provenienti da esponenti della banca stessa, trattandosi di condotte (estrane e a un corretto *modus operandi* e quindi) indicative della sussistenza di una manovra decessiva in danno del fruitore del servizio.

5.5. È vero però che sarebbe semplicistico ignorare che sul comportamento concretamente esigibile dall'utente sono destinati ad incidere anche fattori quali (ad esempio) l'età, il grado di istruzione, la dimestichezza con le nuove tecnologie, il contesto situazionale nel quale si è consumata la truffa.

5.6. D'altro canto, non può nemmeno passare inosservato che la (relativa) facilità con la quale risulta possibile far apparire come provenienti dall'intermediario sms o chiamate truffaldine solleva pesanti ombre sulla efficienza complessiva dei sistemi di sicurezza adottati dall'intermediario. Più precisamente, la constatazione – anche attinta da inchieste giornalistiche – secondo cui non occorrerebbero tecniche raffinate per far risultare proveniente dal numero verde dell'intermediario una chiamata telefonica in realtà truffaldina (ma lo stesso è da dire per sms) non sembra poter essere utilizzata dalla banca come esimente, ma dovrebbe piuttosto fungere da sprone per migliorare gli standard di sicurezza adottati: eventualmente prevedendo per clienti-consumatori massimali (per singola operazione e/o giornalieri) più contenuti<sup>22</sup>; adottando cautele aggiuntive in caso di bonifico di importo elevato e/o in favore di beneficiario non abituale o straniero (specie nell'ipotesi di operatività pregressa di natura esclusivamente domestica); presentando la tipologia del bonifico immediato come soluzione non normale (o di *default*), bensì sottoposta a specifica richiesta in sede di sottoscrizione del contratto-quadro e al momento della inizializzazione della operazione. Del resto, il ricorso ad al-

---

<sup>22</sup> In alcuni casi, i massimali per singola operazione, ancorché compiuta da un consumatore, ammontano anche a Euro 30.000,00 (se non di più). Se a ciò si aggiunge che l'utilizzo del c.d. bonifico immediato viene proposta come soluzione di *default* la modalità di organizzazione del servizio non può che apparire particolarmente e – verrebbe da aggiungere – *inutilmente* pericolosa.

goritmi e sistemi di intelligenza artificiale dovrebbe permettere di conseguire l'obiettivo di un innalzamento delle soglie di protezione, senza un significativo aggravio dei costi del servizio.

5.7. Di fronte a situazioni dai contorni così fluidi, non deve meravigliare se i Collegi ABF tendono ad a ricorrere ancora una volta a un modello di soluzione imperniato sul concorso di colpa<sup>23</sup>. In effetti, tale approccio, se da un lato permette di ribadire l'esigenza di comportamenti accorti da parte dell'utente, dall'altro lato ha il pregio di spingere gli intermediari ad intervenire prontamente sulle fragilità che i sistemi di sicurezza adottati dovessero manifestare: il tutto attraverso una attenta lettura delle molteplici sfaccettature del caso concreto<sup>24</sup>.

5.8. Da ultimo, una variante particolarmente insidiosa del tipo di frode in esame si ha allorché il truffatore *i*) contatta il cliente attraverso l'invio di un sms seguito da chiamata telefonica, facendogli credere di essere l'intermediario; *ii*) induce l'utente a comunicare dapprima le credenziali statiche e poi (nel corso del colloquio telefonico) i codici otp, giustificando la richiesta con la necessità di aggiornare il profilo o con quella di sventare un'operazione non autorizzata in corso; *iii*) utilizza i dati recuperati, non per eseguire un pagamento immediato (a carico del *deceptus*), ma per caricare su un *tablet* nella propria disponibilità una Applicazione in grado di generare in via automatica codici otp, in modo da innescare una autonoma operatività dispositiva.

La pericolosità di tale truffa risiede nel fatto che, pur nel formale rispetto delle prescrizioni in tema Strong Confirmation Authentication, il malfattore finisce per trovarsi nella condizione di compiere successivi pagamenti senza possibilità per il reale titolare dello strumento di pagamento di averne percezione, se non a cose ampiamente fatte attraverso la constatazione degli addebiti sull'estratto conto.

5.9. Ora, è vero che anche in tale situazione non stentano ad emergere profili di colpa grave del cliente per avere dato credito a sms recanti link improbabili o per avere

---

<sup>23</sup> Emblematico di tale orientamento appare il percorso motivazionale seguito dal Collegio di Milano nella decisione n. 21414 del 2020, in base al quale dopo aver premesso che «sussistono dichiarazioni confessorie del cliente, il quale riferisce di avere cliccato sul link truffaldino, di avervi inserito i dati statistici richiesti e di avere ricevuto una chiamata dal call center dell'intermediario, poco prima del compimento delle operazioni, per essere informato della necessità di disinstallare l'applicazione e di reinstallarla dopo un'ora, e avere infine posto in essere le condotte richieste dall'operatore. Non è possibile dubitare pertanto che il cliente sia stato vittima di una frode classica e non particolarmente sofisticata ... Tale condotta si contraddistingue per rilevanti profili di colpa grave, anche in ragione delle numerose mail informative inviate dall'intermediario antecedentemente al verificarsi della frode, relative ai rischi legati all'operatività on line e alle principali tipologie di truffe», aggiunge che «d'altra parte, la telefonata con cui è stata tesa l'esca alla cliente, apprendo provenire dal numero verde, poteva indurre il cliente a confidare nella sua genuinità. In casi analoghi, nei quali sono stati ravvisati elementi tali da far confidare nel carattere veritiero del messaggio sia una condotta imprudente del cliente successivamente alla ricezione del messaggio, l'orientamento è stato nel senso di riconoscere il concorso di responsabilità delle parti in misura del 50%».

<sup>24</sup> Basti pensare che, ai fini della ripartizione della responsabilità in caso di concorso di colpa, si suole tenere conto di elementi quali la presenza o meno di errori grammaticali o sintattici nel messaggio civetta oppure l'indicazione di un link in alcun modo riferibile all'intermediario: e ciò sul presupposto che eventuali indizi di inattendibilità o anomalie dovrebbero valere ad allertare l'utente avveduto.

comunicato a terzi i codici otp trasmessi dalla banca; cionondimeno non può neppure tacersi che la vicenda in esame viene a riflettere talune problematicità anche con riguardo alla organizzazione stessa del servizio prestato dall'intermediario convenuto.

In effetti, non può sfuggire come, con la sottrazione di un unico codice otp<sup>25</sup>, il *decipiens* consegua il risultato di mettersi in grado di portare avanti una operatività dispositiva – almeno per una prima fase – al di fuori di ogni possibilità di controllo da parte del diretto interessato. In questo caso, a venire in considerazione non è tanto la conformità dei singoli pagamenti alla regola della SCA<sup>26</sup> (a ben vedere, suscettibile di essere soddisfatta attraverso l'*enrollment*, dell'Applicazione sul *tablet* del truffatore), bensì l'esistenza di una criticità organizzativa nell'offerta del servizio: per il caricamento di una App dagli effetti potenzialmente così devastanti, apparendo necessaria l'adozione di misure tali da permettere un reale controllo sulla identità ed effettiva volontà del soggetto richiedente l'*enrollement* (se del caso, prendendo diretto contatto con il cliente o disponendo il blocco cautelativo della operatività).

In tale contesto, le campagne informative in materia di sicurezza e prevenzione delle truffe realizzate dagli intermediari costituiscono senz'altro una iniziativa apprezzabile, ma insufficiente *da sola* a supplire alle disfunzioni appena riferite.

Quello delle frodi informatiche costituisce infatti un rischio tipico dell'attività del prestatore di servizi di pagamento, di cui quest'ultimo può difficilmente spogliarsi del tutto. E ciò tanto più allorquando l'utilizzo di determinate Applicazioni consenta lo svolgimento del servizio attraverso modalità che presentano coefficienti di rischiosità aggiuntivi.

Non sembra pertanto eversivo ipotizzare anche nella situazione in esame la sussistenza di una situazione di concorso di responsabilità.

---

<sup>25</sup> Nel caso di specie, il codice otp viene utilizzato dal malfattore per accedere al conto di pagamento on line della vittima (cfr. art. 10-bis, comma 1) e procedere all'accreditamento del proprio tablet, in funzione del caricamento della App.

<sup>26</sup> Sulla mancata evidenza di una SCA idonea tende invece insistere, con riguardo a un tipo di frode simile a quello di cui al testo, una recente pronuncia del Collegio di Coordinamento (decisione n. 21285/2021); ma il sospetto è che l'argomentazione adoperata sia eccessivamente legata alle specificità della controversia concreta.



# SULL'INESISTENZA DI UN DIRITTO AL CONTO CORRENTE BANCARIO IN CAPO AI “NON CONSUMATORI”

di *Umberto Morera*

SOMMARIO: 1. La centralità e la rilevanza del conto corrente bancario nei rapporti economici. – 2. L'assenza del conto corrente come circostanza comportante l'emarginazione finanziaria del soggetto che ne risulti privo. Gli interventi tesi a favorire l'inclusione dei soggetti emarginati finanziariamente e l'attenzione all'inclusione del consumatore. – 3. I soggetti “non consumatori” e la non sussistenza di un loro diritto al conto corrente bancario. – 4. Il disegno di legge n. 1712 dell'11 febbraio 2020: cenni critici.

1. *La centralità e la rilevanza del conto corrente bancario nei rapporti economici.* – Nelle sue atipiche ma magistrali «Lezioni di diritto bancario» Paolo Ferro-Luzzi rimarcava con forza l'assoluta centralità e rilevanza del conto corrente bancario (artt. 1852-1857 c.c.) nell'ambito dei rapporti banca – cliente, configurandolo come vero e proprio “contratto base”, nel quale necessariamente vanno a innestarsi fenomeni di raccolta, di erogazione, e ogni altra operazione bancaria; finendo per costituire «una sorta di presupposto, non giuridico a rigore, ma certamente tecnico-economico, di pressoché ogni rapporto tra banca e cliente che abbia una certa durata e stabilità»<sup>1</sup>.

In merito a tale peculiare caratteristica di vera e propria “chiave d'accesso” ai rapporti intercorrenti tra banca e cliente credo che tutti possano convenire senza particolari esitazioni; laddove, anche poi nell'esperienza pratica, risulta piuttosto agevole rimarcare la circostanza per cui senza lo strumento del conto corrente non è davvero possibile intrattenere relazioni con una banca, anche per quei rapporti che ben potrebbero, in principio, essere regolati indipendentemente e al di fuori di un conto corrente di corrispondenza (si pensi, tra i molti, a un rapporto di mutuo, ovvero a un servizio di cassetta di sicurezza).

Va poi aggiunto che se si è privi di un conto corrente bancario è altresì difficile, per non dire ormai impossibile, intrattenere molteplici rapporti economici anche con soggetti terzi, diversi dalla banca (siano essi in posizione creditoria, ovvero debitoria, rispetto all'interessato). In effetti, al di là dell'impossibilità di estinguere in denaro contante le proprie obbligazioni qualora le stesse superino un determinato ammontare, appare assai difficile, ad esempio, immaginare un locatario che accetti di pagare i canoni mensili in contanti, portando materialmente le somme dovute al locatore privo di un conto in banca; così come è ormai impossibile corrispondere uno stipendio in contanti al proprio dipendente<sup>2</sup> o, per i titolari di partita IVA, pagare le imposte con modalità

---

<sup>1</sup> P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*<sup>2</sup>, I, Torino, 2012, 201 ss.

<sup>2</sup> L'art. 1, comma 910°, legge 27 dicembre 2017, n. 205 vieta al datore di lavoro di corrispondere al proprio lavoratore la retribuzione a mezzo di denaro contante. E per un caso in cui il datore di lavoro risultava impossibilitato a corrispondere il salario al proprio lavoratore in quanto allo stesso era inibita

diversa da quella telematica attraverso un intermediario<sup>3</sup>; arduo anche immaginare un agevole incasso di un assegno bancario senza versarlo sul proprio conto corrente; e gli esempi potrebbero davvero continuare a lungo ...

Insomma, privo di un conto corrente bancario, l'odierno *homo oeconomicus* perde la sua capacità di relazionarsi economicamente, diviene una sorta di "apolide", di escluso finanziario.

2. *L'assenza del conto corrente come circostanza comportante l'emarginazione finanziaria del soggetto che ne risulti privo. Gli interventi tesi a favorire l'inclusione dei soggetti emarginati finanziariamente e l'attenzione all'inclusione del consumatore.* – I soggetti maggiormente incisi dal fenomeno dell'"esclusione finanziaria"<sup>4</sup>, costituente peraltro uno degli indici più significativi della moderna "povertà"<sup>5</sup>, sono ravvisabili, da sempre, nell'ambito di alcune categorie sociali: i migranti senza permesso di soggiorno, i richiedenti asilo, i lavoratori "in nero", i detenuti e, più in generale, coloro che possiedono scarsa o nessuna educazione finanziaria<sup>6,7</sup>.

Questo diffuso (e crescente) fenomeno di esclusione finanziaria – nelle sue diverse, possibili declinazioni: (i) esclusione dai prodotti finanziari e bancari base; (ii) esclusione dal credito; (iii) esclusione dalle forme di risparmio; (iv) esclusione dai servizi di pagamento e di riscossione; (v) esclusione dai servizi di investimento, assicurativi e previdenziali – ha prodotto, nell'ultimo ventennio, una decisa reazione da parte delle istituzioni internazionali<sup>8</sup>, impegnatesi non poco nel favorire la c.d. inclusione finanziaria con ogni possibile mezzo.

In Italia, si è tentato in prima battuta di contrastare il fenomeno dell'esclusione fi-

---

l'accensione di un conto corrente bancario per non risultare iscritto nelle liste anagrafiche nazionali, cfr. Trib. Ancona, 29 luglio 2019, in [www.osservatoriodiscriminazioni.org](http://www.osservatoriodiscriminazioni.org).

<sup>3</sup> Cfr. art. 37, comma 49°, d.l. n. 223/2006.

<sup>4</sup> In argomento, nelle diverse possibili prospettive, V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 56; G. CORRADO, *L'esclusione finanziaria*, Torino, 2012; G. GOMEL-F. BERNASCONI-M.L. CARTECHINI-V. FUCILE-R. SETTIMO-R. STAIANO, *Inclusione finanziaria. Le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Roma, 2011; E. PFÖSTL (a cura di), *Finanza e inclusione sociale in Italia*, Apes, Roma, 2013; BANCA POPOLARE ETICA, *Esclusione finanziaria. Lo scenario italiano*, Padova, 2017.

<sup>5</sup> G. CORRADO, *L'esclusione finanziaria*, cit., 6.

<sup>6</sup> Sull'educazione finanziaria la letteratura è sterminata, soprattutto in lingua inglese; per limitarci a quella in lingua italiana, v. principalmente E. RIGHINI, *L'educazione finanziaria*, Milano, 2020; N. LINCIA-NO-P. SOCCORSO (a cura di), *Le sfide dell'educazione finanziaria*, Quaderno Consob n. 84, Roma, 2017; U. MORERA, *Nuove prospettive per l'educazione finanziaria*, in *Foro it.* 2015, V, 215.

<sup>7</sup> Un quadro della popolazione "non bancarizzata" in Italia trovasi in BIANCO, *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1712 «Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente»*, Senato della Repubblica, VI Commissione Finanze e Tesoro, 7 luglio 2020, in [www.senato.it](http://www.senato.it). In punto di fatto, il maggior ostacolo all'apertura di rapporti bancari nei confronti di soggetti "emarginati" si registra nella diffusa assenza di documenti di riconoscimento in corso di validità, tali da consentire alla banca l'identificazione del richiedente.

<sup>8</sup> Tra le istituzioni internazionali maggiormente attive nel contrasto all'esclusione finanziaria, vanno annoverati principalmente: il G-20, la Banca Mondiale, la Financial Action Task Force (FATF), l'Agenzia Unctf delle Nazioni Unite, il Center for Financial Inclusion, la International Finance Corporation (IFC), il Consultative Group to Assist the Poor (CGAP), nonché l'indipendente Financial Inclusion Centre.

nanziaria mediante l'introduzione, nel 2009, del c.d. "conto corrente semplice"<sup>9</sup>, strumento che avrebbe dovuto essere offerto dalle banche ai consumatori a condizioni particolarmente semplici, stabili e vantaggiose, ma che invero ha avuto scarsissimo successo, anche a causa della pressoché inesistente informazione al mercato.

Successivamente, l'art. 12, d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (convertito con legge 22 dicembre 2011, n. 214) ha richiesto (pur senza prevedere sanzioni al riguardo) che tutti i prestatori di servizi di pagamento (abilitati a compiere servizi a valere su un conto di pagamento) offrissero un "conto di base", le cui caratteristiche avrebbero poi dovuto, in sintonia con la Raccomandazione della Commissione 2011/442/UE del 18 luglio 2011 relativa all'accesso di un conto di pagamento di base, essere definite da una convenzione tra MEF, Banca d'Italia, ABI e Poste Italiane (effettivamente stipulata nel 2012 e poi modificata nel 2014 e nel 2018).

Infine, nel solco della ridetta normativa nazionale e recependo la Direttiva 2014/92/UE del 23 luglio 2014 (c.d. PAD – *Payment Account Directive*)<sup>10</sup>, il legislatore italiano, con il d.lgs. 15 marzo 2017, n. 37, ha introdotto nel testo unico bancario il Capo II-ter (disposizioni particolari relative ai conti di pagamento), ove, al comma 1° dell'art. 126-noviesdecies (rubricato «diritto al conto di base»), è previsto l'obbligo, per tutti i prestatori di servizi di pagamento<sup>11</sup> abilitati a offrire servizi a valere su un conto di pagamento, seppur limitatamente ai servizi di pagamento in concreto dagli stessi offerti ai consumatori, di offrire un conto di pagamento denominato in euro<sup>12</sup>, con caratteristiche di base (c.d. "conto di base")<sup>13</sup>, il comma 2° prevedendo poi – per tutti i consumatori soggiornanti legalmente nella UE<sup>14</sup> – il «diritto all'apertura di un conto di base».

In particolare, ai sensi dell'art. 126-vicies t.u.b., il prestatore di servizi di pagamento

<sup>9</sup> Lo strumento è stato "tipizzato" dalla Banca d'Italia con provvedimento del 27 novembre 2009, utilizzando (forse non del tutto propriamente) l'art. 117, comma 8°, t.u.b.; in argomento cfr. A. MIRONE, *L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di massimo scoperto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 576 ss.; V. MELI, *Il conto corrente di base*, cit., 64 ss.

<sup>10</sup> Questa Direttiva – la cui strada fu tracciata dalla citata Raccomandazione della Commissione 2011/442/UE del 18 luglio 2011 – prevedeva: (a) l'obbligo di informare il mercato dell'esistenza di un conto-base e delle sue caratteristiche; (b) il diritto di aprire (e mantenere, salvo casi eccezionali) un conto-base in capo a una platea estremamente ampia di consumatori della UE; (c) l'obbligo di assicurare un'operatività minima (essenziale) del conto-base; (d) l'obbligo di contenere in maniera significativa i costi operativi del conto-base a carico del cliente.

<sup>11</sup> Ai sensi dell'art. 126-decies, comma 3°, lett. f), t.u.b., per "prestatori di servizi di pagamento" devono intendersi le banche, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento e Poste Italiane s.p.a.

<sup>12</sup> In virtù del richiamo operato dall'art. 126-decies, comma 4°, t.u.b. all'art. 2, n. 3, Direttiva PAD 2014/92/UE, per «conto di pagamento denominato in euro» deve intendersi il «conto, detenuto in nome di uno o più consumatori, usato per l'esecuzione delle operazioni di pagamento» (analogamente, v. già l'art. 4, n. 14, Direttiva PSD 2007/64/CE).

<sup>13</sup> Le caratteristiche del conto di base sono previste all'art. 126-vicies semel t.u.b., ove risultano individuati, oltre ai costi (al riguardo cfr. anche gli artt. 126-vicies bis e 126-vicies quater t.u.b.), tanto i servizi che debbono essere necessariamente svolti attraverso detto conto, quanto i limiti operativi dello stesso.

<sup>14</sup> La nozione di «consumatore soggiornante legalmente nella UE» deve considerarsi estremamente ampia, ricomprendendo, in virtù di quanto disposto dall'art. 126-noviesdecies, commi 2° e 3°, t.u.b., tutti i consumatori che abbiano diritto di soggiornare in uno Stato membro della UE in virtù del diritto comunitario o di quello italiano (independentemente dal loro luogo di residenza), compresi anche i consumatori senza fissa dimora e i richiedenti asilo ai sensi della Convenzione di Ginevra del 1951; senza poi alcuna possibilità di discriminazione tra gli stessi, basata ad esempio sul loro reddito o sulla loro solvibilità (e al riguardo cfr. i considerando 34 e 35, nonché gli artt. 15 e 16 della Direttiva PAD 2014/92/UE).

non può mai rifiutare al consumatore (legalmente soggiornante nella UE) l'apertura (senza condizioni: art. 126-*vicies*, comma 3°, t.u.b.) di un conto di base, salvo che il richiedente risulti già titolare in Italia di un conto di pagamento che gli consenta di utilizzare i servizi elencati nell'Allegato A al t.u.b.<sup>15</sup> e salvo che il prestatore di servizi di pagamento non sia (stato messo) in grado di adempiere all'obbligo di "adeguata verifica" del (l'aspirante) correntista imposto dalla normativa antiriciclaggio<sup>16</sup>.

In quest'ultimo caso, quando cioè risulta oggettivamente impossibile procedere all'adeguata verifica del consumatore richiedente l'apertura del conto (ipotesi invero tutt'altro che teorica, considerate le caratteristiche dei consumatori cui è potenzialmente destinato lo strumento<sup>17</sup>), il prestatore di servizi di pagamento sarà *tenuto* (e quindi non soltanto legittimato) a rifiutare l'apertura del conto al richiedente.

Com'è logico, parallelamente al "diritto all'apertura del conto di base", la normativa in commento contempla anche, all'art. 126-*vicies ter* t.u.b., un "diritto al mantenimento" di detto conto, prevedendo la possibilità del prestatore di recedere soltanto al ricorrere di limitate, tassative condizioni<sup>18</sup>.

In questo peculiare quadro, considerata la notevole diffusione e la marcata tipicità sociale del conto corrente bancario in Italia, è senz'altro da ritenere che i "conti di pagamento" che le banche sono tenute a offrire sul mercato avranno, per la loro quasi totalità, la struttura negoziale del "conto corrente"<sup>19</sup>.

Può pertanto concludersi che attualmente, nel nostro ordinamento, sussiste, in capo al soggetto consumatore, al ricorrere di determinati presupposti, un vero e proprio "diritto al conto corrente".

### 3. I soggetti "non consumatori" e la non sussistenza di un loro diritto al conto corrente bancario. – Ora, se quella appena descritta è la situazione concernente il diritto al

<sup>15</sup> I servizi previsti dall'Allegato A al t.u.b. sono, fondamentalmente: l'accredito di fondi sul conto (deposito di contante; ricezione di bonifici, ecc.); il prelievo di contante all'interno della UE presso le dipendenze del prestatore di servizi di pagamento o presso sportelli ATM; l'operatività a mezzo carte di debito e carte di pagamento; gli addebiti diretti; i bonifici presso le dipendenze del prestatore di servizi di pagamento.

<sup>16</sup> Ai sensi degli artt. 17, 18 e 19, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, in occasione dell'instaurazione di un qualsiasi rapporto continuativo, il prestatore di servizi di pagamento è obbligato a identificare il cliente e a verificarne l'identità attraverso un idoneo documento di riconoscimento ovvero attraverso documenti, dati o informazioni provenienti da fonti affidabili e indipendenti. Nel caso di impossibilità oggettiva di effettuare l'adeguata verifica, ai sensi del successivo art. 42, il prestatore dovrà necessariamente astenersi dall'instaurare il rapporto richiesto.

<sup>17</sup> Cfr. F. DELL'ISOLA, *Commento all'art. 126-noviesdecies*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*<sup>4</sup>, diretto da F. CAPRIGLIONE, III, Padova, 2018, 2363.

<sup>18</sup> Le uniche condizioni al verificarsi delle quali il prestatore di servizi di pagamento ha diritto di recedere dal conto di base sono: (i) l'utilizzo intenzionale del conto per fini illeciti; (ii) l'aver ottenuto l'accesso al conto in virtù di informazioni errate; (iii) l'incapienza del conto al 31 dicembre e la non movimentazione dello stesso per oltre 24 mesi consecutivi, salvo il ripristino dei fondi; (iv) la cessazione del soggiorno legale nella UE; (v) l'apertura, in Italia, di un altro conto di pagamento. Su tali condizioni legittimanti il recesso, v. F. MATTASSOGLIO, *Commento all'art. 126-vicies ter*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria*, cit., 2380 ss.

<sup>19</sup> Cfr., al riguardo, A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 396 s.; F. DELL'ISOLA, *Commento all'art. 126-noviesdecies*, cit., 2360; e v. anche M. ONZA, *La "trasparenza" dei "servizi di pagamento" in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 579 s.

conto corrente (ormai riconosciuto normativamente) in capo ai soggetti consumatori, invero piuttosto diversa si mostra la situazione qualora si prenda in considerazione la categoria dei soggetti “non consumatori”.

Questi ultimi, perlomeno sino ad oggi, non sono stati interessati da nessuna di quelle problematiche di “esclusione finanziaria” che, come visto, hanno invece caratterizzato i segmenti più emarginati della categoria dei consumatori. A ben vedere, i “non consumatori” non hanno incontrato particolari ostacoli nell’accedere ai servizi di pagamento e di deposito, essendo sempre riusciti ad avvalersi dei molteplici prodotti offerti sul mercato dagli intermediari. Sinora pressoché nessuna banca ha invero mai rifiutato – se si escludono, beninteso, peculiari situazioni (patologiche) concernenti singoli soggetti – l’apertura di un conto corrente a persone giuridiche, a professionisti, ovvero a imprenditori.

In altri termini: l’inclusione finanziaria non ha mai rappresentato tematica rilevante in rapporto ai “non consumatori” fondamentalmente perché costoro – sul mercato – non risultavano affatto esclusi finanziariamente, avendo tutti, nella sostanza, l’effettiva possibilità di accedere ai servizi base di pagamento e di deposito.

Tale situazione sembra tuttavia essere mutata di recente; registrandosi alcuni casi di banche recedute da conti correnti (non scoperti, o comunque non affidati) ove correntisti risultavano soggetti “non consumatori”, così come anche casi di banche non disposte ad acquisire detti soggetti come nuovi correntisti; con poi relativi ricorsi all’Arbitro bancario e finanziario, ovvero contenziosi attivati in via d’urgenza dai soggetti (ritenuti illegittimamente) “esclusi”<sup>20</sup>.

A ciò si aggiunga che, nel febbraio 2020, è stato presentato in Senato un disegno di legge<sup>21</sup> ove (oltre all’abrogazione dell’art. 33, comma 3°, lett. a, c. cons., in punto di recesso, con giustificato motivo e senza preavviso, da parte del professionista, dal contratto avente a oggetto la prestazione di servizi finanziari a tempo indeterminato concluso con un consumatore) viene proposto l’inserimento, nel codice civile, dell’art. 1857-*bis* (rubricato «*apertura e chiusura di un rapporto di conto corrente*»), avente il seguente tenore: «La banca non può in alcun caso esimersi dall’apertura di un rapporto di conto corrente. La banca non può recedere dal contratto di conto corrente prima della scadenza del termine quando i saldi siano in attivo».

Il nuovo scenario impone alcune riflessioni.

In punto di fatto, va subito sottolineato come la ritrosia delle banche a mantenere, o a porre in essere, rapporti di conto corrente con soggetti “non consumatori” tenda a registrarsi in situazioni specifiche e ben circostanziate, sostanzialmente riconducibili alle seguenti.

Innanzitutto, il rifiuto a contrarre (ovvero a continuare il rapporto contrattuale in essere) potrebbe manifestarsi laddove il correntista (o aspirante tale) risulti essere un soggetto operante nell’ambito di un settore economico con il quale la banca abbia deciso di non intrattenere rapporti per ragioni connesse a scelte di carattere etico, ambientale o sociale manifestate nella c.d. “dichiarazione non finanziaria”<sup>22</sup>. È, tipicamente, il

<sup>20</sup> Cfr. ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540; Trib. Pescara, 14 dicembre 2020, in *Foro it.*, 2021, I, 720; Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, in *www.ilcaso.it*, 2021; Trib. Pescara, 18 gennaio 2021, inedita.

<sup>21</sup> Disegno di legge n. 1712, presentato in data 11 febbraio 2020 a iniziativa del senatore Armando Siri e altri, “*Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente*”, in *www.senato.it*.

<sup>22</sup> Come noto, il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, emanato in attuazione della Direttiva 2014/95/UE e poi attuato con Delibera Consob 18 gennaio 2018, n. 20267, ha introdotto, per le banche e le grandi imprese (nonché per le *holding* di gruppi di grandi dimensioni) l’obbligo di redigere una “*dichiarazione non finan-*

caso in cui l'intermediario escluda di intrattenere rapporti con i settori collegati alla produzione o alla distribuzione: di *armi e materiale bellico*; di *prodotti pornografici* (editoria; sexy shop; siti internet, ecc.); ovvero del *gioco* e delle *scommesse* (video-poker, video-lottery, slot-machines, sale bingo, sale scommesse, ecc.)<sup>23</sup>.

In secondo luogo, il rifiuto a contrarre (ovvero a continuare il rapporto contrattuale in essere) potrebbe manifestarsi laddove l'intermediario non risulti in grado di identificare il cliente o il titolare effettivo del rapporto, di verificare l'identità degli stessi e di valutare lo scopo e la natura della relazione; stante, in tali casi, come noto, la sussistenza di un obbligo per l'intermediario di astenersi dall'avviare (o dal proseguire) un rapporto continuativo (qual è, per definizione, il conto corrente)<sup>24</sup>.

Infine, più in generale, il rifiuto a contrarre (ovvero a continuare la relazione contrattuale in essere) potrebbe manifestarsi tutte le volte in cui il rapporto tra i vantaggi imprenditoriali connessi all'apertura del conto e i "costi organizzativi" derivanti dalla gestione della relativa posizione risulti significativamente sbilanciato in favore di questi ultimi. Trattasi, in particolare, specialmente per le banche di piccole o medie dimensioni, di tutte quelle posizioni contrattuali in cui lo svolgimento della massa degli adempimenti connessi alla adeguata verifica (rafforzata) del cliente<sup>25</sup>, pur di per sé possibile, si riveli estremamente gravosa sul piano dei costi, nonché foriera di rischi, anche poi sul piano delle possibili sanzioni pecuniarie irrogabili dal Ministero dell'economia e dalla Banca d'Italia.

In tutti questi casi, il rifiuto della banca a concludere un contratto di conto corrente (ovvero a proseguire detto rapporto negoziale) appare pienamente legittimo<sup>26</sup>.

---

*ziaria*" periodica, la quale dia conto delle scelte operate in ordine alle tematiche ambientali, sociali, di rispetto dei diritti umani e del contrasto alla corruzione. In argomento cfr., tra gli altri, S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.; E. RIMINI, *I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie*, in *AGE*, 2018, 187 ss.; A. MINICILLI-F. PERRINI, *La dichiarazione non finanziaria: obbligo o opportunità?*, in AA.VV., *Le rotte della sostenibilità*, Milano, 2018, 116 ss.; M. LA TORRE, *Gruppo bancario cooperativo al bivio tra sostenibilità ed etica*, in *Riv. banc.*, 2018, (5), 97 ss.

<sup>23</sup> Tali scelte potrebbero invero essere compiute a monte, dalla società capogruppo, con poi vincolo di osservanza (anche statutario) per le singole società del gruppo: è il caso, ad esempio, dell'Iccrea Banca s.p.a., capogruppo del Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea, nella cui Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, nel segmento dedicato al processo di gestione dei rischi, vengono identificati specifici settori economici con i quali non intrattenere rapporti creditizi.

<sup>24</sup> L'art. 14, comma 4°, Direttiva 2015/849/UE stabilisce che «*Gli Stati membri prescrivono che il soggetto obbligato che non è in grado di rispettare gli obblighi di adeguata verifica della clientela (...) non effettui un'operazione attraverso un conto bancario, non avvii il rapporto d'affari o non effettui l'operazione, nonché ponga fine al rapporto d'affari e vagli l'eventualità di effettuare, in relazione al cliente, una segnalazione di operazione sospetta (...)*». Laddove poi, in sede di recepimento, l'art. 42, comma 1°, d.lgs. n. 231/2007 ha imposto ai soggetti «*che si trovano nell'impossibilità oggettiva di effettuare l'adeguata verifica della clientela (...)*» l'obbligo di astenersi «*dall'instaurare, eseguire ovvero proseguire il rapporto, la prestazione professionale e le operazioni e valutano se effettuare una segnalazione di operazione sospetta (...)*». In arg. cfr. Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, cit.

<sup>25</sup> Si pensi, oltre ai già richiamati settori del gioco e delle scommesse, alle attività di "cambio valuta" o di c.d. "compro oro" (caratterizzate da un elevato utilizzo di contante), o anche al comparto della raccolta e smaltimento dei rifiuti (caratterizzato da una significativa esposizione al rischio di corruzione); in argomento cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, Allegato 2, § A – Fattori di rischio elevato relativi al cliente, esecutore e titolare effettivo, n. 6 e 7, Roma, 30 luglio 2019, 54.

<sup>26</sup> Per la legittimità di un recesso dal contratto di conto corrente esercitato dalla banca a causa di implicazioni mafiose del correntista emerse a seguito di provvedimenti ex artt. 248, comma 2°, e 256 c.p.p. notificati alla banca stessa, cfr. Trib. Bari, 19 aprile 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), ove affermato che «quando il diritto di recesso tutela

Difatti, al di là della previsione normativa che contempla attualmente un obbligo di contrarre soltanto in capo all'impresa in condizione di monopolio legale (art. 2597 c.c.)<sup>27</sup>, non sussiste nel modo più assoluto, nel nostro ordinamento, «un generale obbligo di contrarre in capo all'intermediario», che «non soltanto non è desumibile dai principi generali» ma «finirebbe per porsi addirittura in contrasto con essi»<sup>28</sup>.

Ritenere la sussistenza, in capo alla società esercente l'impresa bancaria<sup>29</sup>, di un obbligo di concludere (o di mantenere in essere, ove già perfezionato) un contratto di conto corrente con un «non consumatore», finirebbe per contrastare innanzitutto con il basilare diritto della *libertà di impresa* sancito all'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, avente come corollario la *libertà di contrarre*, ossia la «libertà di scegliere la propria controparte economica e di determinare il contenuto di un accordo»<sup>30</sup>; ove poi, secondo la Corte di giustizia dell'Unione Europea<sup>31</sup> qualsiasi limitazione delle libertà fondamentali potrebbe giustificarsi soltanto laddove fosse prevista espressamente dalla legge e rispondesse a effettive finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione, ovvero all'esigenza di protezione di diritti e libertà altrui.

Così come, sotto altra angolatura, appare evidente che l'obbligo di contrarre in questione si porrebbe in evidente contrasto anche con il fondamentale principio della *libertà di iniziativa economica* privata contemplata all'art. 41 Cost.<sup>32</sup>, anch'esso avente, quale fondamentale corollario, la piena autonomia contrattuale; ove poi, al riguardo, anche la Corte costituzionale italiana ha ben rimarcato che la compressione di tale libertà potrebbe ammettersi unicamente laddove la stessa sia preordinata al soddisfacimento di (contro) interessi costituzionalmente rilevanti, risultando altresì proporzionata a tale obiettivo<sup>33</sup>.

---

l'interesse obiettivo della parte all'interruzione del rapporto contrattuale, il suo esercizio è rimesso esclusivamente all'autonoma decisione del titolare, salvo il limite generale dei principi di correttezza e buona fede».

<sup>27</sup> La norma, avente carattere eccezionale, non ammette applicazioni analogiche (App. Milano, 24 novembre 1978, in *Giur. ann. dir. ind.*, 1978, 702).

<sup>28</sup> Così, testualmente e condivisibilmente, ABF Roma, 27 marzo 2015, n. 2364 (relatore Vincenzo Meli), in relazione al rifiuto opposto da una banca al richiedente (sfornito dei requisiti per accedere al c.d. «conto di base») l'apertura di un conto corrente; conformi, sempre in materia di conto corrente: ABF Roma, 24 maggio 2018, n. 11403; ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540, cit. Nel senso dell'insussistenza di un (generale) obbligo di contrarre in capo alle banche, cfr., *ex multis*: ABF Coll. coord., 29 novembre 2013, n. 6182; ABF Roma, 29 novembre 2013, n. 6177; ABF Bologna, 28 novembre 2017, n. 15552; ABF Napoli, 26 maggio 2016, n. 5129; ABF Roma, 20 gennaio 2017, n. 2364; ABF Napoli, 17 settembre 2010, n. 948; ABF Roma, 26 maggio 2016, n. 4996; ABF Napoli, 28 aprile 2010, n. 299; ABF Milano, 23 settembre 2010, n. 959; ABF Milano, 23 settembre 2010, n. 969; ABF Milano, 5 luglio 2013, n. 3601; ABF Napoli, 20 febbraio 2019, n. 5484; ABF Milano, 20 aprile 2020, n. 7355.

<sup>29</sup> Sul carattere di impresa dell'attività bancaria, al di là di ogni altra possibile considerazione, non può invero sorgere alcun dubbio alla luce degli artt. 2195, comma 1°, lett. d), c.c. e 10, comma 1°, t.u.b.; in arg., per tutti, B. RUSSO, *Sulla qualificazione imprenditoriale dell'attività bancaria*, Milano, 2002; M. PORZIO, *L'attività bancaria ha carattere d'impresa*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2002, I, 529; G. DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004, 33 ss.

<sup>30</sup> Trib. Unione Europea, 12 dicembre 2018, Group Canal + s.a. c. Commissione, in *Gazz. uff. UE* 25 febbraio 2019.

<sup>31</sup> Corte di giustizia UE, Grande Sez., 28 aprile 2009, Commissione c. Repubblica Italiana (§ 86); Corte di giustizia UE, Grande Sez., 22 gennaio 2013, Sky Österreich GmbH c. Österreich Rundfunk (§ 48).

<sup>32</sup> Su cui, da ultimo, il bel saggio di M. LIBERTINI, *La Costituzione economica. Libertà di impresa ed economia sociale di mercato*, in S. LICCIARDELLO (a cura di), *Il governo dell'economia*, Torino, 2018, 3.

<sup>33</sup> Corte cost., 3 luglio 2006, n. 279; cfr. anche Corte cost., 30 giugno 1994, n. 268; Corte cost., 15 maggio 1990, n. 241.

Alla luce di quanto appena osservato, è allora evidente che soltanto la sussistenza di ragioni connesse a interessi pubblici prevalenti rispetto alla piena autonomia contrattuale dell'intermediario – quali, in effetti, furono le ragioni che consentirono di introdurre, nel nostro ordinamento, l'art. 126-*noviesdecies* t.u.b. (cfr. *amplius* par. 2) – potrebbe legittimare la previsione normativa di un generale obbligo a contrarre della banca in relazione al contratto di conto corrente, e ciò tanto nel momento genetico del rapporto, quanto in quello esecutivo dello stesso<sup>34</sup>.

Ragioni di tal fatta tuttavia non sembrano sussistere in relazione a un rapporto di conto corrente in cui controparte della banca sia un soggetto “non consumatore”. Anzi, a ben riflettere, la previsione di un generale obbligo della banca di mantenere in essere o perfezionare un conto corrente (anche) con soggetti “non consumatori” (per definizione più rischiosi dei consumatori) potrebbe al contrario comprimere gravemente quella *discrezionalità* dell'agire imprenditoriale che rappresenta uno degli elementi essenziali per assicurare quel contenimento del rischio che è funzionale ad assicurare la sana e prudente gestione dell'intermediario (art. 5 t.u.b.), a sua volta condizione fondamentale per la necessaria stabilità, efficienza e competitività del sistema finanziario nel suo complesso.

Le banche, se si escludono particolari situazioni protette dal sistema (quali, appunto, quelle contemplate nell'art. 126-*noviesdecies* t.u.b.), devono in principio poter sempre godere di piena libertà nell'individuare, valutare ed escludere tutti i possibili fattori, sia di rischio che di costo, che caratterizzano un rapporto negoziale (già in essere, ovvero potenziale), nella ridetta prospettiva, appunto, della sana e prudente gestione dell'attività di impresa<sup>35</sup>. E ciò, soprattutto, nei casi in cui viene in rilievo un rapporto “operativamente indispensabile” tra le parti, qual è in effetti, come visto, quello di conto corrente bancario.

Naturalmente, l'accertata insussistenza di un obbligo a contrarre della banca nelle situazioni considerate non esclude affatto che l'intermediario, tanto nella fase delle trattative per l'eventuale perfezionamento del contratto di conto corrente, quanto nel momento del recesso da detto contratto, sia comunque sempre tenuto a comportarsi nel pieno rispetto di quei generali principi di correttezza (art. 1175 c.c.), buona fede (artt. 1337, 1358, 1366, 1375 c.c.) e solidarietà (art. 2 Cost.) che devono costantemente sovrintendere ogni relazione della banca con la propria clientela<sup>36</sup>; principi che poi – soprattutto in occasione dell'esercizio del diritto di recesso – dovrebbero trovare appli-

<sup>34</sup> Rispetto a quest'ultimo profilo, vale rimarcare che «contrasta con la concezione del nostro sistema positivo un vincolo obbligatorio destinato a durare all'infinito, senza che sia consentita al contraente-debitore la possibilità di liberarsene»; così Cass., 30 luglio 1984, n. 4530; e v. anche, per tutti, G. GABRIEL-LI, *Vincolo contrattuale e recesso unilaterale*, Milano, 1985, 90 ss.

<sup>35</sup> Vale sottolineare che in nessuno dei principali ordinamenti europei è contemplato un generale obbligo di contrarre in capo alle banche.; sicché l'introduzione in Italia di un obbligo a contrarre in relazione al (fondamentale rapporto di) conto corrente finirebbe per creare un inammissibile disallineamento competitivo tra gli intermediari operanti in Italia e quelli stabiliti negli altri Paesi UE, poi collidente sia con il fondamentale principio di armonizzazione comunitaria (finalizzato, come noto, al progressivo ravvicinamento delle normative degli Stati membri), sia con l'altrettanto fondamentale principio di libertà di stabilimento e prestazione dei servizi.

<sup>36</sup> Sul recesso dai contratti bancari e sui dovuti canoni comportamentali della banca sia consentito rinviare soltanto a [C. BRESCIA MORRA] U. MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, in *Trattato Perlingieri*, Napoli, 2006, 332 ss., ove indicazioni.



cazione nel rendere note al correntista le ragioni che sono alla base della scelta imprenditoriale di interrompere il rapporto<sup>37</sup>.

Può pertanto concludersi che nel nostro ordinamento non sussiste, in capo al soggetto “non consumatore”, alcun “diritto al conto corrente”.

4. *Il disegno di legge n. 1712 dell'11 febbraio 2020: cenni critici.* – Fermi i risultati appena raggiunti, vale comunque concludere queste riflessioni con qualche breve cenno (critico) in merito al già menzionato disegno di legge n. 1712, presentato in Senato nel febbraio 2020 (cfr. *retro*, testo e nota 21).

Il d.d.l. in questione, intitolato «Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente», sarebbe finalizzato a introdurre, nel nostro codice civile, un art. 1857-*bis* (rubricato «*apertura e chiusura di un rapporto di conto corrente*»), avente il seguente tenore: «La banca non può in alcun caso esimersi dall'apertura di un rapporto di conto corrente. La banca non può recedere dal contratto di conto corrente prima della scadenza del termine quando i saldi siano in attivo»<sup>38</sup>.

Innanzitutto – e al di là di quanto osservato nei precedenti paragrafi in merito all'inopportunità, già in principio, di prevedere limitazioni all'autonomia negoziale di un intermediario – la prima parte della disposizione («la banca non può in alcun caso esimersi dall'apertura di un rapporto di conto corrente»), risultando priva di una clausola di salvaguardia della disciplina antiriciclaggio, finisce per porsi tecnicamente e inammissibilmente in contrasto con quella normativa (art. 42, d.lgs. n. 231/2007), avente matrice comunitaria e natura pubblicistica, che impone un preciso obbligo di astenersi dall'instaurare qualsiasi rapporto negoziale a ogni intermediario che venga a trovarsi nell'oggettiva impossibilità di effettuare l'adeguata verifica della clientela<sup>39</sup>.

La seconda parte della disposizione («la banca non può recedere dal contratto di conto corrente prima della scadenza del termine quando i saldi siano in attivo») appare poi completamente disancorata dalla realtà. Gli è infatti che, come l'esperienza pratica insegna, la pressoché totalità (per non dire la totalità) dei contratti di conto corrente bancario risulta perfezionata a tempo *indeterminato*<sup>40</sup>; sicché una previsione

---

<sup>37</sup> In tal senso: ABF Palermo, 24 giugno 2019, n. 15535; ABF Roma, 28 marzo 2019, n. 8711; ABF Milano, 31 marzo 2016, n. 2887; ABF Bari, 2 ottobre 2017, n. 12001; ABF Milano, 28 giugno 2017, n. 7646; ABF Napoli, 11 aprile 2018, n. 8022; ABF Bologna, 10 ottobre 2017, n. 12519; ABF Napoli, 29 marzo 2017, n. 3368.

<sup>38</sup> In merito al disegno di legge n. 1712/2020, v. le audizioni in Senato – Commissione Finanze e Tesoro di SABATINI, in data 8 luglio 2020, in [www.senato.it](http://www.senato.it) e di M. BIANCO, *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1712*, cit.

<sup>39</sup> Cfr. *retro*, testo e nota 24.

<sup>40</sup> Il dato dell'esperienza è invero inconfutabile, risultando peraltro indirettamente confermato dalla circostanza per cui, in passato, nessuna “Norma Bancaria Uniforme” predisposta dall'Associazione Bancaria Italiana ha mai contemplato l'ipotesi di un conto corrente bancario “a termine”, cioè concluso a tempo determinato (rileva la significativa circostanza anche M. PORZIO, *Il conto corrente bancario*, in *Trattato Rescigno*, Torino, 1985, 900); conformi, nel rimarcare in via di principio l'utilizzo, nella prassi operativa, del solo conto corrente bancario concluso a tempo indeterminato, anche G. MOLLE, *I contratti bancari*<sup>2</sup>, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1973, 468; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*<sup>2</sup>, cit.; [V. CALANDRA BUONAURA-M. PERASSI] C. SILVETTI, *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato Cottino*, Padova,

normativa diretta a disciplinare – vietando il recesso della banca – la fattispecie del solo contratto di conto corrente bancario a tempo *determinato* finisce per assumere una connotazione quasi ... astratta, non potendo avere, nel concreto, alcuna ricaduta pratica <sup>41</sup>.

---

2001, 524; G. FAUCEGLIA, *I contratti bancari*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2005, 483; G. CAVALLI, M. CALLEGARI, *Lezioni sui contratti bancari*, Bologna, 2008, 101.

<sup>41</sup> Anche il presupposto “contabile” previsto per la legittimità del recesso della banca (l’essere i saldi del conto corrente “in attivo”) invero non convince appieno. In primo luogo, il riferimento ai “saldi”, anziché al “saldo”, dovrebbe dar rilievo, ai fini che interessano, a *tutti* i possibili saldi del conto (quindi: contabile; disponibile; per valuta), ma questa interpretazione non appare sicura alla luce dell’art. 12, comma 1°, disp. prel., residuando oggettivi margini di incertezza in punto. In secondo luogo, essendo come noto assai frequente, in un conto corrente bancario, l’oscillazione tra saldi in “*avere*” (ove si registrino somme depositate in conto) e saldi in “*dare*” (ove si registrino utilizzi della disponibilità), con poi anche la possibilità di un non contemporaneo allineamento dei saldi in “*dare*” o in “*avere*”, il parametro in questione potrebbe all’evidenza presentare significativi margini di incertezza operativa (rileva la peculiare criticità anche M. BIANCO, *Audizione nell’ambito dell’esame del disegno di legge n. 1712*, cit.).

# LA MONETA LEGALE

di Gian Luca Greco e Vittorio Santoro \*

SOMMARIO: 1. La moneta a corso legale. – 2. L'ordinamento monetario europeo. – 3. Verso il nuovo contante: l'euro digitale. – 4. Moneta e diritti dei cittadini. – 5. La funzione della moneta. – 6. Limiti ai pagamenti per contante.

1. *La moneta a corso legale.* – Solo in particolari momenti storici il giurista avverte l'importanza dei problemi della moneta. Per lo più preferisce lasciarli alla competenza dell'economista; probabilmente tale atteggiamento trova giustificazione nel fatto che le norme, che regolano la moneta, hanno quotidianamente spontanea applicazione, tanto da apparire insite nella natura stessa del vivere sociale<sup>1</sup>. Fra gli economisti, Hicks significativamente afferma: «Money is not a mechanism; it is a human institution, one of the most remarkable of human institutions. Even the simplest forms of money, even metallic coinage, even the use of metals as money that preceded coinage, none can function without some minimum of trust»<sup>2</sup>.

Il fatto che la disciplina della moneta è espressione degli ordinamenti giuridici quali storicamente determinati e, quindi, degno dell'attenzione del giurista è evidente nei grandi rivolgimenti che ne segnano la storia e si pensi, per stare alla storia contemporanea, al passaggio dalla convertibilità all'inconvertibilità delle banconote e ora a ciò che si prepara riguardo alla creazione di moneta digitale di banca centrale.

Il primo momento storico è stato accompagnato dall'elaborazione di due contrapposte tesi: la prima collega la moneta esclusivamente alla sovranità dello Stato<sup>3</sup>. Ascarelli ha scritto: «Nel mondo moderno (...) l'ordinamento valutario corrisponde a quello statale»<sup>4</sup>; più specificamente Mann pensava che: «Only those chattels are money to which such character has been attributed by the law i.e. by or with the authority of the State»<sup>5</sup>,

---

\* La responsabilità per le tesi sostenute è di entrambi gli autori, tuttavia, il paragrafo 3 è stato scritto da Gian Luca Greco, mentre gli altri da Vittorio Santoro.

<sup>1</sup> Riprendiamo qui, quasi alla lettera, l'incipit dello scritto inedito di V. SANTORO, *Note per uno studio sulla moneta: in particolare sui concetti di corso legale e corso forzoso e sulla natura giuridica del biglietto di banca*, 1974, 1-24. Cfr. anche E. BARCELLONA, *Ius monetarium. Diritto e moneta alle origini della modernità*, Bologna, 2012, 7 ss. e J. DALHUISEN, *Dalhuisen on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Volume 3, 6ª ed., Oxford e Portland, 2016, 333 ss.

<sup>2</sup> Cfr. J. HICKS, *Critical Essays on Monetary Theory*, 2ª ed., Oxford, 1979, 59. V. anche K. POLANYI, *La sussistenza dell'uomo. Il ruolo dell'economia nelle società antiche*, Torino, 1977, 143 ss.

<sup>3</sup> G.F. KNAPP, *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, 1905.

<sup>4</sup> V. T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, rist., Bologna Roma, 1971, 26.

<sup>5</sup> V. F.A. MANN, *The Legal Aspect of Money*, 5ª ed., Oxford, 1992, 14. Si leggano, nella dottrina italiana più recente, anche le considerazioni di M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2019, I, 332 ss.

pertanto Mann aveva rifiutato di considerare l'ECU quale moneta poiché tale valuta non poteva essere messa in correlazione con nessun sistema valutario nazionale. In altre parole l'ECU non aveva alcuna relazione con un ordinamento statale, che solo avrebbe potuto giustificare l'esistenza quale "distinct unit of account"<sup>6</sup>. Nel pensiero di Mann, al di là degli stati nazionali, solo una federazione può giustificare il diritto di conio<sup>7</sup>.

La seconda tesi segue l'impostazione di economisti quali Hayek<sup>8</sup> e sostiene la teoria "sociale" della moneta; fra i giuristi Nussbaum ha scritto: «the government...might be unable to force its issues upon the people...In conclusion we may say that in the phenomenon of money the attitude of society, as distinguished from state, is paramount»<sup>9</sup>. Nussbaum ricorda che proprio nell'art. 39 codice di commercio italiano del 1882 era scritto «Se la moneta indicata in un contratto non ha corso legale o *commerciale* nel Regno [corsivo nostro], e se il corso non fu espresso, il pagamento può essere fatto con moneta del paese...»<sup>10</sup>; probabilmente, per corso commerciale si poteva intendere la circolazione consuetudinaria della moneta fra uomini d'affari<sup>11</sup>.

Dobbiamo riconsiderare le tesi contrapposte alla luce degli sviluppi della moneta digitale di banca centrale e ciò perché siamo di nuovo in un particolare momento storico nel quale, non a caso, l'attenzione del giurista per la moneta si è fatta più viva<sup>12</sup>.

Nell'attuale momento storico, nel quale la stessa carta moneta diviene sempre più residuale quale mezzo di scambio<sup>13</sup> non solo a vantaggio della moneta scritturale ma anche di quella elettronica e digitale, possiamo guardare con favore alla proposta di Antonio Sáinz de Vicuña, il quale rivisitando le teorie tradizionali ha proposto la tesi della "institutional theory of money", secondo la quale la moneta consiste in una prete-

<sup>6</sup> F.A. MANN, *op. cit.*, 23. V. anche H. SIEKMANN, *Monetary Aspects of the Euro as Single European Currency – a German Perspective*, in *The Euro as Legal Tender. A Comparative Approach to a Uniform Concept*, a cura di R. FREITAG-S. OMLOR, Berlin-Boston, 2020, 34.

<sup>7</sup> Per quanto riguarda il trasferimento di sovranità dagli Stati membri dell'Eurozona, v. C. PROCTOR, *Mann on the Legal Aspect of Money*, 6<sup>a</sup> ed., Oxford, 2005, 744 ss. Recentemente l'Avvocato Generale G. PITRUZZELLA ha osservato: «Del resto, come è noto agli studiosi dei sistemi federali, situazioni di interferenza tra l'esercizio delle competenze devolute ai diversi livelli di governo o di sovrapposizione tra competenze sono frequenti nei sistemi di governo multilivello anche in presenza di una netta distinzione-separazione di competenze tra lo Stato federale e le altre unità statali, secondo gli schemi del cosiddetto «federalismo duale», attraverso cataloghi costituzionali che distinguono in modo analitico le competenze dello Stato federale e quelle delle altre unità statali» (§ 46 delle Conclusioni presentate il 29 Settembre 2020, casi C-422/19 e C-423/19 *Johannes Dietrich e Norbert Häring vs Hessischer Rundfunk*).

<sup>8</sup> Tesi già espresse e, poi, riprese in F.A. VON HAYEK, *La denazionalizzazione della moneta*, Soveria Mannelli, 1978.

<sup>9</sup> Cfr. A. NUSSBAUM, *Money in the Law National and International. A Comparative Study in the Borderline of Law and Economics*, Brooklyn, 1950, 8.

<sup>10</sup> Cfr. A. NUSSBAUM, *op.ult.cit.*, 7.

<sup>11</sup> In tal senso si esprimeva G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento monetario*, Milano, 1924, 40; mentre T. ASCARELLI (*I debiti di moneta estera e l'art. 39 Cod. di Comm.*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, 444 ss.) considerava già risolta la questione a favore della teoria statale della moneta e, pertanto, auspicava l'abrogazione dell'inciso; lo stesso a. aggiungeva che il riferimento al "corso commerciale" era specifico dell'ordinamento italiano perché non compariva in alcun altro Codice se non in quello della Romania, che altro non era che una mera traduzione del Codice italiano (alla pag. 452 in nota).

<sup>12</sup> V. gli studi in *The Euro as Legal Tender*, cit.; adde G. BOSI, *Taking CBDC seriously*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 67 ss. spec. 89 ss.

<sup>13</sup> Sul ruolo del contante nelle economie dei paesi UE, cfr. H. ESSELINK-L. HERNÁNDEZ, *The use of cash by households in the euro area*, *Occasional Paper Series of the ECB* N. 201/November 2017, 1-68.

sa contro la banca centrale, simile ai saldi attivi dei depositi a vista nei confronti delle banche commerciali<sup>14</sup>.

Qualcuno critica tale posizione argomentando che non sarebbe conforme con le disposizioni del Trattato e con i sottostanti diritti civili<sup>15</sup>.

2. *L'ordinamento monetario europeo.* – Per quanto riguarda le norme del Trattato, dobbiamo prendere in considerazione gli artt. 128 e 282 (3)<sup>16</sup>. Il primo comma dell'art. 128 stabilisce che solo la Banca Centrale Europea (BCE), con la collaborazione delle banche centrali nazionali, è competente a stampare banconote denominate in euro. Il secondo comma aggiunge che gli stati nazionali sono competenti a coniare moneta divisionale denominata in euro nei limiti fissati dalla Banca Centrale Europea. A sua volta, l'art. 16 (1) del Protocollo riguardante il SEBC e la BCE riafferma che, in conformità con l'art. 128 (1) del Trattato, il Consiglio Direttivo della BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione delle banconote denominate in euro, che possono, in conseguenza, essere emesse dalla BCE e dalle banche centrali nazionali. Tali banconote saranno le sole ad avere lo *status* di moneta legale.

L'art. 128 deve essere interpretato nel senso che, da un lato, considera l'euro quale unità di conto ufficiale dell'Eurozona, dall'altro, che in funzione della circolazione materiale (cioè quella delle banconote e delle monete metalliche) l'emissione è riservata alla BCE, che si avvale della collaborazione delle banche centrali nazionali. Solo tali banconote e monete divisionali (rispettivamente cartacee e metalliche) sono valute a corso legale nell'Eurozona. All'opposto, la norma non dice che vi sia una proibizione di pagare in euro avvalendosi di altri strumenti non materiali, vale a dire con moneta scritturale, elettronica emessa dagli IMEL e in futuro anche con moneta digitale di Banca centrale<sup>17</sup>. Non è un caso che nel c.d. periodo transitorio, vale a dire immediatamente prima dell'emissione cartacea e metallica dell'euro, quest'ultimo esisteva solo in forma scritturale. Infatti, in tale periodo, da un lato, «le parti ben [potevano] escludere il pagamento in contanti, [d'altro lato, la previsione contrattuale] del pagamento in Euro nel periodo transitorio non [poteva] che significare che l'adempimento [dovesse] essere scritturale, una diversa lettura [avrebbe urtato] contro il principio della “No

<sup>14</sup> *An Institutional Theory of Money*, in M. GIOVANOLI-D. DEVOS, *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*, 2010, 523 ss. Nella nostra dottrina, tale concetto era espresso molto chiaramente già da P. GRECO, *Corso di diritto bancario*, Padova, 1936, 157-183. *Contra* H. SIEKMANN, *op. cit.*, 31 s.

<sup>15</sup> H. SIEKMANN, *op. cit.*, 39 ss. Ma la BCE [*Report on a Digital Euro*, October 2020, 24] ha affermato: «if the digital euro were to be issued as an instrument equivalent to a banknote, then the most expedient legal basis for its issuance would be Article 128 of the TFEU in conjunction with the first sentence of Article 16 of the Statute of the ESCB».

<sup>16</sup> EUROPEAN LEGAL TENDER EXPERT GROUP (ELTEG), *Report on the definition, scope and effects of legal tender of euro banknotes and coins*, Brussels, 21 January 2009, 2 s. V. anche C. ZELLWEGE-GUTKNECHT-B. GEVA-S.N. GRÜNEWALD, *The ECB and € E-Banknotes. Could the ECB issue an electronic equivalent of paper-based euro banknotes? Under which conditions might such 'electronic banknotes' have legal tender status?*, Bozza del 31 luglio 2020, SSRN-id3671007, 38 ss. e 64 ss.

<sup>17</sup> V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 1-53. L'Avvocato Generale G. PITRUZZELLA, *Conclusioni*, cit., § 80, afferma che l'euro «esiste sia in forma fisica, espressa nelle banconote e nelle monete metalliche (ossia, il contante), sia in forma scritturale o elettronica (espressa, ad esempio, nel saldo di un conto bancario). La moneta, e quindi, nell'eurozona, l'euro, esiste e circola nella vita economica in diverse forme».

compulsion no prohibition”, in quanto il debitore sarebbe [stato] costretto a pagare in un’unità monetaria diversa da quella dedotta in contratto»<sup>18</sup>.

Ancor più indicativo è l’art. 282 (3) TFUE, il quale si limita ad affermare che la BCE «ha il diritto esclusivo di autorizzare l’emissione dell’euro», senza fare alcun cenno alla forma cartacea e/o metallica della valuta. Proprio quest’ultima regola stabilisce il principio che l’euro è l’unità di conto ufficiale dell’Eurozona e che la BCE, al fine di svolgere i compiti di politica monetaria, controlla direttamente la quantità di emissione, quando si tratta di valuta materiale, invece, controlla indirettamente la quantità di moneta (ad es. attraverso il tasso di sconto ufficiale e il rifinanziamento delle banche private) quando si tratta di moneta privata<sup>19</sup> (scritturale, elettronica)<sup>20</sup>.

In definitiva le norme del Trattato non impediscono i pagamenti effettuati in valuta scritturale, moneta elettronica e, ancor di più, non impediranno la completa equivalenza della valuta digitale emessa dalla BCE con le banconote e le monete cartacee, a condizione che tali strumenti di pagamento alternativi siano denominati in euro<sup>21</sup>. Tali equivalenze sono espressamente riconosciute dall’art. 4 (n. 25) della direttiva 2015/2366/UE, dove il legislatore europeo, elencando quali fondi siano oggetto dei servizi di pagamento, afferma che «per ‘fondi’ si intendono banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica come definita all’articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110 / CE»<sup>22</sup>. Quindi possiamo concludere che è valido ed efficace l’adempimento mediante pagamento scritturale o elettronico (e in futuro digitale) di una “somma di denaro”<sup>23</sup>. Dobbiamo piuttosto preoccuparci che i pagamenti diversi dal contante, ad es. quelli effettuati

<sup>18</sup> Così V. SANTORO, *L’Euro quale moneta scritturale*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2001, I, 447 ss. V. anche A. SÁINZ DE VICUÑA, *op. cit.*, 520 e S. OMLOR, *Geld und Währung*, cit., 754-763. Una conferma dell’affermazione svolta nel testo si trova nella Racc. 98/287/CE, il cui quarto considerando e l’art. 2, comma 2, dispongono che le norme di buona pratica dovrebbero incentivare «l’indicazione chiara, da parte dei dettaglianti, del fatto di essere disposti o meno ad accettare i pagamenti in unità Euro durante il periodo transitorio; una chiara distinzione, da un lato, fra l’unità nella quale viene fissato il prezzo e devono essere calcolati gli importi da pagare e, dall’altro, il controvalore che è indicato a soli fini informativi».

<sup>19</sup> Sulle forme alternative al denaro contante, fra molti, cfr. I.A. CAGGIANO, *Circolazione del denaro e strumenti di tutela*, 2ª ed., Napoli, 2012, 129 ss.; G. GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015, 63 ss. e 131 ss.; M. GIULIANO, *L’adempimento delle obbligazioni pecuniarie nell’era digitale. Dalla moneta legale alla moneta digitale “legalmente” imposta*, Torino, 2018, 133 ss.

<sup>20</sup> Riguardo alla moneta digitale di banca centrale, l’opinione dell’EUROPEAN CENTRAL BANK (*Report*, cit., 25) è che l’euro digitale può essere trattato alla stessa stregua delle banconote.

<sup>21</sup> Cfr. V. SANTORO, *L’Euro*, cit., 452 ss.; B. INZITARI, *L’adempimento dell’obbligazione pecuniaria nella società contemporanea: tramonto della carta moneta e attribuzione pecuniaria per trasferimento della moneta scritturale*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2007, I, 137 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L’adempimento dell’obbligazione pecuniaria tra diritto vivente e portata regolatoria indiretta della Payment Services Directive 2007/64/CE, in Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, a cura di M. MANCINI-M. PERASSI, in *Quad. ric. giur. della Banca d’Italia*, n. 63, 2008, 65 ss. Ma v. diversamente M. CIAN, *op. cit.*, 331.

<sup>22</sup> Così G. PITRUZZELLA, *Conclusioni*, cit., § 76. V. anche V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2018, I, 747.

<sup>23</sup> Secondo R. WANDHÖFER, *The future of digital retail payments in Europe: A role for central bank issued crypto cash?* ([www.ecb.europa.ec](http://www.ecb.europa.ec) 1 October 2017) 1-40, a 24, the «central bank money on the ledger is going to be an essential building block for the future of the fiat currency based payments i.e. although the underlying technology may be new, the currency unit would not change». V. ora EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 6.

attraverso i trasferimenti di depositi bancari, siano effettivamente soddisfattivi per i creditori, siano cioè giuridicamente corretti (per quantità, tempo, luogo)<sup>24</sup>.

3. *Verso il nuovo contante: l'euro digitale*. – Secondo recente giurisprudenza della Corte di Giustizia, la competenza esclusiva dell'Unione riguardo alla politica monetaria per gli Stati membri che hanno adottato l'euro si estende a ogni potere necessario alla creazione e al buon funzionamento dell'euro, ivi compresa la definizione e la disciplina del corso legale<sup>25</sup>. D'altro canto, non si rinviene alcuna norma che porti a escludere la possibilità per l'Unione di attribuire il valore di corso legale ad altre forme di moneta, non necessariamente fisiche, diverse dalle banconote e dalle monete metalliche<sup>26</sup>.

Occorre ricordare, in proposito, che, spinto dall'innovazione tecnologica, il legislatore dell'Unione ha da qualche tempo introdotto la moneta elettronica, ossia un valore monetario rappresentato da un credito digitale nei confronti di una banca o di un istituto di moneta elettronica (dietro versamento di fondi di pari valore) accettato come mezzo di pagamento da terzi<sup>27</sup>.

Per quanto alla moneta elettronica non sia stato esplicitamente attribuito il valore di corso legale, è ormai pacifico che essa ne rivesta la funzione, potendo considerarsi come mezzo alternativo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, in quanto consente il trasferimento di denaro dal debitore al creditore con analoghi effetti dal punto di vista giuridico<sup>28</sup>.

Tanto la moneta elettronica quanto la moneta scritturale o bancaria (che concorre con la prima e, naturalmente, con il contante alla definizione di «fondi», quali oggetto delle operazioni di pagamento) sono emesse da soggetti autorizzati e soggetti a vigilanza, in un rapporto necessario fra moneta e regolamentazione<sup>29</sup>.

L'utilizzo di tali forme di moneta alternativa presuppone che creditore e debitore dispongano di un conto di pagamento intrattenuto con una banca, un istituto di moneta elettronica o un istituto di pagamento, mettendo alla luce possibili difficoltà in termini di inclusione finanziaria (su cui v. *infra*), alle quali il legislatore dell'Unione ha tentato di porre rimedio con l'introduzione della disciplina del conto di pagamento di base<sup>30</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr., ampiamente, sul punto V. SANTORO, *L'efficacia solutoria dei pagamenti tramite intermediari*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. CARRIERO-V. SANTORO, Milano, 2005, 83 ss.

<sup>25</sup> Cfr. CGUE, C-422/19 e C-423/19 *Johannes Dietrich e Norbert Häring vs Hessischer Rundfunk*, § 38, 41, 45, 51 e 52.

<sup>26</sup> Cfr. G. PITRUZZELLA, *Conclusioni*, cit., § 96.

<sup>27</sup> Cfr. art. 1, comma 3, lett. b), direttiva 2000/46/CE del 18 settembre 2000 e, successivamente, art. 2, n. 2, direttiva 2009/110/CE del 16 settembre 2009.

<sup>28</sup> Così G.L. GRECO, *Monete complementari e monete virtuali*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Torino, 2017, 198-199. In termini ancora più decisi V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo*, cit., 751, secondo il quale la moneta elettronica (al pari di quella scritturale) deve oggi considerarsi come moneta avente corso legale nello Stato.

<sup>29</sup> G. LEMME, E. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, n. 11, 2016, 2.

<sup>30</sup> Cfr. direttiva 2014/92/UE del 23 luglio 2014, su cui si veda S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei "conti di pagamento" alla luce dell'armonizzazione attuata con la Payment Accounts Directive*,

Un'alternativa ai servizi bancari potrebbe essere rappresentata da una moneta digitale emessa dalla banca centrale (nell'Unione si tratterebbe del c.d. "euro digitale")<sup>31</sup>.

La base legale per l'emissione di un euro digitale da parte dell'Eurosistema dipende dal suo *design* e dalla finalità per la quale essa viene introdotta; in generale, si fa riferimento agli artt. 127, par. 2, 128, par. 1 o 133 TFUE nonché agli artt. 16, 17, 20 o 22 dello Statuto della BCE<sup>32</sup>.

Nell'UE la moneta viene generalmente emessa dalla BCE nell'ambito della politica monetaria<sup>33</sup>, mediante accrediti sui conti detenuti dalle banche<sup>34</sup>. L'emissione di un euro digitale potrebbe incidere sulla trasmissione della politica monetaria, in quanto svolge la funzione di moneta<sup>35</sup>. L'euro digitale sarebbe una nuova forma di moneta, registrata come passività nel bilancio della BCE (come le banconote) e "garantita" da attività detenute dalla BCE<sup>36</sup>.

È possibile ipotizzare vari schemi tecnici e organizzativi relativi all'introduzione dell'euro digitale e l'impatto effettivo sulla politica monetaria potrebbe in parte dipen-

---

in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 6, 2017, 787 ss. e G.L. GRECO, *Il conto che non opera con terzi non è un conto di pagamento*, in *Giur. Comm.*, n. 46.4, Luglio-Agosto 2019, 701.

<sup>31</sup> V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo*, cit., 751 e PANETTA, *21<sup>th</sup> century cash: central banking, technological innovation and digital currencies*, in *Do We Need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology and Institutions*, a cura di E. GNAN-D. MASCIANDARO, Università Bocconi, Baffi Carefin, Milano, 2018, 23.

<sup>32</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 24. La BCE afferma che le variabili dovrebbero essere: a) un euro digitale emesso come strumento di politica monetaria, assimilabile alle riserve della banca centrale, accessibile solo alle controparti della banca centrale; b) un euro digitale a disposizione delle famiglie e di altri soggetti privati tramite conti aperti presso l'Eurosistema; c) un euro digitale emesso come mezzo di regolamento per specifiche tipologie di pagamento, elaborato da un'infrastruttura di pagamento dedicata accessibile solo ai partecipanti idonei; d) un euro digitale emesso come strumento equivalente ad una banconota.

<sup>33</sup> Una parte della strategia di politica monetaria della BCE consiste nella definizione e nel monitoraggio di diversi aggregati monetari, che possono rivelare informazioni utili su moneta e prezzi. L'analisi monetaria della BCE utilizza aggregati monetari ristretti (M1), "intermedi" (M2) e ampi (M3). Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie (ossia: banche centrali, società di raccolta dei depositi, istituti di credito, fondi del mercato monetario, istituti di moneta elettronica) e del governo centrale (uffici postali, tesoreria, ecc.). Ogni aggregato è composto da varie attività finanziarie, dal denaro contante e banconote ai conti bancari, dai depositi a risparmio alla moneta elettronica. Ogni bene è denaro o può essere convertito in denaro in modo facile, veloce e non costoso. In argomento cfr., tra gli altri, M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2021, 121 e EUROPEAN CENTRAL BANK, *The monetary policy of the ECB*, 2011, in [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetary\\_policy2011en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetary_policy2011en.pdf).

<sup>34</sup> A. SÁINZ DE VICUÑA, *op. cit.*, 523.

<sup>35</sup> Non è questo il caso delle criptovalute, che non svolgono la funzione di moneta. Le criptovalute non sono emesse da banche centrali e non sono attualmente utilizzate come mezzi di pagamento. Pertanto, esse non competono con contanti e depositi nel soddisfare le esigenze di liquidità del pubblico. Sulle relazioni tra criptovalute e politica monetaria si veda ECB CRYPTO-ASSETS TASK FORCE, *Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*, *ECB Occasional Paper Series*, n. 223, May 2019. Ci sono opinioni diverse riguardo le c.d. "stablecoins". «A hypothetical situation in which stablecoins become an "alternative store of value" [...] would have consequences for the transmission of monetary policy and other related issues». Cfr. ECB CRYPTO-ASSETS TASK FORCE, *Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, *ECB Occasional Paper Series*, n. 247, September 2020, 19.

<sup>36</sup> Per M. MCLEAY-A. RADIA, R. THOMAS, *Money creation in the modern economy*, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, 15, la moneta è fondamentalmente un tipo speciale di IOU (o promessa di pagamento).



dere da quale viene adottato<sup>37</sup>. L'infrastruttura di *back-end* per la fornitura di un euro digitale dovrebbe in ogni caso essere controllata dalla banca centrale, ma potrebbe essere centralizzata (tutte le operazioni vengono registrate nel libro mastro della BCE) o decentralizzata, nel qual caso un utente finale potrebbe trasferire direttamente gli euro digitali al portatore posseduti a un altro utente finale, tramite protocolli DLT (*Distributed Ledger Technology*)<sup>38</sup> o mediante archiviazione locale<sup>39</sup>.

Un'opzione centralizzata con accesso diretto da parte di innumerevoli utenti finali ai conti della banca centrale sarebbe tecnologicamente impegnativa e implicherebbe un pesante onere operativo per la BCE. L'opzione decentralizzata richiederebbe, d'altra parte, che l'operatività sia costantemente in linea con i requisiti della banca centrale.

Sebbene nell'emissione delle proprie passività la BCE non sia un'entità regolata e vigilata, indipendentemente dall'opzione scelta si deve ritenere che, per evitare problemi reputazionali, assicurare un elevato standard di protezione dei consumatori e garantire la stabilità finanziaria, l'emissione dell'euro digitale debba quanto meno essere conforme ai requisiti previsti per gli strumenti di pagamento dalla direttiva (UE) 2015/2366/UE, ma anche dal regolamento (UE) 2016/679 sulla protezione dei dati e dalle direttive (UE) 2015/849 e 2018/843 in tema di antiriciclaggio<sup>40</sup>.

Sia nell'approccio centralizzato che in quello decentralizzato, gli intermediari vigilati sarebbero coinvolti come *gatekeeper*<sup>41</sup> o agenti di regolamento per conto dei loro clienti, utilizzando l'infrastruttura di pagamento all'ingrosso esistente<sup>42</sup>.

Altro aspetto importante da considerare in fase di progettazione dell'euro digitale è quello economico. Ci si riferisce, in particolare, alle scelte su chi potrebbe detenere un euro digitale, se un euro digitale debba produrre interessi, se debbano esserci limiti alla quantità di euro digitali che possono essere detenuti<sup>43</sup> e se un euro digitale debba essere liberamente convertibile in altre forme di denaro o depositi bancari<sup>44</sup>.

Non è chiaro se l'euro digitale possa divenire uno strumento per rafforzare la politica monetaria<sup>45</sup>. La BCE potrebbe influenzare direttamente le scelte di consumo e di

<sup>37</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 36 ss. e E. URBINATI-A. BELSITO-D. CANI-A. CAPORINI-M. CAPOTOSTO-S. FOLINO-G. GALANO-G. GORETTI-G. MARCELLI-P. TIBERI-A. VITA, *A digital euro: a contribution to the discussion of technical design choices*,  *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Questioni istituzionali*, Roma, n. 10, July 2021, 17 ss.

<sup>38</sup> Per esempio una *blockchain*.

<sup>39</sup> In modo analogo alle carte prepagate.

<sup>40</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 20; BANK OF ENGLAND, *Central Bank Digital Currency Opportunities, challenges and design*, March 2020, 29 ss.; EUROPEAN CENTRAL BANK, *Digital euro experimentation scope and key learnings*, 2021, 5 ss.; G7 UNITED KINGDOM 2021, *Public Policy Principles for Retail Central Bank Digital Currencies (CBDCs)*, 2021, 22.

<sup>41</sup> Nel caso di un euro digitale al portatore, potrebbero fornire i dispositivi fisici e caricare i fondi su di essi.

<sup>42</sup> Si tratta di un'opzione ibrida, in cui gli intermediari vigilati fornirebbero servizi di pagamento in euro digitali agli utenti finali.

<sup>43</sup> Ad esempio, un uso estensivo dell'euro digitale all'estero potrebbe causare la sostituzione della valuta nelle giurisdizioni estere. Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 29.

<sup>44</sup> Cfr. BANK OF ENGLAND, *op. cit.*, 11.

<sup>45</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 13. J. MEANING-B. DYSON-J. BARKER-E. CLAYTON, *Broadening narrow money: monetary policy with a central bank digital currency*, *Bank of England Staff Working Paper No. 724*, 2018, 30 ritengono che «the impact [of a CBDC] on the monetary transmission mechanism is uncertain, but we believe the most likely consequence would be that CBDC would strengthen the monetary transmission mechanism, for a given change in policy instruments».

investimento di famiglie e imprese attraverso variazioni del tasso di riferimento. D'altro canto, esiste una sorta di *trade-off* tra un potenziale beneficio – una Central Bank Digital Currency (CBDC) rappresenterebbe un altro canale per una banca centrale per supportare una trasmissione più efficace delle manovre di politica monetaria – e un potenziale rischio, ovvero la disintermediazione del settore bancario sul lato dell'offerta<sup>46</sup>.

Un euro digitale potrebbe indurre i depositanti a trasformare i propri depositi bancari in passività della banca centrale, se quest'ultima riconoscesse una remunerazione più elevata rispetto a quella offerta dalle banche<sup>47</sup>.

In un contesto di tassi di interesse negativi, un euro digitale con interessi positivi potrebbe indurre un enorme spostamento dai depositi bancari. A differenza delle banconote, un euro digitale non avrebbe costi di custodia e di assicurazione, quindi è probabile che anche un euro digitale infruttifero possa provocare la disintermediazione bancaria<sup>48</sup>. Se il pubblico dovesse trasferire parte dei propri fondi dai depositi alla CBDC potrebbero esserci implicazioni potenzialmente significative sul sistema bancario, sulla politica monetaria e sulla stabilità finanziaria<sup>49</sup>.

I depositi bancari commerciali sono una parte importante del finanziamento del sistema bancario. Se il successo di un euro digitale dovesse provocare un volume inferiore di finanziamenti per le banche commerciali, queste potrebbero a loro volta reagire riducendo il volume dei prestiti all'economia in generale. Le banche potrebbero anche cercare di stabilizzare i depositi aumentando la loro remunerazione o sostituire i depositi perduti con prestiti della banca centrale o finanziamenti più costosi basati sul mercato dei capitali.

Una disintermediazione bancaria su larga scala comporterebbe dunque un potenzia-

---

<sup>46</sup> BANK OF ENGLAND, *op. cit.*, 34 correttamente afferma che «CBDC would need to be carefully designed to ensure that the potential benefits for monetary and financial stability, as well as the wider benefits of introducing CBDC for the public, could be realised without jeopardising the Bank's objectives and the financial sector's ability to provide credit and other services to the wider economy». Su tale fronte, mostra minori preoccupazioni il G7 (*Public Policy Principles for Retail Central Bank Digital Currencies (CBDCs)*, 13 ottobre 2021, 6), secondo il quale «irrespective of CBDCs, private sector developments may generate similar deposit substitution risks, and the introduction of CBDC may generate additional innovative opportunities for banks and other financial intermediaries».

<sup>47</sup> Secondo il COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES MARKETS COMMITTEE, *Central bank digital currencies*, March 2018, 11, «CBDC accessible to individuals and designed as a non-interest bearing, retail payment instrument might primarily substitute for cash (eg token-based CBDC) and commercial bank deposits (eg account-based CBDC). CBDC that pays interest and is readily transferable would likely be attractive to professional financial market participants (eg cash pools and asset managers)».

<sup>48</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report*, cit., 17. Sulla disintermediazione bancaria in conseguenza dell'introduzione di una CBDC si veda anche: M. KUMHOF-C. NOONE, *Central bank digital currencies – design principles and balance sheet implications*, Bank of England Staff Working Paper No. 725, May 2018, 5 ss.; T. MANCINI-GRIFFOLI-M.S. MARTINEZ PERIA-I. AGUR-A. ARI-J. KIFF-A. POPESCU-C. ROCHON, *Casting Light on Central Bank Digital Currency*, International Monetary Fund Staff Discussion Note, November 2018, 21 ss. Diversamente, per D. ANDOLFATTO, *Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks*, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper No. 2018-026B, 2020, «CBDC need not have a negative impact on bank lending operations if the central bank follows an interest rate policy rule. (...) a well-designed CBDC is not likely to threaten financial stability».

<sup>49</sup> All'inizio degli anni '80 in Italia si è registrato un calo significativo della domanda di depositi, dovuto all'introduzione di un investimento finanziario alternativo, una forma di buoni del tesoro a breve termine (BOT). Sebbene i BOT non fossero mezzi di pagamento, erano facilmente convertibili in contanti e offrivano un tasso di interesse più elevato rispetto ai depositi bancari. Cfr. C. VACIAGO-G. VERGA, *Domanda di moneta e "disintermediazione" delle banche*, in *Moneta e Credito*, n. 137, 1982, 59 ss.

le calo dei prestiti o un aumento del costo del credito al pubblico<sup>50</sup>. Inoltre, durante una crisi bancaria sistemica, la CBDC, in quanto priva di rischio emittente, potrebbe diventare molto più attraente dei depositi bancari: la corsa verso la CBDC amplificherebbe gli effetti della crisi e la stabilità finanziaria potrebbe essere compromessa<sup>51</sup>.

L'emissione di una CBDC dovrebbe quindi essere strutturata in modo da evitare il rischio di un'eccessiva disintermediazione bancaria<sup>52</sup> e un peggioramento delle crisi bancarie<sup>53</sup>. Secondo alcuni autori, la CBDC non porterebbe necessariamente a una contrazione dei finanziamenti bancari se fosse «interest-paying, with an adjustable rate; distinct from, and not convertible to reserves; no explicit or implicit central bank guarantee of convertibility with deposits; issued only against eligible securities»<sup>54</sup>. Un'altra opzione proposta è quella di differenziare la remunerazione in base agli importi dei depositi detenuti: un sistema di remunerazione a due livelli con un tasso di interesse inferiore a una certa soglia<sup>55</sup>.

Entrambe le ipotesi prevedono limiti alla remunerazione CBDC o alla quantità che può essere detenuta dal pubblico, intervenendo così su domanda e prezzi e ostacolando l'attuazione della politica monetaria<sup>56</sup>.

Non c'è dubbio che, in tempi di crisi finanziaria, l'emissione di CBDC possa accelerare e rendere più diffusa la fuga dai depositi bancari. D'altra parte, piuttosto che limitare la detenzione di CBDC, potrebbe essere più efficiente rafforzare le procedure di risoluzione, il sistema di garanzia dei depositanti e la capacità della banca centrale di agire come prestatore di ultima istanza.

4. *Moneta e diritti dei cittadini.* – Prima di andare oltre occorre ricordare che alcuni autori, soprattutto in Germania, pensano che le restrizioni all'uso del contante siano contrarie all'ordine monetario europeo<sup>57</sup>. Sono stati proposti alcuni argomenti con implicazioni sociologiche prima che giuridiche: 1) da un lato, l'ordinamento europeo garantirebbe la *privacy* dei cittadini attraverso l'anonimato nel trasferimento del contante, anonimato che non potrebbe essere garantito quando si adoperino altre forme di pagamento; 2) d'altro lato, si osserva che mentre l'uso del contante è accessibile anche ai

<sup>50</sup> Cfr. R. JUKS, *When a central bank digital currency meets private money: effects of an e-krona on banks*, in *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2018:3, 2018, 79 ss.; W. ENGERT-B. FUNG, *Central bank digital currencies: motivations and implications*, *Staff Discussion Paper 2017-16*, Bank of Canada, 2017.

<sup>51</sup> Cfr. Y. MERSCH, *Virtual or virtueless? The evolution of money in the digital age*, *Lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum*, London, 8 February 2018.

<sup>52</sup> Cfr. P. CIPOLLONE, *Il ruolo dell'euro digitale come ancora del sistema dei pagamenti*, Milano, 12 novembre 2021, 5.

<sup>53</sup> Cfr. U. BINDSEIL, *Tiered CBDC and the financial system*, *ECB Working Paper Series*, n. 2351, January 2020, 17.

<sup>54</sup> M. KUMHOF, C. NOONE, *op. cit.*, 36. Opinione simile in O. BJERG, *Breaking the Gilt Standard: The Problem of Parity in Kumhof and Noone's Design Principles for Central Bank Digital Currencies*, Copenhagen Business School, August 2018.

<sup>55</sup> Cfr. F. PANETTA, *op. cit.*, 23 ss.; U. BINDSEIL, *op. cit.*, 22.

<sup>56</sup> Cfr. COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES MARKETS COMMITTEE, *op. cit.*, 17.

<sup>57</sup> H. SIEKMANN, *op. cit.*, 40 ss. V. anche, problematicamente, P. ATHANASSIOU, *Impact of digital innovation on the processing of electronic payments and contracting: an overview of legal risks*, *ECB Legal Working Paper Series N.16/October 2017*, 5 ss.

cittadini in condizione di disagio sociale, l'uso di strumenti alternativi di pagamento richiederebbe un accesso ai conti di pagamento o a piattaforme elettroniche, non alla portata di tutti.

1) La prima osservazione è certamente vera se si vuol dire che l'ordinamento europeo garantisce la *privacy* dei cittadini dell'Unione<sup>58</sup>, ma non ci sembra che vi siano regole europee specifiche a sostegno dell'anonimato dei trasferimenti monetari. D'altra parte, se lo scopo è di garantire la *privacy* dei trasferimenti monetari, non vi è ragione per escludere che essa sia garantita ai cittadini europei qualunque sia lo strumento di pagamento che abbiano prescelto. L'obiettivo può ben essere perseguito e realizzato anche nel caso di pagamenti tramite intermediari. Infatti, il risultato si può ottenere imponendo alle banche l'obbligo del segreto, segreto che queste ultime hanno dimostrato di potere e sapere mantenere, come dimostra la pluridecennale esperienza del sistema bancario svizzero. Ma proprio il fatto che il valore assoluto del segreto bancario svizzero scompare a causa di accordi internazionali, dimostra che il diritto internazionale, nonché quello europeo e dei singoli Stati (compresi quelli membri dell'UE) conferma che il diritto dei cittadini alla "privacy" deve essere bilanciato da un'attenta valutazione dell'interesse pubblico quale, ad es., quello al contrasto del riciclaggio di denaro, del terrorismo, dell'evasione fiscale<sup>59</sup>. Si dovrà, piuttosto, applicare il principio di proporzionalità.

2) Per ciò che concerne il fatto che le classi più povere e i cittadini «not so well educated»<sup>60</sup> possano subire ingiusti disagi a causa delle limitazioni all'uso del contante, l'obiezione sembra eccessiva quando si riconosca, come non esitiamo a ammettere, che il contante non può e non deve essere abolito ma, al contrario, deve essere accompagnato da differenti forme di euro (scritturale, elettronico e, in futuro, digitale) altrettanto essenziali per il buon funzionamento economico e sociale delle nostre società moderne. Ciascuna di queste forme di denaro presenta vantaggi e svantaggi<sup>61</sup> e proprio la possibilità, in alcune circostanze, di dover utilizzare una forma piuttosto che l'altra, contribuisce alla maggiore efficienza del sistema di pagamenti nel suo complesso.

D'altra parte, il legislatore europeo ha messo in atto azioni specifiche per l'istruzione e l'inclusione finanziaria, in particolare fornendo l'accesso al cosiddetto conto di base senza commissioni.

L'eccessiva preoccupazione per il disagio sociale può nascondere una scelta che implica rassegnazione al fatto che le classi sociali svantaggiate sono destinate a non uscire dalla condizione in cui non hanno accesso a un sistema di pagamento più sofisticato o, persino, che debbano essere mantenute nella loro situazione. D'altra parte, quando si evidenzia che una percentuale importante della popolazione europea non ha accesso a conti bancari, non si considera che tale percentuale comprende una quota rilevante di cittadini che, più che non avere accesso a un conto, non ha accesso a un reddito dignitoso.

---

<sup>58</sup> V. in particolare l'art. 8 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

<sup>59</sup> V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo*, cit., 751.

<sup>60</sup> H. SIEKMANN, *op. cit.*, 46 s. Sul tema dell'esclusione finanziaria nella recente letteratura italiana, v. i saggi di G. CORRADO, *L'esclusione finanziaria*, Torino, 2012 e E. RIGHINI, *L'educazione finanziaria*, Milano, 2020.

<sup>61</sup> V. EUROPEAN LEGAL TENDER EXPERT GROUP, *op. cit.*, 6.

5. *La funzione della moneta.* – Il giurista guarda alla moneta con una lente che ne distorce l'immagine in quanto non tiene conto di ciò che per gli economisti è più evidente vale a dire che i depositi bancari sono equivalenti al denaro contante, e una volta compreso ciò a maggior ragione la moneta digitale è altresì equivalente<sup>62</sup>.

Hayek ha criticato questo sguardo distopico a cui aderiscono i giuristi che si richiamano alla concezione statalista della moneta; egli fa notare, causticamente, che l'impostazione di Knapp ha condotto alla svalutazione del marco tedesco nella misura di 1/1.000.000.000.000<sup>63</sup>. In verità, anche in termini giuridici, non è tanto importante stabilire cosa sia il denaro quanto stabilire quale sia la sua funzione<sup>64</sup>. Infatti, riguardo all'essenza, il denaro non è nulla più che un segno<sup>65</sup> al quale l'ordinamento attribuisce la virtù di liberare il debitore mediante il trasferimento al creditore: tale segno pertanto ha la funzione di mezzo di scambio e, precisamente, come tale deve essere considerato in termini giuridici<sup>66</sup>. Benché i biglietti di banca centrale ancora rechino l'impronta originaria di titoli di credito contenenti l'obbligazione dell'istituto di emissione di pagare una certa somma, questa impronta è quasi sparita nelle banconote in euro se non per la caratteristica della sottoscrizione del Governatore<sup>67</sup>. A queste formule non corrisponde alcun obbligo giuridico coercibile, se ne resero conto i tedeschi nel 1923 quando, come già abbiamo ricordato sopra, il marco si svalutò nel rapporto da 1/1.000.000.000.000 e per comprare il pane occorreva riempire una carriola di carta/moneta.

D'altra parte, se tecnicamente è vero che la banca centrale non fallisce nel senso che non è sottoposta alla legge fallimentare ordinaria, tuttavia, essa non si sottrae a forme diverse di "fallimento", solitamente di liquidazione secondo regole pubblicistiche<sup>68</sup>. Per altro, poiché l'essenza del fallimento è l'incapacità del debitore di ripagare a valore pieno i propri creditori, ciò accade a una Banca centrale quando non è in grado di controllare l'inflazione, storicamente è emblematico il caso della Reichsbank nel 1923.

6. *Limiti ai pagamenti per contante.* – Si possono imporre restrizioni all'uso del contante per ragioni di interesse pubblico come pure in ossequio al principio della correttezza e buona fede nei rapporti fra privati.

La prima restrizione è confermata dalla recente decisione della Corte di Giustizia del 26 Gennaio 2021, ove si legge: «A questo proposito, benché il tenore delle disposizioni di cui si chiede l'interpretazione nell'ambito della seconda questione osti all'adozione di una norma nazionale avente per oggetto o per effetto di abolire, de jure o de

<sup>62</sup> G. PITRUZZELLA, *Conclusioni*, cit., § 76.

<sup>63</sup> F.A. HAYEK, *op. cit.*, chapter 5.

<sup>64</sup> C. PROCTOR, *op. cit.*, 9 ss.

<sup>65</sup> K. POLANYI, *op. cit.*, 136, spiega che, anche nelle società arcaiche, la moneta era spesso un simbolo astratto rappresentato da una parola o da un numero.

<sup>66</sup> La funzione storica di riserva di valore ha, invece, perso importanza a seguito della decisione del Governo degli USA, del 15 Agosto 1971, di sospendere la convertibilità del dollaro (quale valuta di riserva internazionale) in oro.

<sup>67</sup> See J. DALHUISEN, *op. cit.*, 336 s.

<sup>68</sup> I casi più recenti si sono verificati in Zimbabwe (2010) e in Taghistan (2007); ma proprio in Italia ricordiamo bene il caso della Banca Romana (una delle sei banche centrali all'epoca operanti) che, a causa della circolazione illegale per 65 milioni di lire e, inoltre, per la duplicazione di biglietti per 40 milioni di lire (cifra enorme all'epoca) fu liquidata e, nel 1893, incorporata nella neocostituita Banca d'Italia.

facto, il contante in euro, in particolare rimettendo in causa la possibilità, in linea generale, di liberarsi da un'obbligazione di pagamento mediante tale contante, esso non consente di per sé di stabilire se una norma nazionale che si limita a porre restrizioni all'uso del contante al fine di liberarsi da un'obbligazione di pagamento imposta da un'autorità pubblica sia anch'essa contraria al diritto dell'Unione»<sup>69</sup>.

In tale decisione la Corte non pone in discussione il fatto che il pagamento in contanti debba sempre avere un'efficacia liberatoria, ma dopo tale affermazione di principio aggiunge che vi possono essere eccezioni in funzione dell'interesse pubblico<sup>70</sup>, la cui concreta valutazione è, per altro, rimessa al giudice nazionale. La Corte, poi, non si limita a ciò ma indica vari casi in cui l'interesse pubblico può comportare restrizioni citando la lotta al crimine secondo la legislazione antiriciclaggio o antiterrorismo<sup>71</sup>, e (aggiungiamo noi) l'interesse pubblico è certamente rilevante anche riguardo al contrasto dell'evasione fiscale<sup>72</sup>. Ma il dato più significativo è che l'interesse pubblico può ben consistere nell'esigenza di garantire l'efficiente organizzazione dello stesso sistema dei pagamenti, si tratta infatti di un obiettivo di ordine pubblico che, in tal caso, coincide proprio con l'interesse delle parti del contratto ad una «regolazione contrattuale economicamente efficiente»<sup>73</sup>.

Tuttavia, l'eccezione più rilevante consegue all'applicazione dei principi di correttezza e buona fede<sup>74</sup> la cui portata è talmente significativa da far dubitare che il pagamento non in contanti sia l'eccezione ma piuttosto la regola.

Solo alcuni esempi: i pagamenti in contanti di grosse somme non sono in buona fede perché la sicurezza della controparte che si desidera obbligare a pagare o ricevere denaro è messa a rischio e perché tale parte dovrebbe sopportare oneri impropri ed eccessivi, ad es. il costo dei cassieri per la contazione. Ancora, non è buona fede pretendere un pagamento in contanti nei rapporti a distanza in quanto ciò costringe (in particolare il debitore) al rischio di inviare le somme o (in alternativa) all'assunzione di costi assicurativi eccessivi<sup>75</sup>. Più in generale, i pagamenti “commerciali” in contanti non

<sup>69</sup> Casi congiunti C-422/19 e C-423/19 *Johannes Dietrich, Norbert Häring v. Hessischer Rundfunk* [2021] ECLI:EU:C:2021:63, § 62.

<sup>70</sup> *Dietrich/ Häring v. Hessischer Rundfunk*, cit., §§ 65-78.

<sup>71</sup> V. SANTORO, *L'efficacia solutoria dei pagamenti*, cit., 82 s.; T. BONNEAU, *The concept of legal tender in France*, in R. FREITAG-S. OMLOR, *op. cit.*, 85 s.

<sup>72</sup> Molti paesi dell'Eurozona vietano l'uso del contante per pagamenti relativi a somme piuttosto piccole. Questi sono i paesi europei più popolosi (Francia, Italia e Spagna) eccetto la Germania, ma anche Belgio, Grecia, Portogallo, Slovacchia. In Estonia il limite non è per importo ma per numero di banconote e monete (che non possono essere complessivamente più di 50); in Finlandia, invece, gli imprenditori possono rifiutare di accettare il contante solo se lo abbiano dichiarato in anticipo. V. anche A. SÁINZ DE VICUÑA, *op. cit.*, 521 ss.

In Austria, il debitore, qualora sia consumatore o affittuario, ha il diritto di pagare con accreditamento in un conto che deve essere indicato dal creditore allo scopo, v. S. PERNER, *The Euro as Legal Tender from an Austrian Perspective*, in R. FREITAG-S. OMLOR, *op. cit.*, 135 ss.

<sup>73</sup> Così S. ARNOLD, *The Euro in German (private) law – monetary obligations and the mutual dependence of public and private law*, in R. FREITAG, S. OMLOR, *op. cit.*, 148 s.

<sup>74</sup> S. ARNOLD, *op. cit.*, 146 s.

<sup>75</sup> EUROPEAN LEGAL TENDER EXPERT GROUP, *op. cit.*, 6, osserva: «At a first stage discussion, the Chair suggested four sets of objective reasons, all linked to the physical nature of cash (which, contrary to electronic means of payments, has to be transported and stored safely), according to which a retailer might validly refuse a cash payment. These reasons were the following: the security of people and of the business was at stake; the per unit value of the goods sold was so high that the retailer could face serious security/practical problems if all items were paid for in cash (e.g. car dealers); the shop was located in a remote

sono in buona fede perché, non solo, differiscono dalle pratiche commerciali correnti ma, inoltre, costituiscono un ostacolo alla costruzione del mercato unico dei pagamenti poiché svantaggiano, da un punto di vista competitivo, le imprese di altri paesi o, comunque, quelle più lontane.

In conclusione, non solo crediamo che i pagamenti mediante moneta scritturale, elettronica o digitale (espresso in euro) siano conformi con il diritto europeo, ma siamo anche convinti che essi svolgano un ruolo importante riguardo al miglioramento del funzionamento del mercato unico e del rafforzamento dell'Unione monetaria, contribuendo ad accrescere la circolazione di capitali e denaro ad opera dei cittadini in tutta l'area dell'Unione.

---

area and there was no bank nearby allowing the retailer to deposit cash regularly; and, the purchase took place without any physical contact between the two parties to the contract (e.g. remote sales). It was not possible to reach an agreement on the issue because of the two different schools of thought described above: according to one school, contractual freedom can limit the public law provisions of legal tender, whereas according to the other one, contractual freedom cannot prevail over the public law principle of legal tender».

# METAMORFOSI DI MONETA E FINANZA NELL'EVOLUZIONE DEL DIRITTO: L'ORDINE UE

di *Gustavo Visentini*

SOMMARIO: I. Moneta e finanza sono fatti sociali dovuti al diritto. – 1. Non sono entità del mondo reale. – 2. Fatto (istituzione) sociale. – II. Monete. – 3. Il fenomeno. – 4. Invenzione della moneta: le monete. – 5. La moneta legale dello Stato moderno. – 6. Tre modelli di moneta legale: a. Ancorata all'oro. – b. Ancorata all'oro o a moneta convertibile in oro. – c. Libera creazione monetaria. – III. Finanza. Due manifestazioni principali: opposte. – 7. La moneta, in quanto riserva di valore, genera la finanza. – 8. La moneta è l'oggetto della finanza. I mercati finanziari. – 9. Finanza e economia reale. – 10. Il susseguirsi degli ordinamenti finanziari. – 10.1. Legislazione in reazione alla crisi del '29. Finanza keynesiana. – 10.2. Gli anni della stagflazione. – 10.3. Politica legislativa di reazione alla stagflazione. Finanza neoclassica. – IV. L'ordine europeo di moneta e finanza. – 11. Precedente alla crisi '08. – 11.1. Moneta. – 11.2. Finanza. – 12. In seguito alla crisi '08; poi la pandemia in corso. – 12.1. Moneta. – 12.2. Finanza. – 12.3. Pandemia. È di ritorno Keynes?

*Il diritto si comprende dai fatti regolati (ex facto oritur ius). Così la legislazione bancaria va intesa dai fatti regolati per cogliere la ratio del sistema, sulla quale articolare l'interpretazione. I fatti della moneta e della finanza non emergono immediatamente dall'articolazione della legge; non sono di facile cognizione: sono elaborazione sofisticata dell'economia. Se nella quotidiana applicazione il testo è sufficiente per risolvere la questione; non basta quando ne sono coinvolti principi, come per lo più nei rapporti istituzionali del diritto politico. Così al giurista che intenda ricostruire il sistema si chiede la pazienza di prendere cognizione del pensiero economico; con l'aggravante che il pensiero economico è articolato in scuole contrapposte, ed evolve per seguire l'esperienza di materia non stabile; storicamente determinata dalla congiuntura politica degli interessi che di volta in volta prevalgono. Le crisi in corso ripropongono la Politica al Diritto: può essere utile seguirne l'evoluzione ad oggi; è necessario alla comprensione dell'ordine UE.*

## I.

### MONETA E FINANZA SONO FATTI SOCIALI DOVUTI AL DIRITTO

1. *Non sono entità del mondo reale.* – La moneta è un fatto sociale, come la finanza, che dalla moneta è generata. Non sono entità del mondo reale; non sono un fatto fisico che s'impone all'azione dell'uomo, come potrebbe essere la montagna all'azione del-



l'ingegnere che progetta il traforo per la linea ferroviaria. Moneta e finanza sono nelle regole che la società si è data con il diritto. È la società che crea la moneta e la conforma nella funzione di pagamento; così è creata e conformata dal diritto la funzione finanziaria della moneta. Va sottolineato, a fronte di chi pensa che le leggi economiche vadano scoperte dallo scienziato come leggi fisiche: convinzione diffusa, autorevolmente.

2. *Fatto (istituzione) sociale.* – Cosa significa ricondurre la moneta e la finanza a fatti sociali?

Il fatto sociale è prodotto nella convivenza della società, come *pensiero collettivo*, eretto in istituzione quando organizza i comportamenti sociali. È nel pensiero individuale di coloro che vivono l'esperienza sociale. Ciascuno (volente o nolente) si sente astretto dall'istituzione: personalmente potrebbe non condividere quel dato pensiero collettivo, sebbene costretto ad accettarlo; personalmente potrebbe trasgredirlo, sino ad integrare l'illecito; collettivamente potrebbe non più essere accettato: l'Unione sovietica ha cessato di esistere per rifiuto collettivo. In definitiva il fatto sociale, l'istituzione, sono nella mente di coloro che *attualmente* le pensano; non sono *cose*.

Per comporsi nel pensiero collettivo, il pensiero individuale si trasmette con la *comunicazione*, che ha nel linguaggio – scritto od orale – il mezzo principale. Ma la trasmissione non è riproduzione, per l'ineliminabile imperfezione della comunicazione, che provoca il ripensamento nella mente del ricevente: il pensiero collettivo si rivela dinamico nell'esperienza del discorso collettivo. Sicché l'oggettività del pensiero collettivo è apparente, pur sempre relativa a pensieri individuali: non è l'oggettività del mondo fisico.

I pensieri individuali si fanno pensiero collettivo per *convenzione*. È la convenzione che impegna nei reciprochi rapporti all'azione comune. La convenzione è nella tradizione, nella prassi, nella consuetudine (anche codici di condotta, galateo). A noi interessa la convenzione tradotta nel *diritto*, rivelata dalle sue fonti (leggi, contratti, ecc.), ripensata nell'interpretazione.

Il diritto nel disporre la convenzione all'impegno comune *crea* il fatto sociale: l'istituto giuridico si risolve nelle sue regole. L'economia, la moneta, la finanza, la banca, la spa sono nel diritto che le crea.

Il fatto sociale, l'istituzione sociale, in quanto dipendente dal pensiero individuale è *contingente*, variabile nel tempo anche quando le fonti sono codificate; storicamente determinata per ciascuna formazione sociale. Si conforma nel discorso collettivo secondo le ideologie, le filosofie, l'intellettualità dei partecipanti. È la *politica* che istituisce il diritto con intensità diversa: qualità delle fonti formali, dell'interpretazione, della pronuncia giurisdizionale; applicazione spontanea o amministrativa.

Di conseguenza il *metodo* per studiare il mondo dei fenomeni sociali è sociologico, diverso dallo studio della realtà del mondo fisico. Ne è diverso l'obiettivo. La scienza fisica ricerca la *verità* dei fenomeni per consentire all'uomo di operare sulla natura; la scienza sociale *crea la sua verità* nella *decisione* (convergenza collettiva), per procedere nell'azione comune. Lo stesso studio concorre alla creazione del fatto sociale; lo scienziato non ha influenza sull'oggetto fisico che studia. La complessità del discorso collettivo richiede la dimensione storica e sociale nella definizione dell'istituzione,

condizionata dall'esperienza passata; per le scienze fisiche non ha senso la dimensione storica: la teoria recente assorbe le precedenti.

Non è concepibile (è impossibile) la definizione di moneta, di finanza, quali categorie universali, come le verità scientifiche della fisica: il diritto, nell'evolversi, configura forme differenti di moneta e di finanza.

## II MONETE

3. *Il fenomeno.* – La moneta non è la cosa reale (metallo; carta) o il segno (scritturale; informatico) che la rappresenta; è la *funzione* che nei rapporti umani (sociali) assume quel dato: la funzione di pagamento. La moneta non serve soltanto a misurare il rapporto di cambio tra merci, ma serve a concludere l'operazione commerciale, nello scambio di merce contro moneta.

Per assolvere questa funzione il dato che rappresenta la moneta richiede generale *accettazione* per i pagamenti nella comunità che se ne serve: la liquidità. Nei fatti, anche l'entità definita legale potrebbe non riscuotere la generale accettazione, e con ciò non essere moneta; viceversa essere moneta un'entità liberamente creata (*bitcoin?*). L'accettazione è la *norma* che integra la moneta; il corso forzoso intende rafforzare la legale.

4. *Invenzione della moneta: le monete.* – Quando la moneta sia stata *inventata*; cioè quando, e in quali limiti, un'entità sia stata comunemente accettata in una determinata società nella funzione del pagamento; non più soltanto di unità di conto; dove e come l'invenzione si sia poi diffusa; sono interrogativi ai quali ancora la ricerca tenta di rispondere. Sono richiamati i miti di Creso, di Egina; si discute se l'invenzione sia servita dapprima per il commercio marittimo; si sottolinea che quando nello scambio troviamo il metallo, inizialmente il conio ufficiale valeva soltanto a garantire la qualità del metallo impiegato nella funzione monetaria: non era ancora moneta fiduciaria. Si ricorda che in Omero spesso nelle donazioni i beni sono valutati per il numero di buoi che il loro scambio avrebbe richiesto: ma i buoi non servivano da moneta.

Nella comune, elementare, funzione di pagamento, troviamo svariate forme di moneta; talmente diverse da rendere impraticabile una teoria che le voglia sussumere.

Per non disperderci, tentati dalla curiosità – non è la sede – prendiamo la moneta divenuta legale con l'imporsi della sovranità territoriale dello Stato moderno, quando, con il tempo, ne ha assunto il monopolio dell'emissione. L'impiego da parte dello stesso Stato della propria moneta, per imposte e tesoreria, ne ha agevolato la diffusione di principale, se non esclusivo, mezzo di pagamento.

5. *La moneta legale dello Stato moderno.* – Delineiamo l'ordinamento monetario nello Stato moderno, che impronta gli attuali. Per semplificare assumiamo la libertà del cambio della legale in altre valute.

L'ordinamento istituisce il monopolio dell'emissione della moneta fiduciaria legale,

che affida alla Banca centrale, la quale forma sistema con le banche commerciali corrispondenti (c.d. banche di secondo rango). La B.c., anche se formalmente privata, dipende dal Governo: nomina del presidente; assistenza finanziaria al Tesoro; anche gestione della tesoreria. La dipendenza è la contropartita del privilegio dell'emissione di banconote. Il prototipo è la Banca centrale inglese del 1694, che perfeziona l'esperienza dell'Olanda (1609). La logica del sistema, sia pure con importanti differenze, è man mano ripresa in Francia, negli Usa, nei più recenti Stati: Germania, Italia. È competenza del Tesoro l'emissione della moneta metallica, di importanza relativa, oggi del tutto marginale.

La B.c. emette banconote a fronte delle operazioni con le banche corrispondenti; queste a loro volta mettono in circolazione la moneta di B.c. nel rispondere alle richieste del mercato: la moneta fiduciaria si diffonde nell'economia.

Per la tecnica del deposito in conto corrente anche le banche commerciali creano moneta, detta scritturale, in quanto generata da scritturazioni in conto. La banca depositaria che riceve dal cliente l'ordine di pagamento lo esegue mediante l'imputazione della disponibilità al beneficiario, presso la stessa banca o altra banca: giro conto. La moneta scritturale attualmente è la principale forma della massa monetaria.

È evidente che con il giro conto abbiamo creazione di nuova moneta soltanto nel caso che il deposito sia alimentato da finanziamento concesso al cliente dalla banca: quando il deposito è alimentato da moneta di B.c. (il caso più banale è che il deposito sia alimentato da danaro liquido) non abbiamo aumento della massa monetaria, ma trasferimento della moneta legale da un conto ad altro, che gli usi assimilano al pagamento. La massa della nuova moneta è in percentuale dei depositi amministrati dalla banca, disponibili per finanziare la clientela; se la banca dovesse utilizzare il proprio capitale verrebbe a mancare la condizione per generare nuova moneta.

La moneta scritturale non è legale; è privata. È generata da contratto: impiego del finanziamento mediante giro conto. Sicché la banca resta esposta al vincolo di convertire il deposito, su semplice richiesta, in moneta di B.c.: l'inadempimento la renderebbe illiquida; potrebbe manifestare insolvenza.

La B.c., con gli strumenti del tasso d'interesse sulle operazioni con le banche corrispondenti e con il regolare la dimensione delle riserve obbligatorie di moneta centrale a carico delle banche corrispondenti a garanzia del vincolo di conversione, è in grado di stabilire le dimensioni della creazione della massa monetaria; della legale (tasso d'interesse) e della scritturale (riserve obbligatorie): se il vincolo di riserva dovesse essere al 100/100 verrebbe a mancare la condizione per la creazione della moneta scritturale.

Soltanto le banche corrispondenti possono ricevere depositi liberamente disponibili presso il pubblico, secondo la tecnica del deposito in conto corrente. È la logica dell'ordinamento, che così preserva il monopolio della creazione monetaria, legale e scritturale, al sistema bancario nel suo complesso.

La stabilità nel tempo di questa struttura non va fraintesa come stabilità dell'ordinamento monetario, che invece ha subito mutazioni radicali.

6. *Tre modelli di moneta legale.* – La medesima struttura istituzionale ora ricordata è venuta evolvendo secondo tre principali modelli di ordinamento monetario, profon-

damente differenti. Sono articolati sul vincolo della moneta legale all'oro, con funzione, soprattutto, di regola per la creazione monetaria.

a) *Ancorata all'oro*. – La moneta fiduciaria è liberamente convertibile in oro: chiunque ne può chiedere la conversione.

L'impegno alla conversione condiziona la B.c. nell'emissione di moneta fiduciaria: nella capacità di finanziare il Tesoro; nella posizione di prestatore di ultima istanza; nella possibilità di approvvigionare le banche corrispondenti. Di riflesso il vincolo s'impone alle stesse banche corrispondenti, poiché sono tenute verso la clientela a convertire i loro depositi in moneta di B.c., limitatamente disponibile. Così il vincolo all'oro è la regola del complessivo sistema monetario, che lo caratterizza (*golden standard*).

Nei rapporti internazionali il vincolo di conversione si impone nel cambio della valuta. Il fornitore estero, che chiede di essere pagato nella propria valuta, costringe l'importatore a convertire la nazionale sul mercato delle valute convertibili, impegnando la B.c. alla conversione in oro verso l'acquirente della valuta nazionale; lo stesso se l'esportatore accetta la valuta nazionale dell'importatore, poiché acquistando il diritto alla conversione in oro impegna la B.c. verso non residente. Per questa via l'ordine monetario internazionale costringe all'equilibrio le bilance nazionali, commerciale e dei pagamenti: eccessivi squilibri trovano l'ostacolo nell'impegno della B.c. nazionale alla conversione in oro. Così anche il sistema monetario internazionale delle valute convertibili è ordinato sull'oro.

Il vincolo, e gli effetti che ne conseguono, erano intesi dalla dominante filosofia politica come garanzie per il *diritto naturale* alla proprietà privata e alla libertà delle convenzioni private. Se la B.c. non fosse vincolata alla conversione assolverebbe ai propri debiti (nelle operazioni con le banche corrispondenti) con carta da essa stessa emessa senza corrispettivo; se lo Stato potesse, senza limiti, essere finanziato dalla B.c. con moneta inconvertibile potrebbe estendere a dismisura la sua azione, senza sopportarne costi: deprimere l'iniziativa economica dei privati; alterare la distribuzione delle ricchezze rispetto all'assetto naturale che le darebbe il mercato. Con il tempo la moneta fiduciaria perderebbe di consistenza per l'eccesso di domanda pubblica, per questa filosofia *improduttiva* (di consumo), rispetto alle capacità produttive del mercato. Ne verrebbe distrutto il sistema monetario, sul quale poggia la fiducia dei contraenti. Ancora, poiché l'inflazione favorisce il debitore, è per lo Stato debitore una tassa non regolarmente approvata.

Il sistema ha retto sulla circolazione fiduciaria delle valute, di fatto non esposte alla conversione in oro, che ha reso compatibile la crescita della massa monetaria con l'aumentare del volume dei pagamenti, nonostante l'insufficiente crescita delle riserve auree. Sempre in fatto, nelle relazioni internazionali si era imposta la sterlina come la moneta di riferimento sulla fiducia per la B.c. inglese all'impegno della conversione, sicché per le diverse valute diveniva sufficiente garantire la conversione in sterlina, ancora a vantaggio della crescita della massa monetaria.

Con il tempo la conversione è stata limitata alle operazioni con l'estero. In condizioni eccezionali, es. guerra, il vincolo è stato più volte sospeso, sospensione accompagnata dal corso forzoso della moneta fiduciaria. Peraltro è stato costantemente riaffermato il principio della conversione in oro (o, per libera convenzione tra le parti, in valuta convertibile in oro).

Il sistema è stato definitivamente travolto dalla crisi del '29 che ha determinato l'inconvertibilità del dollaro (ormai moneta interazionale) e della sterlina. Vani si sono rivelati i tentativi di ripristinare la convertibilità, con l'effetto di aggravare la crisi, sino alla seconda Guerra. Dopo di che si è dovuto ripensare l'ordinamento monetario internazionale.

b) *Ancorata all'oro o a valuta convertibile in oro.* – La moneta fiduciaria degli Stati aderenti al FMI è convertibile in oro o in moneta convertibile in oro, ad un prezzo predeterminato. I cambi sono fissi, salvo aggiustamenti secondo procedura particolare. La conversione è richiesta dallo Stato interessato (*gold exchange standard*). Di fatto, per le condizioni dell'economia del dopoguerra, la moneta di riferimento è stata il dollaro Usa, convertibile in oro, accettata come moneta mondiale.

Il sistema nel suo complesso rimane ancorato all'oro, che regola, sia pure indirettamente, i cambi, e orienta all'equilibrio gli scambi internazionali tra le valute convertibili. Anche gli Usa restano *teoricamente* vincolati all'equilibrio dei cambi per essere in grado di rispondere dell'impegno della conversione del dollaro in oro.

*Teoricamente*, perché la posizione privilegiata del dollaro nel tempo si è rivelata esorbitante. La disponibilità della moneta mondialmente accettata ha consentito agli Usa di eludere il vincolo all'equilibrio dei cambi sotto la pressione della ripresa delle economie ormai ricostruite dalle distruzioni della guerra, con conseguente ridimensionamento Usa nel commercio internazionale. L'espansione oltre misura del dollaro, non solo ha reso insostenibile il cambio concordato, ma ha reso impraticabile lo stesso impegno alla conversione in oro. Sollecitata dalla richiesta di conversione di importanti partite di dollari da parte di alcuni Paesi, l'Amministrazione Nixon nell'agosto del 1971 ha decretato unilateralmente l'inconvertibilità del dollaro, con la conseguente caduta del sistema, che aveva garantito più di due decenni di stabilità.

All'epoca degli accordi di *Bretton Woods* nel corso dei lavori preparatori era stata rilevata l'ineliminabile provvisorietà del sistema in definitiva ancorato sul dollaro; per questo era stato suggerito nel *bancor* la creazione di una moneta internazionale per gli scambi tra Paesi, sostenuta dall'insieme delle valute nazionali. Ne impedirono l'adozione: la difficoltà di creare il sistema, le pressioni per avviare rapidamente la ricostruzione del dopoguerra, e l'interesse politico Usa di gestire la ricostruzione.

c) *Libera creazione monetaria.* – Le monete hanno perduto ogni riferimento all'oro, regola ad oggi non sostituita. La circolazione nazionale è meramente fiduciaria; nell'assenza di ordine internazionale, anche per gli scambi internazionali la moneta è fiduciaria. Continua a dominare il dollaro; lo si è visto durante l'evoluzione della crisi del '08, generata nell'area del dollaro, diffusa nella globalizzazione dell'economia, affrontata dalla *Federal Reserve* nella posizione, nei fatti, di prestatore di ultima istanza dell'economia globale, per l'indebitamento in dollari delle principali Bc (Tooze).

La moneta fiduciaria è emessa da ciascuna B.c. senza vincoli alla conversione in oro o in altre monete; senza vincoli stabiliti da altra regola; il cambio dipende dalla disciplina valutaria del Paese. L'emissione della moneta fiduciaria non costituisce debitrice la determinata B.c. (debitrice di oro o di altra valuta); la cifra che riportano i conti della Banca indica semplicemente l'ammontare emesso, suddiviso in unità nominali.

In teoria lo Stato, attraverso la sua B.c. dispone, come Governo e Legislatore, della

assoluta sovranità monetaria, del cui esercizio risponde politicamente verso i sudditi, secondo l'ordine costituzionale del Paese.

In fatto la sovranità monetaria incontra i condizionamenti dell'andamento dell'economia del Paese, della coerenza con la politica economica, delle richieste del mercato per strumenti di pagamento secondo le risorse disponibili per consumo ed investimenti, delle prospettive di deflazione od inflazione. Ma sono condizionamenti di fatto, che per opportunità del contingente possono essere scantonati, offrendo al governo della moneta il destro per abusi, con conseguenze nel tempo.

Nel suo complesso la sovranità monetaria di ciascun Paese si scontra con il vincolo del cambio nelle operazioni valutarie internazionali. Il vincolo di cambio dipende, e misura, l'accettabilità internazionale della specifica valuta: per il dollaro, generalmente accettato nei pagamenti valutarie, il vincolo del cambio è tenue, mentre si rivela pressante per economie deboli sino a costringere all'autarchia; l'isolamento monetario è scelta anche dettata dalle condizioni dell'economia reale (es. Cina). Con la creazione dell'euro i Paesi partecipanti hanno anche inteso disporre di una moneta in grado di preservare la loro sovranità monetaria nella libertà dei cambi.

Assistiamo all'emergere delle economie della Cina e dei Paesi dell'estremo oriente rispetto al declino delle economie tradizionali dell'Atlantico e del Giappone. L'esperienza è scandita dal ripetersi di crisi che si diffondono, nella globalizzazione, a partire dagli Usa, impegnati dall'Amministrazione Reagan a politiche di deregolamentazione, propense a riguardare le crisi come fisiologia nella dinamica del capitalismo. Ci sono le condizioni per dare alla globalizzazione l'ordine monetario o si preferirà lasciare al mercato globale anche la scelta monetaria?

La deregolamentazione della moneta introduce ai problemi della finanza.

### III.

#### FINANZA. DUE MANIFESTAZIONI PRINCIPALI: OPPOSTE

7. *La moneta, in quanto riserva di valore, genera la finanza.* – La moneta dà l'unità di conto per calcolare il prezzo della transazione; ma non potrebbe essere mezzo di pagamento se non fosse riserva di valore. Il cedente, a pagamento del prezzo, con la moneta riceve il potere di disporne nel tempo a sua volontà per ulteriori acquisti. La moneta funge da pagamento proprio in quanto nel detentore crea un credito verso la società: è liquida – assoluta liquidità – accettata per questo suo pregio; anche ricercata.

La liquidità può essere impiegata per consumo o per investimenti reali. Ma può essere investita in finanza. Nella riserva di valore sta l'ambivalenza (le due facce) della moneta, che ne fa non soltanto mezzo di pagamento, ma anche la condizione per generare la finanza e per lo sviluppo dei mercati finanziari (essa stessa attivo finanziario). Moneta e finanza ne restano reciprocamente influenzate.

8. *La moneta è l'oggetto della finanza. I mercati finanziari.* – La finanza è un rapporto di debito e di credito che ha per oggetto: il trasferimento nel futuro di moneta contro l'attuale trasferimento di merce (transazione commerciale); oppure l'attuale trasferimento di moneta contro il futuro trasferimento di moneta (transazione meramente finanziaria).

Se il pagamento della merce è differito, l'acquirente è debitore del prezzo, che alla scadenza dovrà estinguere in moneta: la transazione commerciale non è finita; è da *finire*, come ci indica l'etimologia medioevale della parola finanza. Se il credito è generato da finanziamento – anziché da transazione commerciale – l'operazione è meramente finanziaria. I contratti finanziari proiettano nel tempo il rapporto finanziario. Il creditore ha il rischio che il debitore alla scadenza sia inadempiente.

Il debito è un valore che il creditore può negoziare. Se frazionato e cartolarizzato (come oggi diciamo) può venire negoziato sul mercato finanziario. Così avveniva per le cambiali trattate nelle fiere, secondo la prassi mercantile che ha anticipato le moderne istituzioni. Il mercato dà allo strumento finanziario la liquidità – anche forte, comunque inferiore alla moneta – a fronte dell'illiquidità del debito (investimento) da cui dipende.

Sul mercato finanziario il debito (l'attivo finanziario) ha *teoricamente* il valore nominale, attualizzato, tenuto conto degli interessi od altri frutti pattuiti. Ma soltanto in teoria, poiché il valore alla scadenza non è al momento della negoziazione determinabile, per i rischi che il futuro può riservare: il rischio di inadempimento; ma anche i rischi economici e politici che possono intervenire sul regolare corso della vicenda. Più precisamente i prezzi dell'attivo finanziario che si formano sono influenzati dalle condizioni del mercato, se più o meno liquido, se nel contingente si determina un andamento anomalo dell'offerta per necessità di un operatore di liquidare la partita; o viceversa per un rastrellamento degli strumenti; i prezzi sono ancora influenzati dalle informazioni disponibili; dalle opportunità che possono offrire altri mercati; dalla speculazione; dagli *spiriti animali* richiamati da Keynes (già I. Newton "*posso prevedere il movimento dei corpi celesti, ma non la follia della gente*"). Nella congiuntura l'attivo finanziario è un bene che la liquidità del mercato apprezza distintamente dal c.d. valore fondamentale – riferimento più o meno remoto; è bene, si dice, di secondo grado. L'apprezzamento è secondo giudizio inevitabilmente soggettivo: anche le più sofisticate analisi non riescono a dare un valore matematicamente definito; sul momento possono anzi concorrere a condizionarne il prezzo per l'influenza sul c.d. *parco buoi*. L'esperienza ha confutato ogni tentativo di dare portata scientifica alla decisione sul prezzo: la razionalità del mercato è quella dei fatti sociali (argomentativa), non delle scienze esatte (deduttiva).

Poiché la moneta è sterile – non dà frutti – in attesa di impiego, per consumo o per investimento nell'economia reale, può essere opportuno l'investimento nel mercato finanziario. In strumenti che per essere quotidianamente negoziabili sono liquidi, sebbene esposti al rischio di perdite, ma anche alla possibilità di guadagni: l'esposizione al rischio può essere appena inferiore alla moneta. Per altro verso l'investimento finanziario può interessare, rispetto al reale, per le maggiori opportunità speculative.

9. *Finanza ed economia reale.* – La finanza non produce un bene finale; è un servizio strumentale. Quando non è strumentale all'economia reale (credito alla produzione, al consumo) non concorre all'accrescimento della ricchezza, ma è strumento di redistribuzione della ricchezza esistente: non accresce la ricchezza ma la ridistribuisce (a livello nazionale o globale).

Tradizionalmente la finanza è l'attività che intermedia tra il risparmio diffuso delle famiglie e gli investimenti delle imprese commerciali, o, in parte, i prestiti al consumo. L'intermediazione ha nella banca e nella borsa la classica ripartizione delle tecniche: la

banca assume in proprio il rischio dell'investimento; nella borsa rischia il risparmiatore che investe in una delle due forme: azioni ed obbligazioni, da tempo regolate. La finanza pubblica provvede al debito dello Stato. L'intermediazione finanziaria è in definitiva banale, pur nelle manifestazioni più sofisticate. Questa finanza presta il servizio d'intermediazione all'economia reale; in buona sostanza ne gestisce i rischi.

Ma la finanza può avvilupparsi su se stessa, quando gestisce rischi meramente finanziari. Sono rischi creati da contratti fondamentalmente aleatori, secondo condizioni sostanzialmente indipendenti dalle esigenze dell'economia reale; possono anche essere proposti contratti complicati, che trasmodano in operazioni che a più attenta analisi rasentano l'abuso fraudolento. Il fenomeno da marginale può rivelarsi pervasivo: finanza speculativa, bolle speculative, finanza casinò. È accaduto che si ripete nel tempo; si ricorda la bolla speculativa olandese dei bulbi dei tulipani del XVII sec.; lo stiamo rivivendo: "Alla fine dell'anno scorso (2020) [la finanza] ha raggiunto 281.000 miliardi di dollari, più del 330% del valore del pil mondiale" (Guerrera, Rep. 14 agosto 2021); la matrice è praticamente sempre la stessa, oggi potenziata dall'informatica.

Possiamo cogliere il fenomeno seguendo il succedersi delle legislazioni sulle banche, sulle borse, sulla finanza. Sono vicende note, che mi limito a richiamare.

10. *Il susseguirsi degli ordinamenti finanziari.* – Si sono seguiti sotto la pressione di crisi. Vediamo contrapposta la legislazione seguita alla crisi del '29, di decisa regolamentazione, e la legislazione seguita alla stagflazione degli anni '80, tuttora in vigore, di altrettanto decisa deregolamentazione, motivata per la presunta riscoperta scientifica delle vere leggi economiche. Ma la contrapposizione è ideologica, al servizio di diversi interessi. La crisi del '08 ha riaperto il problema, che la legislazione d'emergenza ha affrontato nello spirito della conservazione. La pandemia, ad oggi ancora non domata, trova un contesto economico internazionale nuovo: difficoltà degli Usa a conservare il primato; emersione della Cina come potenza non soltanto militare (come era l'Urss) ma soprattutto economica, con moneta e finanza profondamente diverse dall'area Atlantica; difficoltà dell'Europa a ritrovarsi, a decidere, per la complessità della costituzione europea; posizione ondivaga della GB. Proprio dagli Usa, che hanno creato le condizioni della globalizzazione, provengono sollecitazioni autarchiche. Non sappiamo verso quale ordine monetario e finanziario stiamo andando.

10.1. *Legislazione in reazione alla crisi del '29.* – Con la fine dell'ottocento il mercato finanziario per dimensione cresce d'importanza, promosso da banche d'affari. Ciononostante la banca e la finanza restano regolate come le altre imprese commerciali, soggette al diritto comune dei contratti; ad eccezione della risalente regolamentazione delle borse, circoscritta all'intermediazione e alla quotazione. Con il '900 la crescita a dismisura della finanza, nell'euforia del postguerra '14-'18, esplose negli Usa nella crisi del '29, accompagnata da comportamenti abusivi e fraudolenti; coinvolge l'economia reale diffondendosi in Europa e nel mondo (abbiamo ancora i regimi coloniali).

Per reazione sono introdotte in Usa, quindi in Europa, legislazioni bancarie e finanziarie particolarmente stringenti nel plasmare la finanza come ancillare dell'economia reale: l'orientamento è comune nei principali Paesi. La raccolta di depositi è riservata a



banche autorizzate per questa sola attività, vigilate a protezione del cliente, coperto in parte da assicurazione sui depositi. L'emissione di azioni, obbligazioni e valori mobiliari in genere (raccolta diretta da parte delle imprese), che in Usa per dimensioni è superiore all'intermediazione bancaria, assoggetta l'emittente a speciale agenzia pubblica (Sec) quanto alla *trasparenza* delle operazioni proposte al risparmio: informazione, adeguatezza dei contratti alla comprensione del risparmiatore non sofisticato; per lo più le operazioni si configurano per la loro *tipicità*, così da renderle comprensibili al consumatore. In Europa continentale, dove è dominante l'intermediazione bancaria, il legislatore si è concentrato sulle banche (di deposito e d'affari). Queste legislazioni, con aggiornamenti, sono rimaste in vigore nel dopoguerra.

In Italia la legislazione del '36-38 concentra sulle banche di deposito l'intermediazione finanziaria sul breve termine, assoggettandole a vigilanza così stringente da coinvolgere nel merito la gestione dell'istituto, per lo più di natura pubblica. Il finanziamento a medio termine è affidato a enti creati di volta in volta con legge come pubblici o comunque dipendenti dallo Stato, con oggetto specializzato (crediti speciali). La raccolta diretta del risparmio diffuso con azioni o obbligazioni, da tempo di ridotta portata, praticamente inesistente in quegli anni, restava regolata dalla disciplina delle borse valori; anche negli anni successivi alla Guerra restò scoraggiata dall'ordinamento tributario, si diceva: in quanto investimento pericoloso per il largo pubblico. Negli anni del fascismo, e poi anche nella ricostruzione, la concentrazione nell'intermediazione bancaria, nelle banche e nel credito speciale e spesso agevolato, era coerente con la politica economica, programmata a livello governativo. In buona sostanza l'attività finanziaria era regolata come pubblica: per la Cass. (SU pen. 10/10/'81) le banche gestivano un servizio pubblico.

### *Finanza keynesiana*

Nei tre decenni successivi alla Guerra fa scuola la dottrina di Keynes.

L'economia è *politica* in quanto coinvolge scelte di valori, decantate con le leggi del Parlamento e con l'azione del Governo, secondo la Costituzione di ciascun Stato.

Nelle società libere, che promuovono la proprietà privata, l'economia è affidata all'iniziativa privata. Si organizza sui mercati dello scambio di merci contro moneta, per rispondere alla domanda di consumo delle famiglie e alla domanda d'investimento delle imprese. Il risparmio risponde alla domanda delle imprese secondo l'equilibrio tra consumo e risparmio che ottiene lo stesso meccanismo del mercato, nell'indicare al soggetto economico le opportunità. Ma l'equilibrio di ciascun mercato non necessariamente – eccezionalmente – porta all'equilibrio complessivo dell'economia, cioè al pieno impiego delle risorse disponibili (occupazione), in quanto non necessariamente il risparmio disponibile è tutto investito nell'economia reale. La moneta può essere desiderata per sé stessa, per la liquidità; e la riserva di valore che l'accompagna può trovare convenienza ad investire il risparmio in finanza non produttiva di risorse reali: che conserva la liquidità, sia pure per gradi diversi; che per il carattere speculativo della finanza può offrire opportunità di guadagno.

Spetta allo Stato integrare la domanda d'investimento, per l'impiego di fattori produttivi che l'economia privata – il mercato – lascia disponibili, risorse che altrimenti sarebbero inutilizzate. Il *deficit* può essere d'incremento alla produzione se il debito pubblico finanzia il recupero delle risorse produttive che il mercato non riesce a sfruttare.

Ma lo Stato è protagonista nell'economia del capitalismo privato in altri ruoli.

Soprattutto lo Stato ha il compito di *fare privata* l'economia; di regolare le iniziative dei privati nelle libertà. I mercati non sono affatto la condizione naturale dell'economia, bensì sono un'istituzione artificiale creata dal legislatore che costringe i protagonisti *a stare al gioco*. In particolare le regole devono costringere alla concorrenza, per contenere la spontanea propensione al monopolio; devono garantire la correttezza e l'equilibrio delle contrattazioni; con speciale attenzione ai mercati della distribuzione al consumo, che trovano in posizione di disparità le parti: produttore e consumatore; tipologie di mercati possono richiedere regole specifiche, come i finanziari. Il diritto dell'economia privata deve trovare efficiente la giurisdizione per non vanificare le stesse regole, le quali, per essere di mercato, sono per lo più sanzionate con l'azione di risarcimento dei danni, a disposizione dell'interessato: l'inefficienza processuale vanifica il diritto, malamente surrogata da Vigilanze amministrative o da forme improprie di mediazioni quasi giurisdizionali, che possono servire soltanto sotto la minaccia dell'efficiente ricorso giurisdizionale.

D'altro canto, non la produzione e commercializzazione di ogni merce o servizio si presta ad essere gestita secondo i meccanismi del mercato. Il coinvolgimento della personalità del prestatore ha impedito nelle economie moderne di trattare il lavoro come merce; vi sono prodotti che, valutabili soltanto nel lungo tempo, restano debolmente esposti alla concorrenza (sanità, educazione) per i quali può essere opportuno organizzare diversamente la produzione o la commercializzazione.

Ancora allo Stato va affidato il compito della giustizia distributiva. Se si vuole salvaguardare una certa uguaglianza nella società per contenere clamorose differenze, poco tollerabili in democrazia; se si vuole la sufficiente diffusione della cultura, per gestire la stessa democrazia. Vi provvedono i servizi pubblici dello Stato sociale.

Lo strumento fondamentale d'intervento è nel bilancio pubblico: nei tributi e nelle spese. La moneta e la finanza sono anche strumenti, come politica monetaria e politica finanziaria (pubblica e privata), coerentemente con le politiche d'intervento per il corretto funzionamento dei mercati.

10.2. *Gli anni della stagflazione.* – Nel 1971, con lo svincolo del dollaro dall'oro entra in crisi il sistema monetario internazionale, sostituito da cambi flessibili, nei fatti articolati sul dollaro come valuta generalmente accettata nel mercato internazionale, ma ormai liberamente emessa dalla Riserva Federale, decisamente più attenta alle condizioni nazionali che alle esigenze del commercio internazionale. Gli accordi sopravvenuti non danno stabilità al sistema monetario internazionale.

Segue la crisi del petrolio e delle materie prime, generatrice di inflazione per i Paesi consumatori e di accumulo eccessivo di masse finanziarie per i Paesi esportatori, alla ricerca d'impiego (euro dollari).

Altre ragioni concorrono a creare una situazione di intensa inflazione con ristagno delle economie reali, all'epoca considerata anomalia perché contraddittoria con l'insegnamento per il quale l'inflazione stimola l'economia.

10.3. *Politica legislativa di reazione alla stagflazione.* – Con gli anni '80 e poi a partire da Reagan e Thatcher, in politica viene a dominare l'ideologia che per semplificare possiamo ricondurre alla dottrina neoclassica (v. *annotazione*).

#### *Finanza neoclassica*

*La dottrina.* – Per i neoclassici il *mercato* è il naturale assetto della produzione, ripartizione e consumo delle merci (beni e servizi), economici in quanto sono rari. Il *valore* di scambio è nell'utilità degli oggetti, desiderati per la soddisfazione che ne procura il consumo (prima la misura era il lavoro impiegato nella produzione). La domanda individuale è graduata dall'utilità marginale in funzione delle proprie disponibilità. Nella data società la soddisfazione è uniforme; il valore è oggettivo, perché fondato sulla natura fisica, conoscibile razionalmente dall'uomo economico; le deviazioni sono dovute a comportamenti irrazionali, che l'emersione del valore fondamentale relega al congiunturale: gli accadimenti nel breve termine non danno l'assetto definitivo delle cose.

Lo scambio è il baratto di merci contro merci, mediato dalla moneta che nel prezzo denomina il valore scambiato. Non dobbiamo fermarci all'apparenza: lo scambio di merce contro moneta è il velo che nasconde lo scambio reale tra merci. La moneta è "segno", manca di valore intrinseco.

Il lavoro ha il costo della rinuncia all'ozio; ne è il valore, misurato dall'utilità marginale da ciascun individuo. È un servizio come altri, merce scambiata con altra merce per il tramite della moneta, secondo la tecnica del mercato: la remunerazione ne definisce l'equilibrio.

Il risparmio ha il costo della rinuncia al consumo attuale per l'attesa di reddito futuro (valore intrinseco dell'attivo); il tasso d'interesse ne è il prezzo. È destinato agli investimenti produttivi (economia reale): direttamente o per il tramite dell'intermediazione finanziaria. Il risparmio inerte (tesaurizzato sotto il cuscino) non è nella razionalità dell'uomo economico, del mercato, che valuta l'attivo finanziario al suo valore intrinseco che ci dà l'investimento nella produzione reale. La riserva di valore non valorizza la moneta come merce, ma la conferma come mezzo di pagamento. Le bolle speculative, la finanza speculativa, sono deviazioni che il mercato efficiente relega al congiunturale: non si può andare contro il mercato.

In ciascun mercato la produzione trova lo sbocco della domanda di consumo che nel risparmio ha generato la domanda d'investimento: maggiore produzione riduce il risparmio; minore produzione stimola a risparmiare: il tasso d'interesse stabilisce l'equilibrio (teoria dell'offerta).

L'equilibrio di ciascun mercato (delle merci, del risparmio, del lavoro, della finanza) compone l'equilibrio della domanda e dell'offerta per la complessiva economia, purché esente da improprie interferenze. Impropria è l'interferenza dello Stato.

*Stato minimo.* – Lo Stato va ridotto alla condizione minima per la sopravvivenza della società, secondo la congiuntura storica, in modo da affidare l'economia per quant'altro alla gestione dei mercati, la sola tecnica che consente la massima efficienza nell'impiego dei fattori produttivi.

° *Pareggio del bilancio.* Va imposto allo Stato in quanto organizzazione di consumo, non di produzione, per non distogliere risorse agli investimenti produttivi delle

imprese. È alla politica decidere sull'impiego delle risorse disponibili grazie all'efficienza del sistema economico, attraverso la spesa pubblica finanziata dal tributo, nel vincolo del pareggio del bilancio [austerità], postulato per l'equilibrio generale del mercato.

° *Deregolamentazione*. La penetrante legislazione, a reazione della crisi del '29, si è rivelata nel tempo controproducente. La regolamentazione pervasiva, anziché la stabilità, ha protetto le posizioni acquisite, avviluppando l'economia nella conservazione. Invece è la libertà d'iniziativa che promuove l'innovazione, diffondendola nell'economia; nel mentre, senza necessità di leggi tutorie, è la stessa razionalità dei protagonisti, vincolati all'efficienza, che spontaneamente li costringe a comportamenti reciprocamente corretti, a rischio, appunto, di essere espunti dal mercato. È sufficiente che la legge garantisca: la proprietà e la libertà d'iniziativa; la diffusione dell'informazione per consentire ai protagonisti scelte razionali; la rapida soppressione delle attività fallite, per facilitare la mobilità del capitale. La regola del fallimento è sufficiente a garantire la concorrenza; la disciplina *antitrust* della tradizione si è rivelata d'intralcio alla concorrenza; piuttosto strumento di programmazione governativa. Per quanto a noi interessa, è criticata la regolamentazione bancaria a finanziaria.

° *Privatizzazione*. La domanda formulata dallo Stato, finanziata con la sovranità tributaria, poiché sottrae risorse economiche del mercato va ridotta all'essenziale per la sopravvivenza della società. Nella prospettiva estrema si sono proposte (e sono state sperimentate) privatizzazioni nella difesa, nella giustizia, nella moneta. L'economia del benessere si è tradotta in produzioni burocratiche ed immeritato trasferimento di risorse. Gli stessi servizi possono essere forniti alle condizioni del mercato (ad es. la sanità, l'assistenza pensionistica, l'educazione, trasporti).

Se esigenze politiche consigliano interventi per famiglie non in grado di sostenersi, meglio è l'assistenza indiretta, con denaro (imposta negativa; reddito di cittadinanza) lasciando loro la scelta di consumo.

° *Moneta*. Svincolata dall'oro, l'interferenza dello Stato mediante la politica monetaria si è pericolosamente intensificata, deviando la moneta dalla funzione di pagamento. Invece il mercato richiede la moneta esclusivamente per i pagamenti: null'altro pretende che stabilità nella neutralità. Poiché è anacronistico ritornare alla regola dell'oro, poiché al momento sembra improponibile affidare allo stesso mercato la creazione monetaria, si consiglia di affidare la creazione monetaria alla Bc, istituita come agenzia indipendente da Governo, esclusivamente competente per il servizio pubblico della moneta, da emettere nelle quantità necessarie per i pagamenti, con la missione di garantirne la stabilità nella neutralità.

° La finanza si apre alla globalizzazione con l'abrogazione dell'art. VI,3 di *Bretton Woods*, che limitava sostanzialmente i movimenti di capitale agli investimenti diretti per contenere la speculazione sui cambi.

*È scienza? È servita alla politica del liberalismo radicale.* La neoclassica è predicata come conoscenza intellettuale che dà *verità* sul mondo: come la fisica, l'economia è scienza *dura*, fondata sulla intrinseca natura fisica dell'uomo (valore = utilità delle merci): non è una scienza sociale.

S'intende dare del fenomeno economico una conoscenza che, per essere scientifica, è politicamente neutra; diremmo, per semplificare, né destra né sinistra. Quando si do-

vessero porre problemi sociali, la soluzione non è economica ma politica: come consumare la propria ricchezza. Costruire un ponte è scelta politica; la scienza fisica dà la tecnica per la costruzione.

La teoria che ci presentano i neoclassici ha dell'astratto; semplificata a paradigma è grottesca: “*Many economists will say this is a caricature*” (R. SKIDELSKY). Sono le scienze stesse a relegare nello *scientismo* il paradigma richiamato da questa scuola. Che dire della medicina: è scienza esatta? Senza che con ciò si debbano negare le profonde differenze di metodo con le scienze sociali.

Ma è proprio in questa caricatura che si è diffusa l'idea dello Stato minimo – contro lo Stato del benessere – sino a divenire, nei 30 anni precedenti alla crisi del '08, la *vulgata* del liberalismo radicale, dominante sulla politica e sulla legislazione. La dottrina è semplificata per sfruttarne le conseguenze. Nella propaganda politica è stato meno importante il fondamento teorico, quanto le semplificazioni che ne conseguivano: economia “dell'offerta” (contro “della domanda”), Stato minimo, drastica riduzione della pressione fiscale, deregolamentazione, specie nel lavoro, meritocrazia, libertà della finanza, indipendenza della Banca centrale dalla politica (divenuta organo dipendente dal mercato). Nel contesto della mondializzazione le idee sono penetrate in Europa continentale, meno intensamente per il radicamento dello Stato sociale.

La domanda non è se tali politiche siano sostenibili nel tempo. La sofisticazione tecnica ben potrebbe essere in grado di sostenerle. La domanda è: quali interessi perseguono le politiche scelte. La risposta è nel gioco politico, dove finanza e banca hanno da sempre buone carte; dove gli interessi a radicare disuguaglianza possono avvantaggiarsi dei *populismi*.

#### IV.

### L'ORDINE EUROPEO DI MONETA E FINANZA

11. *Precedente alla crisi '08.* – Troviamo la disciplina delle due componenti, moneta e finanza: la prima accentrata da *regolamenti* UE; la seconda coordinata da *direttive*.

11.1. *Moneta.* – Con il 2000 l'euro (€) ha sostituito le monete nazionali. L'emissione è stata affidata alla BCE, concepita secondo criteri che ci richiamano la dottrina neoclassica, in armonia con l'*economia sociale di mercato*, politica seguita dalla Germania dal dopoguerra. La BCE forma sistema con le Banche nazionali (BN), rappresentate nel suo consiglio. All'epoca la disciplina era nel Trattato (*Versione consolidata*, G.U.U.E. 24/12/'02), che non dava alla Banca la veste di *istituzione* nel senso dell'art. 13 dell'attuale Trattato, che, accompagnato da un secondo Trattato, nel complesso riproducono le regole precedenti.

La BCE è isolata dalla *politica*, degli Stati aderenti e delle *istituzioni* UE; così le BN riguardo al loro Stato; in guisa da dare indipendenza alla gestione della moneta. Restano di competenza politica: la nomina del comitato esecutivo, del presidente (*primus inter pares*), dei governatori nazionali; con termine di durata, con procedura per garantire la professionalità e l'indipendenza di giudizio, con limitazioni alla revoca.

La missione della BCE è circoscritta alla tecnica della moneta; alla stabilità: la

quantità dell'emissione va regolata sulla esigenza dei pagamenti espressa dal mercato (art. 127 TFUE, già art. 105). La Banca (il Sistema) non può finanziare gli Stati, nemmeno indirettamente con l'acquistare sul mercato i loro titoli (art. 123 TFUE, già art. 101); il divieto è anche nei riguardi di banche; ovviamente non è l'assistenza di liquidità (cfr. *Agreement on emergency liquidity assistance* del 9/11/'20, cfr. art. 14,4 dell'attuale statuto). La competenza politica sul cambio con valute di Paesi terzi (art. 219, già 111) è strettamente coordinata con la BCE.

La BCE non ha la sovranità monetaria del *prestatore di ultima istanza* (p.u.i.), come invece è nella tradizione delle banche centrali. La sovranità non è nell'emissione, bensì nella fiducia che lo Stato è debitore sempre solvente per il debito espresso nella sua moneta: in *ultima istanza* paga con la moneta che *crea* (Turner). La moneta, abbiamo detto, è debito dello Stato verso la società, intermediato dalla Banca centrale, allora si soggetta al vincolo oro, ma che il legislatore ha più volte sospeso: la moneta disponeva della sovranità del p.u.i. L'euro non ha questa copertura. Gli Stati hanno perso la sovranità monetaria; peraltro non riconosciuta alla BCE: la moneta è servizio per il mercato; non è strumento politico.

L'ordinamento monetario così disposto assoggetta gli Stati al mercato come qualunque altro operatore, vincolati all'equilibrio di bilancio, pena l'insolvenza. È nella logica del sistema scelto; non sono necessarie regolamentazioni specifiche: posto il principio che lo Stato e l'UE non dispongono della sovranità monetaria, la conseguenza deriva meccanicamente (cfr. art. 119 TFUE, già art. 4; segue il c.d. *fiscal compact* del 3/012). Lo Stato che non riesce ad equilibrare i conti con la potestà tributaria ... *fallisce*; esce dal sistema monetario europeo; ma non è stata regolata la vicenda: traumatica.

È struttura anomala rispetto ai sistemi monetari della tradizione e agli altri sistemi. La banca centrale Usa ha la sovranità che condivide con il Governo, vieppiù nella duplice missione: stabilità monetaria ed occupazione. BCE può soltanto accompagnare la politica delle Istituzioni (art. 127, già 105). Priva di sovranità monetaria, l'indipendenza della BCE ha giustificazione democratica, appunto in quanto agenzia con missione esclusivamente tecnica.

L'anomalia è stata scelta politica aderente alla filosofia sopra ricordata. Le critiche, per le quali la creazione della moneta unica avrebbe richiesto immediatamente l'unione bancaria e la solidarietà del bilancio europeo, colgono nel segno, ma sono avanzate nella prospettiva della scuola keynesiana, coscientemente respinta dalla politica che allora si affermò. Anche per questo venne respinta la proposta di istituire una competenza politica di ministero tesoro UE.

L'anomalia si rivela illusione. Lo Stato è necessario alla convivenza: è l'essenza della politica. Le vicende dell'economia coinvolgono la società in problemi che sfociano in decisioni politiche; la moneta ne è protagonista. Crisi economiche monetarie finanziarie non sono risolvibili nel vincolo tecnico del mercato: se lo Stato fallisce, chiuda, come un'impresa privata; se chiude, altre imprese ne approfitteranno; chiuso lo Stato non ve ne è un altro, nella continuità della società. Che sia illusione lo hanno confermato le recenti vicende di crisi ('08; Grecia; pandemia), che hanno costretto a provvedere in violazione dell'ordine europeo codificato; poi a sospendere il *fiscal compact*.

11.2. *Finanza*. – È separata dalla moneta; non se ne vedono la dipendenza e la reciproca influenza. La moneta è servizio pubblico; la finanza è attività d'impresa da affidare al mercato deregolamentato. Quindi la moneta unica non comporta di riflesso regolamentazione europea del sistema delle banche, della finanza. Le crisi del mercato finanziario vanno regolate come qualunque crisi d'impresa (fallimento) senza che si ripercuotano sulla moneta.

Perciò la finanza resta regolata e vigilata a livello nazionale. Le regole vengono armonizzate con direttive per formare, sulla concorrenza e sulla protezione dei consumatori, il mercato finanziario unico europeo.

Principi di armonizzazione:

- ° Attività d'impresa soggetta alla concorrenza del mercato (non servizio pubblico): autorizzazione per mero controllo dei presupposti legali, precisamente circoscritti e definiti; vigilanza di liquidità: libertà di entrata e uscita; di fallire. In definitiva controlli tecnici strettamente prudenziali.

- ° Deregolamentazione, così da eliminare, con la banca universale, le tradizionali ripartizioni di attività: durata dell'intermediazione; banca e borsa. Autorizzazioni specifiche per imprese che intendono specializzarsi. Sono gli operatori a scegliere.

- ° Libertà di movimento tra Stati, nell'area euro (e Ue) e con Paesi terzi. Piena adesione all'economia globale.

- ° Crisi regolata dallo Stato, nella filosofia del fallimento; eliminazione di aiuti pubblici non coerenti con le disposizioni del Trattato sulla concorrenza, di generale applicazione, quindi anche alle banche ed alla finanza.

12. *In seguito alla crisi '08; poi la pandemia in corso*. – Esaminiamo le conseguenze della prima; sulla seconda troppe incognite.

La crisi del '08 procede da Usa e GB. È imprevista. Anzi Governi, dottrina e operatori in prevalenza, la ritenevano congiuntura che il mercato avrebbe assorbito senza l'interferenza dello Stato. Invece è stata pervasiva. Costretti ad interventi pubblici, si addivenne a rimedi straordinari intesi a ripristinare l'andamento degli affari di prima. Ma per l'impatto politico le cose sono mutate. Nel sistema europeo la mutazione nella funzione monetaria è nei fatti; invece è con legge la revisione della finanza.

12.1. *Moneta*. – In Usa la crisi aveva riversato ingenti perdite su banche (ed assicurazioni: la loro influenza sulla finanza era più accentuata che in Europa). Il Congresso ne ha disposto la copertura mediante apporti del Tesoro: patrimonializzazione. Per rendere possibile l'operazione le banche d'affari si sono registrate come banche di deposito, coperte dall'assicurazione sui depositi. Simile la vicenda Inglese.

Nell'area euro la crisi ha colpito Spagna, Irlanda, in misura minore Francia e Germania. In Italia la crisi è rivelata per l'ammontare dei crediti in sofferenza, già pericoloso. L'esplosione del debito pubblico per l'iniezione del capitale alle entità in crisi si è tradotta in differenziali sullo *spread* dei titoli emessi a copertura: il mercato differenziava il rischio Paese. Gli squilibri di bilancio non potevano essere coperti da creazione monetaria per la perdita della sovranità del rispettivo Stato; d'altro canto la BCE non aveva la sovranità del p.u.i. La crisi della Grecia, nella sua estrema gravità, ha sollevato

dubbi sulla resistenza dell'euro: se la Grecia fosse stata eliminata dall'area euro, ne sarebbe seguita la crisi della Spagna e dell'Italia; probabile la fine della moneta unica. Il mercato non era in grado di assorbire le crisi senza dissolvere l'euro o restringerlo agli Stati in grado di sostenere il debito pubblico. La scelta era politica; emersero indirizzi – autorevoli – per restringere l'area o tornare alle monete nazionali.

L'euro è stato salvato dalla BCE con l'acquisto del debito degli Stati. Lo attesta la dimensione del bilancio BCE. Significativa la lettera BCE 5/8/'011 al Governo italiano, che prescrive riforme: “Contiene il *diktat*. Se non ottemperiamo (entro '08/8) i titoli italiani non verranno comprati. Mette sul tavolo il *default*” (Tremonti; nella lettera il *diktat* è implicito). L'acquisto del debito degli Stati era in violazione del Trattato. In questo senso si pronunciò la C. Cost. tedesca; di opposto indirizzo la CGUE, con la precisazione: la decisione è circoscritta all'acquisto dedotto in giudizio; la valutazione sul complesso delle operazioni è competenza politica (Visentini, 2020).

La *necessità ha fatto diritto*: la BCE ha la sovranità monetaria del p.u.i. È colmata la lacuna. Ma, titolare di competenza politica, ne ha la legittimazione nella sua posizione isolata? Vanno revisionate le istituzioni; il senso ed il limite della indipendenza? Come delineare il sistema per renderlo funzionale alle necessità nella coerenza con l'ordine democratico? I quesiti per ora sono sollevati dalla pubblicistica (Dietsch); ne discutono i protagonisti nel corso della campagna per le prossime elezioni in Germania.

12.2. *Finanza*. – L'ordinamento della finanza bancaria dell'area euro è mutato in seguito al radicamento di due pilastri, dei tre previsti per l'*Unione bancaria*. Con i reg. n. 1024/'13 (*meccanismo di vigilanza unico*) e n. 806/'14 (*meccanismo di risoluzione unico*) la vigilanza e la crisi sono *federali*, ad integrazione della moneta *federale* (in senso lato, per capirci). Resta il terzo pilastro sulla garanzia dei depositi. La Vigilanza bancaria è della BCE, organicamente ripartita in distinta sezione, con proprio presidente, per evitare conflitti d'interesse, ma nell'esercizio coordinata alla moneta.

Sinteticamente.

° In buona sostanza la vigilanza sulle banche è *federale*: direttamente per le banche significative, indirettamente per le altre, per la possibilità di intervenire in qualsiasi momento (art. 6 n. 1024/13).

° L'autorizzazione (la revoca) all'esercizio dell'attività bancaria sono di esclusiva competenza della BCE; è sua competenza la verifica della idoneità dei soci influenti; è esclusivo l'esercizio della vigilanza per le banche significative; le minori sono sotto la vigilanza delle BN; peraltro per ragioni d'interesse alla stabilità del sistema comunitario, la BCE può sovrapporre la propria autorità.

° La disciplina della vigilanza è per regolamenti Ue, di diretta applicazione, non per direttive. L'impiego del regolamento va estendendosi, secondo impostazione *federale*.

° La vigilanza si propone prudenziale, ma per il contenuto discrezionale delle principali disposizioni finisce per andare al merito (ad es. è assai vaga la dizione “sana e prudente gestione”).

° È istituito presso la BCE il *Comitato per i Rischi sistemici*. Sempre più strumentale alla vigilanza, a sua volta strumentale alla *risoluzione* (crisi). Poteri che da meramente prudenziali si volgono a tutori: preservazione della stabilità del sistema, nelle singole componenti (per le interconnessioni delle aziende, es. pagamenti).



° In principio la crisi dell'impresa bancaria non è sottratta alla regola del fallimento. Peraltro, in presenza di ragioni d'interesse pubblico, se le condizioni ne consentono il recupero – presupposti in definitiva vaghi – può essere assoggetta alla disciplina speciale della risoluzione. È una regolamentazione di ristrutturazione della banca in crisi, per evitare che comprometta il sistema bancario nel suo complesso. Anche questa gestione è, in buona sostanza; *federale*, con l'organismo unico di risoluzione.

° Per salvaguardare il principio che vuole l'impresa bancaria soggetta al mercato come ogni altra impresa, sono drasticamente vietati gli ausili finanziari pubblici, se non in presenza delle condizioni che ne consentono l'eccezione, come per le altre imprese.

Vi è contraddizione. La banca è sottratta alla procedura ordinaria del fallimento per consentire attraverso altra speciale procedura di renderla nuovamente vitale; vitalità che ha perduto nel gioco del mercato; soltanto se la perdita fosse congiunturale conseguenza dell'imperizia dei gestori si potrebbe pensare che la loro sostituzione basterebbe a riassettarla. L'esperienza è diversa. Anche qualora la perdita fosse dovuta all'imperizia, le conseguenze difficilmente sono congiunturali; tanto meno quando le difficoltà dipendono da crisi sistematica. Sono necessarie nuove risorse finanziarie; nella maggioranza dei casi la procedura richiede di essere assistita da aiuti di Stato (SKIDELSKY, 2018, p. 365). È la soluzione che va decantandosi [cfr. il progetto per fare del MES, Meccanismo europeo di stabilità, garante del Fondo Risoluzione Unico]; soltanto così si giustifica una procedura speciale di ristrutturazione.

La finanza europea è nell'economia globale. Ha raggiunto dimensioni non giustificate dalla sua funzione strumentale all'economia reale; si è avviluppata su se stessa come mercato di rischi creati dalla finanza stessa, per lo più estraniandola dall'economia reale. Per evitare che la storia si ripeta va arginata e poi sciolta la bolla che va formandosi. Ci sono le competenze UE.

La finanza, se non vogliamo intenderla servizio pubblico o di rilevanza pubblica, è ora ordinamento settoriale regolato sul presupposto di interesse pubblico diffuso, di responsabilità politica (già M.S. GIANNINI).

12.3. *Pandemia. È di ritorno Keynes?* – La crisi dovuta alla pandemia si prospetta diffusa sull'economia reale, soltanto di riflesso sul sistema bancario e finanziario. Perciò il rimedio doveva di necessità affrontare la domanda delle famiglie e delle imprese produttive. Doveva coinvolgere i bilanci pubblici e la sovranità di p.u.i. a sostegno della domanda di consumo. Di conseguenza, come sappiamo, è stato sospeso il c.d. *fiscal compact*; viene creato il *Recovery Fund*.

*Keynes: The Return of the Master* (SKIDELSKY).

## Bibliografia

Annotazioni. Richiamo gli scritti di cui mi sono servito; vi troviamo anche gli approfondimenti bibliografici.

° Fatto sociale. J. SEARLE, *La costruzione della realtà sociale*, Milano (Comunità), 1996 (*The Construction of Social Reality*, 1995); G. VISENTINI, *Lezioni di teoria generale del diritto*, I, *Il concetto di diritto*; II, *Il discorso giuridico*, Padova, 2003.

° Storia; dottrine economiche. P. DOCKE'S, *Le Capitalismes et ses rythmes, quatre siècles en perspective*, Paris (Garnier), 2017-2019 (tre volumi); R. SKIDELSKY, *Money and Government: The Past and Future of Economics*, London, 2018 (Yale u.p.); *What's wrong with Economics?*, Yale u.p., 2020; "The main target of my attack is "neoclassical" or "marginalist" or "mainstream" economics (I use the term interchangeably) because this has been so dominant in the textbooks and gives a distinctive flavour to the way all economics is done today" (p. X), nello stesso senso ho impiegato "neoclassici"; A. ORLE'AN, *L'Empire de la Valeur*, Paris 2011 (Seuil); M. AGLIETTA, *La Monnaie*, Paris, 2016 (Odile Jacob); A. TURNER, *Between Debt and the Devil: Money, Credit and Fixing Global Finance*, 2015, Princeton u.p.; J. BICHOT, *Huit siècles de monétarisation*, Paris, 1984 (Economica); P. DIETSCH e altri, *Les banques centrales servent-elle nos intérêts?*, 2019; A. TOOZE, *Crashed*, 2018; F. SARACENO, *La scienza inutile*, Roma 2019 (Luiss); K. PISTOR, *Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza*, Roma, 2021 (Luiss); G. VISENTINI, *Lo scontro tra Corte tedesca e Corte europea e la vera posta in gioco*, in *First online*, agosto 2020.

° Il presente scritto è stato elaborato nel quadro della ricerca su *Moneta e Finanza UE*, in corso presso la Fondazione B. VISENTINI (Luiss). Ringrazio il presidente A. Laterza; per la collaborazione: G. MARRA e A. PAPA MALATESTA.

# PRIME RIFLESSIONI IN PUNTO DI FINANZIAMENTO DEI SOCI E INFRAGRUPPO NELLA COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI EX D.L. 118/2021\*

di *Annamaria Dentamaro*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le procedure per i finanziamenti soci e infragruppo. – 3. Patologie societarie ex art. 2467, secondo comma, e patologie d’impresa ex art. 2, primo comma, d.l. 118/2021. – 4. Sulla ampiezza della esclusione della postergazione. – 5. I finanziamenti infragruppo esclusi dalla postergazione ex art. 13, nono comma, d.l. 118/2021: art. 2497-*quinquies* c.c. e art. 292 c.c.i. – 6. L’art. 164, terzo comma, e l’art. 290 c.c.i. – 7. Trattamento del finanziamento soci e infragruppo pendente le trattative. – 8. Trattamento dei finanziatori nell’eventuale successivo fallimento e nelle altre procedure di composizione della crisi. Prededucibilità. – 9. Rimborso del finanziamento soci e infragruppo pendente la composizione negoziata della crisi e successivo fallimento/liquidazione giudiziale.

1. *Premessa.* – Il d.l. 24 agosto 2021, n. 118 convertito con modificazioni dalla legge 21 ottobre 2021, n. 147 (pubblicata in G.U. n. 254 del 23 ottobre 2021), ha introdotto nel nostro ordinamento la «Composizione negoziata per la soluzione della crisi d’impresa»<sup>1</sup> al contempo rinviando l’entrata in vigore del sistema di allerta e composizione assistita della crisi disciplinato dal Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza (c.c.i.) al 31 dicembre 2023. Ciò allo scopo di «sperimentare l’efficienza e l’efficacia della composizione negoziata [...], rivedere i meccanismi di allerta contenuti nel Codice della crisi d’impresa e per allineare l’entrata in vigore dell’allerta esterna ai tempi di rinvio disposti con la modifica dell’articolo 15 dello stesso Codice disposta con il citato decreto-legge n. 41/2021, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 69/2021».

Con la nuova procedura si è inteso dare attuazione agli artt. 4 e 5 della Direttiva 2019/1023, che, «diffondendo la cultura della prevenzione e del salvataggio dell’impresa in crisi (nonché quella di concedere una seconda opportunità al debitore in stato di difficoltà economico-finanziaria), impegnano gli Stati membri, qualora sussista una probabilità di insolvenza, a fornire alle imprese in difficoltà l’accesso a uno o più quadri di ristrutturazione preventiva – consistenti non solo in procedure concorsuali ma anche in

---

\* Il presente contributo è stato completato prima dell’entrata in vigore del Codice della crisi.

<sup>1</sup> S. MORRI, *La composizione negoziata della crisi di cui al D.L. 118/2021: un rapido quadro e alcune riflessioni critiche*, su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 24 agosto 2021; F. LAMANNA, *Nuove misure sulla crisi d’impresa del D.L. 118/2021: Penelope disfa il Codice della crisi recitando il “de profundis” per il sistema dell’allerta*, su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 25 agosto 2021; L. PANZANI, *Il D.L. “Pagni” ovvero la lezione (positiva) del covid*, su [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 25 agosto 2021; D. GALLETTI, *Breve storia di una (contro)ri-forma “annunciata”*, su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 1 settembre 2021; A. FAROLFI, *Le novità del D.L. 118/2021: considerazioni sparse “a prima lettura”*, su [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 6 settembre 2021; E. CECCHERINI, *Nuove esigenze di negoziazione e risoluzione della crisi*, su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 9 settembre 2021; F. SANTANGELI, *Il D.L. 118/2021. Spunti per la conversione*, su [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 21 settembre 2021.

semplici misure negoziali – “al fine di impedire l’insolvenza e di assicurare la loro sostenibilità economica, fatte salve altre soluzioni volte a evitare l’insolvenza, così da tutelare i posti di lavoro e preservare l’attività imprenditoriale”<sup>2</sup>.

In tale contesto ed in questa prospettiva, può agevolmente comprendersi la particolare attenzione che il d.l. 118/2021 dedica alla nuova finanza in una fase, quella delle trattative negoziate, che precede l’avvio delle procedure di risoluzione della crisi e che è tanto più ampia ove si consideri l’estensione, in funzione anticipatoria, del presupposto oggettivo di applicazione della normativa introdotta coincidente con la condizione di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rende probabile la crisi o l’insolvenza, quando risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell’impresa.

2. *Le procedure per il finanziamento soci e infragruppo.* – Come già affrontato in altra sede<sup>3</sup>, pendente la composizione negoziata per la soluzione della crisi d’impresa, la società che intende ricorrere alla nuova finanza potrà adottare due diverse procedure:

– procedere con la segnalazione all’esperto indipendente di cui all’art. 2 d.l. 118/2021 della decisione di contrarre un finanziamento (trattandosi normalmente di atti di straordinaria amministrazione) ex art. 9, secondo comma, d.l. 118/2021 nell’ambito dei suoi poteri di gestione. L’esperto, quando riterrà che l’atto possa arrecare pregiudizio ai creditori, alle trattative o alle prospettive di risanamento, lo segnalerà per iscritto alla società (all’organo di gestione) e all’organo di controllo. Se, nonostante la segnalazione, l’atto verrà compiuto, l’imprenditore ne informerà immediatamente l’esperto il quale, nei successivi dieci giorni, potrà iscrivere il proprio dissenso nel registro delle imprese. Quando l’atto compiuto pregiudica gli interessi dei creditori, l’iscrizione sarà obbligatoria. Poiché è improbabile che la società ottenga finanziamenti che non siano assistiti dal beneficio della preveducibilità, la società potrà anche

– ricorrere al Tribunale competente ex art. 10 d.l. 118/2021 ove intenda essere autorizzato a contrarre finanziamenti (oltre che da terzi, anche da soci o infragruppo<sup>4</sup>)

---

<sup>2</sup> L.A. BOTTAI, *La composizione negoziata di cui al D.L. 118/2021: svolgimento e conclusione delle trattative*, su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 4 ottobre 2021.

<sup>3</sup> A. DENTAMARO, *La nuova finanza nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d’impresa ex d.l. 118/2021*, su [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it), 12 ottobre 2021.

<sup>4</sup> L’art. 10, primo comma, lett. c), d.l. 118/2021 non sembra avere ad oggetto i veri e propri finanziamenti infragruppo ove si intenda per finanziamento infragruppo quello intercorrente fra un finanziatore ed un sovvenzionato entrambi appartenenti al gruppo. Ed infatti l’art. 10, primo comma, lett. c), d.l. 118/2021 parrebbe riferirsi ad una società appartenente ad un gruppo che intende contrarre un finanziamento preveducibile nelle procedure di cui al primo comma dell’art. 12 d.l. 118/2021 a prescindere dall’appartenenza del finanziatore al gruppo. Ove però si consideri l’ambito applicativo delle precedenti lettere a) (finanziamento della società da terzi) e b) (finanziamento della società da soci) della medesima disposizione, potrà agevolmente individuarsi l’ambito applicativo della lett. c) come riferito ai finanziamenti infragruppo non sussumibili entro le fattispecie disciplinate dalle due lettere menzionate. Ancora con riguardo all’art. 10, primo comma, lett. c), d.l. 118/2021 è stato colto un più ampio ambito applicativo rispetto al nono comma dell’art. 13 d.l. 118/2021: «mentre nell’ambito applicativo della prima disposizione rientra ogni finanziamento infragruppo, la seconda fa riferimento soltanto ai finanziamenti c.d. “discendenti” (o “down stream”) dalla holding alle eterodirette od “orizzontali” (o “cross stream”) fra società sorelle. I finanziamenti “ascendenti” (o “up stream”), che le società controllate abbiano erogato a favore della holding, non sono invece menzionati, verosimilmente in base all’assunto – per la verità non pacifico – che essi non sarebbero ricompresi nell’ambito di applicazione dell’art. 2497 *quinquies* c.c., risultando perciò inutile disporre l’esenzione dalla postergazione». V., al

prededucibili nelle procedure di cui al primo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021 (accordo di ristrutturazione dei debiti omologato, concordato preventivo omologato, fallimento, liquidazione coatta amministrativa, amministrazione straordinaria o concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio di cui all'art. 18 d.l. 118/2021) ed il tribunale, concederà l'autorizzazione verificata «la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori»<sup>5</sup>.

Ove si segua la prima procedura e si tratti di finanziamenti infragruppo, la segnalazione all'esperto senza dissenso iscritto comporterà l'esclusione del finanziamento dalla postergazione di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinqües* c.c.

Come può agevolmente notarsi, i requisiti sulla base dei quali rispettivamente l'esperto e il tribunale concederanno il consenso e l'autorizzazione, sono diversi, così come diversi saranno gli effetti che ne deriveranno.

Si evidenzia anche che l'art. 10 d.l. 118/2021 «non precisa se i finanziamenti debbano essere erogati in relazione alla gestione interinale o se possono riguardare anche la futura gestione all'esito delle trattative»<sup>6</sup>. Nel senso più ampio sembra in vero deporre il decreto dirigenziale del direttore generale degli affari interni del 28 settembre 2021, ove l'esperto riferimento a finanziamenti prededucibili da erogare in esecuzione di quanto previsto dalle soluzioni di cui all'art. 11, primo e secondo comma, d.l. 118/2021.

3. *Patologie societarie ex art. 2467, secondo comma, e patologie d'impresa ex art. 2, primo comma, d.l. 118/2021.* – Un aspetto da chiarire è come un finanziamento dei soci di s.r.l. o infragruppo ex artt. 2467 e 2497-*quinqües* c.c. – pervenuto alla società in trattative negoziate previa segnalazione all'esperto ex artt. 9 e 13 d.l. 118/2021 o autorizzazione del tribunale ex art. 10, primo comma, d.l. 118/2021 – si rapporti ad una procedura di composizione negoziata della crisi ex d.l. 118/2021.

Preliminarmente deve prendersi atto che l'art. 2, primo comma, d.l. 118/2021 ha introdotto nel nostro ordinamento una ipotesi di patologia d'impresa (coincidente con il presupposto oggettivo applicativo della procedura) che si aggiunge, da un lato, a quelle societarie già esistenti (in particolare a quelle di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c.) e, dall'altro, a quelle concorsuali della crisi e dell'insolvenza dalle quali la prima deve evidentemente essere tenuta distinta, se è vero che lo squilibrio patrimoniale e economico-finanziario può rendere probabile una crisi o insolvenza, ma non può con queste coincidere nel momento in cui si accede alla procedura.

Se appare ben netta la distanza tra la nuova patologia d'impresa e le patologie concorsuali già nel primo comma dell'art. 2 d.l. 118/2021, qualche dubbio potrebbe sorgere

---

riguardo, N. ABRIANI, L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della composizione negoziata di gruppo: un laboratorio della riforma*, in *Instant book*, Italia oggi, 13 ottobre 2021.

<sup>5</sup> Ancora L. PANZANI, *Il D.L. "Pagni" ovvero la lezione (positiva) del covid*, cit., osserva come «questo è l'unico caso in cui il legislatore vincola la destinazione di un atto di gestione al miglior soddisfacimento dei creditori, oltre che al perseguimento della continuità aziendale. Come si è visto, il dissenso dell'esperto in ordine agli atti di straordinaria amministrazione compiuti dall'imprenditore e ai pagamenti, non tiene conto di questi requisiti, ma dell'andamento delle trattative, delle prospettive di risanamento, del possibile pregiudizio dei creditori, non del loro miglior soddisfacimento».

<sup>6</sup> L. PANZANI, *Il D.L. "Pagni" ovvero la lezione (positiva) del covid*, cit., che propende «per la soluzione più ampia perché l'esito delle trattative sarà condizionato non soltanto dalla finanza interinale, ma dalle possibilità di esecuzione del piano di risanamento».

con riguardo al rapporto della prima rispetto alle patologie di cui all'art. 2467, secondo comma, c.c., in particolare con riguardo alla situazione finanziaria nella quale sarebbe ragionevole un conferimento. Il dubbio è se l'accertamento della patologia di cui al primo comma dell'art. 2 d.l. 118/2021 consenta perciò solo di ritenere perfezionata quella situazione finanziaria che rende irragionevole il finanziamento in luogo del conferimento o se l'accertamento di quella patologia non esima comunque dal verificare l'irragionevolezza del finanziamento.

La questione sembra presentare una utilità residuale con riguardo ai finanziamenti infragruppo segnalati all'esperto ex art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 (ove risulti il dissenso dell'esperto iscritto nel registro delle imprese) e maggior rilievo pratico applicativo con riguardo ai finanziamenti dei soci di s.r.l. segnalati all'esperto ex art. 9 d.l. 118/2021 (per i quali non è prevista alcuna esclusione della postergazione).

Solo apparentemente la questione potrebbe apparire irrilevante con riguardo ai finanziamenti autorizzati dal tribunale ai sensi del primo comma dell'art. 10 d.l. 118/2021 data la prevedibilità che ad essi viene riconosciuta. Tuttavia la questione può assumere un qualche rilievo ove si ritenga la prevedibilità operativa solo nelle eventuali future procedure di cui all'art. 12, primo comma, d.l. 118/2021, non anche pendenti le trattative durante le quali si porrebbe il problema di accertarne la disciplina applicabile.

L'ampiezza del presupposto oggettivo di applicazione di cui al primo comma dell'art. 2 d.l. 118/2021, in funzione anticipatoria della disciplina delle trattative negoziate, ragionevolmente induce a ritenere che la situazione descritta da quest'ultima disposizione non necessariamente coincida con quelle di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c. In questi termini, non tutti i finanziamenti dei soci di s.r.l. e infragruppo indirizzati ad una società in trattative negoziate potranno perciò solo dirsi postergati ai sensi della disciplina codicistica.

Per contro, per quanto emerge dalla nuova disciplina, la canalizzazione di finanziamenti postergati ex art. 2467 c.c. verso una società in composizione negoziata non sempre si traduce in un miglioramento della posizione del finanziatore.

Certamente, si è detto, la canalizzazione di un finanziamento del socio di s.r.l. verso la società in composizione negoziata della crisi previa segnalazione all'esperto non consente l'esclusione della postergazione (e dunque non consente di derogare all'art. 2467 c.c.), tant'è che, e diversamente, l'esclusione della postergazione è invece espressamente disposta ex art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 per il finanziamento infragruppo, sempre che l'esperto non valuti il finanziamento (evidentemente irragionevole ex art. 2467 c.c.) pregiudizievole per i creditori.

Più complesso appare il discorso con riguardo ai finanziamenti canalizzati verso una società in composizione negoziata della crisi previa autorizzazione del tribunale. Il primo comma dell'art. 10 d.l. 118/2021 non deroga espressamente agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. con la conseguenza che i finanziamenti autorizzati, pendenti le trattative e ove non si ritenga la prevedibilità operativa sin dalla autorizzazione, dovrebbero a rigore o considerarsi (a) postergati o, come appare preferibile, (c) chirografari ove si ritenga che un finanziamento autorizzato, in quanto funzionale al migliore soddisfacimento dei creditori – vedi *incipit* del primo comma dell'art. 10 d.l. 118/2021 –, non possa considerarsi irragionevole ai sensi e per gli effetti di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c.

4. *Sull'ampiezza della esclusione della postergazione.* – Questione ulteriore è se l'esclusione della postergazione di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. (espressamente citata dall'art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 per i finanziamenti infragruppo) sia da intendere in senso ampio – come esclusione della postergazione *ex lege* (ex art. 2467, primo comma, c.c.) e dell'inefficacia *ex lege* del rimborso del finanziamento (ex art. 2467, primo comma, c.c.; art. 164, secondo e terzo comma, c.c.i.) – o in senso restrittivo – ovvero come esclusione della sola postergazione *ex lege* (ex art. 2467, primo comma, c.c.).

Ciò tenuto conto del diverso tenore letterale che l'art. 2467, primo comma, c.c. avrà con l'entrata in vigore del c.c.i. L'art. 383 c.c.i. ha infatti soppresso dal primo comma dell'art. 2467 c.c. le parole «e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito» al contempo prevedendo nell'art. 164, secondo comma, c.c.i. (cui rinvia il terzo comma della stessa disposizione in tema di finanziamenti infragruppo) che «Sono privi di effetto rispetto ai creditori i rimborsi dei finanziamenti dei soci a favore della società se sono stati eseguiti dal debitore dopo il deposito della domanda cui è seguita l'apertura della procedura concorsuale o nell'anno anteriore».

Da un lato, la modifica prevista per l'art. 2467, primo comma, c.c. e, dall'altro, lo specifico riferimento, contenuto nel nono comma dell'art. 13 d.l. 118/2021, alla postergazione di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c., inducono a preferire la soluzione più restrittiva e dunque la esclusione della sola regola della postergazione *ex lege*, impregiudicata invece l'inefficacia *ex lege* del rimborso del finanziamento (art. 164, secondo e terzo comma, d.l. 118/2021) eseguito dal debitore dopo il deposito della domanda cui è seguita l'apertura della procedura concorsuale o nell'anno anteriore<sup>7</sup>.

In tal senso si consideri ancora la distanza che con l'entrata in vigore del c.c.i. si frapperà tra la postergazione ex art. 2467 c.c. e l'inefficacia *ex lege* del rimborso di cui all'art. 164, secondo comma, c.c.i. I finanziamenti postergati dei soci di s.r.l. di cui

<sup>7</sup> Una questione analoga è stata sollevata con riguardo all'art. 182-*quater*, terzo comma, l. fall. Secondo una prima impostazione, la deroga ex art. 182-*quater*, terzo comma, l. fall. all'art. 2467 c.c., sarebbe da intendere nel senso più ampio, essendo l'azione avente a oggetto la restituzione alla curatela immediatamente correlata alla postergazione, di modo che venuta meno l'una, verrebbe meno l'altra limitatamente alla percentuale dell'ottanta per cento (N. ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, cit., p. 49, quando afferma che il credito in questione «viene infatti non soltanto sottratto alla regola della postergazione e della immediata restituzione dei rimborsi ricevuti nell'anno anteriore al fallimento [...]». Non può, tuttavia, trascurarsi l'impostazione più restrittiva, secondo cui la deroga di cui al terzo comma dell'art. 182-*quater* c.c. sarebbe da intendere limitatamente alla postergazione *ex lege* di cui all'art. 2467 c.c., con il conseguente assoggettamento del rimborso di questi finanziamenti alla sola regola civilistica dell'inefficacia *ex lege*. Se, da un lato, potrebbe apparire di scarsa utilità la restituzione alla curatela di un finanziamento rimborsato nell'anno antecedente al fallimento, che verrà poi collocato in prededuzione per l'ottanta per cento ai sensi del terzo comma dell'art. 182-*quater* l. fall., dall'altro, non è detto che il credito prededucibile verrà pagato per intero. Resterebbe, perciò, nell'apprezzamento del curatore «di discernere tra una condizione di sostanziale inutilità della revoca (dovendosi prevedere che quanto revocato andrebbe poi integralmente restituito in prededuzione, e quindi, per giunta, anche con gli interessi); ovvero valutare se perfino il credito prededucibile rischi di scontare, nel fallimento, una qualche falcidia ex art. 113 l.f.: in tal caso, allora, ben potendo giustificarsi una sua revoca, affinché sopporti paritetivamente con gli altri crediti prededucibili gli effetti di un attivo insufficiente» (così M. SCIUTO, *I finanziamenti dei soci nell'art. 182-*quater* legge fallim.*, su [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it), 15-16. Seppure in forma dubitativa, F. NIEDDU ARRICA, *Le operazioni di finanziamento*, in *Riv. dir. soc.*, 2001, 434 ss. e 458, secondo cui la deroga operata dal terzo comma dell'art. 182-*quater* l. fall. «pare riferirsi esclusivamente alla postergazione e non invece all'inefficacia dell'eventuale rimborso avvenuto nell'anno precedente al fallimento»).

all'art. 2467 c.c. non esauriscono infatti i finanziamenti di cui all'art. 164, secondo comma, d.l. 118/2021, prescindendo quest'ultima disposizione dalla postergazione civilistica del finanziamento. In altri termini, la regola della inefficacia *ex lege* del rimborso dei finanziamenti di cui all'art. 164 c.c.i. ha un ambito applicativo più esteso di quello della postergazione *ex lege* di cui all'art. 2467 c.c., rappresentando una regola di generale applicazione. Le due regole, una di diritto sostanziale l'altra di diritto della crisi, non viaggeranno più di pari passo.

Andrebbe certo chiarita la *ratio* del rinvio, contenuto nel secondo comma dell'art. 164 d.l. 118/2021, al secondo comma dell'art. 2467 c.c., posto che, per quanto sopra detto, ai fini dell'inefficacia del rimborso, a nulla rileva la postergazione *ex art.* 2467 c.c. In effetti il rinvio all'art. 2467, secondo comma, c.c. e dunque la postergazione non sarebbe priva di senso, rilevando ai fini dell'ammissione al passivo del socio/società che ha rimborsato il finanziamento, che, nei casi di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c., verrebbe ammesso/ammessa al passivo come creditore postergato e sarebbe questa l'unica differenza con i finanziamenti dei soci di altri tipi sociali.

Ne deriva che in punto di finanziamento soci ciò che distinguerà la s.r.l. dagli altri tipi sociali sarà la sola regola della postergazione *ex lege*, ormai applicandosi l'altra (quella dell'inefficacia *ex lege* del rimborso) a tutti i tipi sociali.

Ed è proprio la distanza creatasi tra la regola della postergazione *ex lege* e quella dell'inefficacia *ex lege* del rimborso che induce a ritenere, salvo uno specifico intervento di adattamento del d.l. 118/2021 al c.c.i. in vista della sua entrata in vigore, il richiamo di cui all'art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 come circoscritto alla sola postergazione *ex lege* civilistica.

*5. I finanziamenti infragruppo esclusi dalla postergazione ex art. 13, nono comma, d.l. 118/2021: art. 2497-quinquies c.c. e art. 292 c.c.i. – L'art. 2497-quinquies c.c. (cui rinvia il nono comma dell'art. 13 d.l. 118/2021) non esaurisce la disciplina della postergazione avente a oggetto i finanziamenti infragruppo. Con l'entrata in vigore del c.c.i. questa disciplina si arricchirà di un ulteriore tassello ovvero l'art. 292 c.c.i. secondo cui «I crediti che la società o l'ente o la persona fisica esercente l'attività di direzione e o coordinamento vanta, anche a seguito di escussione di garanzie, nei confronti delle imprese sottoposte a direzione e coordinamento, o che queste ultime vantano nei confronti dei primi sulla base di rapporti di finanziamento contratti dopo il deposito della domanda che ha dato luogo all'apertura della liquidazione giudiziale o nell'anno anteriore, sono postergati rispetto al soddisfacimento degli altri creditori. Se tali crediti sono stati rimborsati nell'anno anteriore alla domanda che ha dato luogo all'apertura della liquidazione giudiziale, si applica l'articolo 164». Recita poi il secondo comma che «La disposizione di cui al comma 1, primo periodo, non si applica ai finanziamenti previsti dall'articolo 102».*

Le due disposizioni, per quanto subito evidente, non coincidono, emergendo alcune sostanziali differenze: la tipologia di finanziamento infragruppo oggetto di disciplina (*down-stream* e *cross-stream* il primo, *down-stream* e *up-stream* il secondo) e i criteri



per la valutazione della postergazione (quelli di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c. il primo, quello temporale il secondo)<sup>8</sup>.

Diversità che, secondo quanto già emerso in dottrina, creano disagi anche in punto di applicazione dell'art. 164, terzo comma, c.c.i. in tema di inefficacia del rimborso del finanziamento applicabile tanto ai finanziamenti di cui all'art. 2497-*quinquies* c.c. tanto a quelli di cui all'art. 292 c.c.i.

Sotto un primo profilo, se le fattispecie dei finanziamenti infragruppo di cui agli artt. 2497-*quinquies* c.c. e art. 164 c.c.i. coincidono (finanziamenti *down-stream* e *cross-stream*), non altrettanto può dirsi con riguardo agli artt. 292 e 164, terzo comma, c.c.i. con particolare riguardo ai finanziamenti *up-stream* considerati dalla prima disposizione, ma apparentemente esclusi dalla seconda. Sebbene proprio il rinvio all'art. 164 c.c.i. contenuto nell'art. 292 c.c.i. potrebbe giustificarsi anche per la necessità di estendere l'ambito applicativo dell'art. 164, terzo comma, c.c.i. oltre i finanziamenti *down-stream* e *cross-stream*.

D'altra parte, secondo una certa impostazione, proprio il rinvio all'art. 164 c.c.i. contenuto nell'art. 292 c.c.i. creerebbe un ulteriore disagio, ove si ritengano coincidenti i presupposti applicativi della inefficacia *ex lege* e della postergazione *ex lege*. I criteri di cui all'art. 2467, secondo comma, c.c., tuttavia, non sono richiamati espressamente dall'art. 164 c.c.i. ai fini della inefficacia *ex lege* del rimborso del finanziamento. Per quanto già osservato, l'inefficacia *ex lege* del rimborso del finanziamento prescinde dall'essere il finanziamento rimborsato postergato, funzionando ormai la regola della inefficacia *ex lege* in maniera autonoma (dalla postergazione) e operativa per tutti i tipi sociali. Si è allora osservato che il rinvio all'art. 2467, secondo comma, c.c. sarebbe fatto ad altro scopo ovvero al fine della successiva domanda di insinuazione al passivo da parte del socio rimborsato che in quanto titolare di un finanziamento postergato (ove ne sussistano i presupposti) non potrebbe che fare domanda di ammissione al passivo a titolo di finanziatore postergato.

Resta invece la questione del rapporto intercorrente tra queste due ultime disposizioni ovvero se la nuova disposizione introduce una ulteriore ipotesi di postergazione che scarterebbe automaticamente ove risulti soddisfatto il criterio temporale *ivi* previsto o se anche per questi finanziamenti non possa prescindere dalla sussistenza degli indici di cui al secondo comma dell'art. 2467 c.c. Nel primo caso, l'art. 292 c.c.i. se, da un lato, introdurrebbe per i finanziamenti *up-stream* un criterio di postergazione diverso da quelli di cui all'art. 2467, secondo comma, c.c. (cui rinvia l'art. 2497-*quinquies* c.c., ma per i soli finanziamenti *down-stream* e *cross-stream*), dall'altro solleverebbe dubbi per i finanziamenti *down-stream* circa i parametri di postergazione utilizzabili.

Si tratta di una questione di estremo rilievo ai fini di cui si discute in questa sede. Ricodurre o meno la postergazione di cui all'art. 292 c.c.i. nell'alveo di quella degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. significherebbe far rientrare o meno anche la postergazione

---

<sup>8</sup> Diverso è anche l'ambito temporale di riferimento dell'inefficacia del rimborso *ex lege*: anno precedente l'apertura della procedura o periodo successivo alla domanda introduttiva della stessa nel caso di cui all'art. 2497-*quinquies* c.c., anno precedente l'apertura della procedura nel caso di cui all'art. 292 c.c.i. V. E. FREGONARA, *Il principio di postergazione e l'inefficacia dei rimborsi nei finanziamenti infragruppo alla luce del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2020, 9 ss.

dei finanziamenti (in particolare quelli *up-stream*) di cui all'art. 292 c.c.i. in quella (esclusa) di cui all'art. 13, nono comma, d.l. 118/2021.

Al fine di chiarire si è partiti dal testo dell'art. 3, primo comma, lett. f), della legge 19 ottobre 2017, n. 155, ove si legge che uno dei criteri direttivi nell'esercizio della delega per la disciplina della crisi e dell'insolvenza dei gruppi di imprese è quello di «stabilire il principio di postergazione del rimborso dei crediti di società o imprese appartenenti allo stesso gruppo in presenza dei presupposti di cui all'art. 2467, fatte salve deroghe dirette a favorire l'erogazione di finanziamenti in funzione o in esecuzione di una procedura di concordato preventivo e di accordo di ristrutturazione dei debiti».

Un tentativo per ricondurre a sistema l'art. 292 c.c.i. lo si è fatto sottolineando come la norma del codice della crisi comprende nel proprio ambito di applicazione i soli finanziamenti infragruppo aventi quella specifica connotazione temporale che implica l'attribuzione di rilevanza allo stato di insolvenza in cui versa la società al momento in cui il prestito è contratto. Considerando la coincidenza dell'insolvenza con i presupposti di cui all'art. 2467, secondo comma, c.c., se ne è dedotto che «mentre per i finanziamenti non effettuati nell'arco temporale individuato dall'art. 292 c.c.i. rimane fermo – come ammette diffusamente la giurisprudenza teorica e pratica – l'«onere della parte che [ne] rileva il carattere postergato dimostrare la ricorrenza nella fattispecie degli elementi soggettivi ed oggettivi» che costituiscono i presupposti di applicazione di tale qualifica, rispetto a quelli erogati nell'anno anteriore all'apertura della liquidazione giudiziale o successivamente al deposito della relativa domanda la legge introdurrebbe una presunzione assoluta di sussistenza degli indici di anomalia di cui all'art. 2467, comma 2, c.c.»<sup>9</sup>.

6. *L'art. 164, terzo comma, e l'art. 290 c.c.i.* – Per completezza espositiva, non può trascurarsi che ai sensi dell'art. 290, primo comma, c.c.i., rubricato «Azioni di inefficacia fra imprese del gruppo», «Nei confronti delle imprese appartenenti al medesimo gruppo possono essere promosse dal curatore, sia nel caso di apertura di una procedura unitaria, sia nel caso di apertura di una pluralità di procedure, azioni dirette a conseguire la dichiarazione di inefficacia di atti e contratti posti in essere nei cinque anni antecedenti il deposito dell'istanza di liquidazione giudiziale, che abbiano avuto l'effetto di spostare risorse a favore di un'altra impresa del gruppo con pregiudizio dei creditori, fatto salvo il disposto dell'articolo 2497, primo comma, del codice civile».

In rapporto all'art. 164, terzo comma, c.c.i., questa disposizione meriterebbe un approfondimento decisamente maggiore di quello consentito in questa sede.

Supponendo infatti che la società A abbia contratto un finanziamento in favore della società B, il curatore della procedura di liquidazione giudiziale della società A – in caso di una pluralità di procedure – ai sensi dell'art. 290 c.c.i. potrà far conseguire la

---

<sup>9</sup> L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della crisi del gruppo: primi spunti di riflessione su talune questioni problematiche*, paper XI Convegno annuale "Orizzonti del diritto commerciale", "Organizzazione, riorganizzazione e ristrutturazione dell'impresa nel diritto interno e nella dimensione transnazionale", Roma, 14-15 febbraio 2020, 25-26, che rinvia a G. FERRI jr, *Insolvenza e crisi dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 433 ss., il quale aggiunge che solo la società insolvente si trova necessariamente «nella situazione finanziaria di cui all'art. 2467 c.c. ... con l'esito che il rimborso del finanziamento concesso dai soci ad una società insolvente sarà per ciò solo assoggettata alla disciplina della norma da ultimo citata ...».

inefficacia del contratto di finanziamento stipulato tra le due società (sussistendone i presupposti), con conseguente obbligo per la società B di restituire il finanziamento alla curatela della società A.

Supponiamo però che la società B restituisca il finanziamento alla società A, ma che nell'anno successivo, si apra anche per la società B una procedura di liquidazione giudiziaria. Poiché il rimborso del finanziamento è avvenuto a favore della società A nell'anno precedente la domanda di apertura della procedura di liquidazione giudiziale della società B, ai sensi dell'art. 164, terzo comma, c.c.i. il rimborso del finanziamento da parte della società B alla società A sarà inefficace *ex lege* con conseguente obbligo della società A di restituire il finanziamento alla curatela della società B.

Si può sostenere che il rimborso di un finanziamento tra società appartenenti al gruppo per effetto dell'applicazione dell'art. 290 c.c.i. non debba rientrare nell'ambito di applicazione del terzo comma dell'art. 164 c.c.i.?

7. *Trattamento del finanziamento soci e infragruppo pendenti le trattative.* – Pur non derogando espressamente la lett. b) dell'art. 10, primo comma, d.l. 118/2021 alla postergazione *ex lege* di cui all'art. 2467 c.c., si è argomentato che un finanziamento soci autorizzato dal tribunale potrebbe portare con sé il doppio beneficio della esclusione dalla eventuale postergazione e della prededucibilità. A meno di non ritenere la prededucibilità *ex art.* 10 d.l. 118/2021 già operativa pendenti le trattative negoziate, ne deriverebbe che durante la composizione negoziata della crisi, il finanziamento del socio di s.r.l. autorizzato dal tribunale ai sensi dell'art. 10 d.l. 118/2021 potrà perciò essere qualificato come chirografario.

Per i finanziamenti dei soci di s.r.l., pendenti le trattative negoziate per la soluzione della crisi d'impresa, si prospettano dunque le seguenti possibilità:

– gli stessi avrebbero natura di crediti postergati *ex art.* 2467 c.c. (sussistendone i presupposti) ove si tratti di finanziamenti dei soci di s.r.l. segnalati all'esperto indipendente (considerata la mancanza per i soci di s.r.l. di una disposizione analoga a quella di cui al nono comma dell'art. 13 d.l. 118/2021 per i finanziamenti infragruppo);

– gli stessi avrebbero natura di crediti chirografari (e comunque prededucibili nelle procedure di cui al primo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021 ove autorizzati *ex art.* 10 d.l. 118/2021) se autorizzati dal tribunale *ex art.* 10 d.l. 118/2021 (sempre che, lo si ripete, non si intenda la prededucibilità già operativa nel corso della composizione negoziata).

Anche con riguardo ai finanziamenti infragruppo, è utile distinguere i finanziamenti autorizzati *ex art.* 10, primo comma, lett. c), d.l. 118/2021 dai finanziamenti segnalati *ex artt.* 9 e 13, nono comma, d.l. 118/2021.

Pendenti le trattative, per i finanziamenti infragruppo si prospettano le seguenti possibilità:

– gli stessi avrebbero natura di finanziamenti postergati ove l'esperto abbia espresso un dissenso iscritto nel registro delle imprese *ex artt.* 9 e 13, nono comma, d.l. 118/2021;

– gli stessi avrebbero natura di finanziamenti chirografari (e prededucibili nelle procedure di cui al primo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021) ove la società abbia chiesto ed ottenuto l'autorizzazione di cui all'art. 10 d.l. 118/2021 (sempre che non si intenda la prededucibilità già operativa nel corso della composizione negoziata);

– gli stessi avrebbero natura di finanziamenti chirografari (in quanto esclusi dalla postergazione di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) nel caso in cui, ex art. 13, nono comma, d.l. 118/2021, non consti il dissenso dell'esperto indipendente iscritto nel registro delle imprese<sup>10</sup>.

8. *Trattamento dei finanziatori nell'eventuale successivo fallimento e nelle altre procedure di composizione della crisi. Prededucibilità.* – Ai sensi dell'art. 10 d.l. 118/2021, a tutti i finanziamenti autorizzati, dunque anche a quelli dei soci e infragruppo, si riconosce l'integrale prededucibilità del finanziamento ex art. 111 l. fall.

Il rinvio alla disposizione fallimentare può indurre a ritenere che si tratti di una prededucibilità limitata all'eventuale fallimento/liquidazione giudiziale che dovesse seguire le trattative negoziate. Per quanto più ampiamente argomentato in altra sede<sup>11</sup>, simili dubbi sembrano esclusi dall'art. 12, primo comma, d.l. 118/2021, secondo cui i finanziamenti autorizzati dal tribunale ex art. 10 d.l. 118/2021 conservano i propri effetti se successivamente interverranno un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato, un concordato preventivo omologato, il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa, l'amministrazione straordinaria o il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio di cui all'articolo 18.

Non è perciò un caso se, nella disciplina dedicata a questi finanziamenti nel Codice della crisi (artt. 99 e 101 c.c.i.), pur essendo stato loro confermato il beneficio della prededucibilità, sia scomparso il rinvio all'art. 111 l. fall., proprio al fine di eliminare simili dubbi interpretativi.

Non solo, dunque, sembra confermata la regola della prededucibilità dei finanziamenti di specie nell'eventuale futuro concordato preventivo, ma ad una analoga conclusione può pervenirsi con riguardo agli accordi di ristrutturazione, quand'anche si tratti di accordi ad efficacia estesa ex art. 182-*septies* l. fall.<sup>12</sup>. La prededucibilità in queste procedure andrà intesa come pagamento integrale ed immediato dei crediti prededucibili ex art. 10 d.l. 118/2021 che dovranno perciò essere inseriti nei piani al fine del giudizio di

---

<sup>10</sup> A fronte del quadro prospettato, è stato osservato che nel nuovo scenario potrebbe apparire poco plausibile che una società del gruppo segua l'*iter* di cui all'art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 «per ottenere nuova finanza da un'altra componente del gruppo, che acquisterebbe il rango di creditore chirografario, quando invece chiedendo l'autorizzazione – fondata su precondizioni non molto dissimili da quelle che deve valutare l'esperto ai sensi dell'art. 9 d.l. – a contrarre il medesimo finanziamento ai sensi dell'art. 10, comma 1, lett. c), d.l. potrebbe incentivare il potenziale finanziatore con il beneficio (assai più allettante della disapplicazione dell'art. 2497 *quinquies* c.c.) della prededuazione». Si è concluso che l'unico motivo ipotizzabile per ricorrere ad un finanziamento infragruppo concesso nelle forme di cui all'art. 13, nono comma, d.l. 118/2021 piuttosto che in quelle dell'art. 10, primo comma 1, lett. c), d.l. 118/2021 sarebbe che la società in crisi non sia comunque in grado di provare che l'operazione è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori, ma solo la diversa precondizione per cui esso non è pregiudizievole per i medesimi. O, ancora, che la società in crisi intende conservare il percorso di composizione negoziata di gruppo entro una dimensione puramente stragiudiziale. Così N. ABRIANI, L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della composizione negoziata di gruppo: un laboratorio della riforma*, cit., ai quali pure si rinvia per alcune interessanti considerazioni in merito alle difficoltà applicative dei criteri di cui all'*incipit* dell'art. 10 d.l. 118/2021 ai finanziamenti infragruppo.

<sup>11</sup> A. DENTAMARO, *La nuova finanza nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa ex d.l. 118/2021*, cit.

<sup>12</sup> Sugli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa v. N. ABRIANI, *Gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa*, su [www.dirittodellacrisi.it](http://www.dirittodellacrisi.it).

fattibilità economica degli stessi da parte del professionista attestatore. Ne deriva che negli accordi di ristrutturazione i finanziatori titolari dei crediti prededucibili *ex art.* 10 d.l. 118/2021 non potranno che andare esenti dalla moratoria *ex lege* di cui all'art. 182-*bis*, ma anche che ai creditori prededucibili *ex art.* 10 d.l. 118/2021 non potranno estendersi gli effetti espansivi di cui all'art. 182-*septies* l. fall.

Piuttosto si segnala che il d.l. 118/2021 non contiene per questi finanziamenti una disposizione analoga a quella contenuta nell'ultimo comma dell'art. 182-*quater* l. fall. secondo cui i finanziatori in funzione, anche se soci, sono esclusi dal voto e dal computo delle maggioranze per l'approvazione del concordato preventivo ai sensi dell'art. 177 e dal computo della percentuale dei crediti prevista all'art. 182-*bis*, primo e sesto comma, l. fall.

Né questa previsione è stata riportata nel c.c.i. In occasione della modifica dell'art. 99 c.c.i. ad opera del decreto correttivo (d.lgs. n. 147 del 26 ottobre 2020 recante, a norma dell'art. 1, co. 1, della L. n. 20 dell'8 marzo 2019, le disposizioni integrative e correttive al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), se, da un lato, si è provveduto ad aggiungere alla norma il quinto comma avente a oggetto i finanziamenti in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o della domanda di omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti, dall'altro, non si è provveduto ad inserire nella medesima disposizione, con riguardo a questi stessi finanziamenti, una disposizione analoga a quella contenuta nell'ultimo comma dell'attuale art. 182-*quater* l. fall.

Non sembrano, tuttavia, ipotizzabili soluzioni diverse da quelle attualmente vigenti *ex art.* 182-*quater*, ultimo comma, l. fall.

Con riguardo al concordato preventivo ad una medesima conclusione può giungersi (e pur in assenza di una disposizione quale quella contenuta nell'ultima parte dell'art. 109, quinto comma, c.c.i. secondo cui «Sono inoltre esclusi dal voto e dal computo delle maggioranze i creditori in conflitto d'interessi») anche in via interpretativa, posto che la regola sulla mancanza della legittimazione al voto dei finanziatori in funzione, anche se soci, è corollario di alcuni principi generali della disciplina concorsuale fra cui principalmente il conflitto di interessi di cui i finanziatori prededucibili sono evidentemente portatori rispetto alle altre categorie.

Con riguardo agli accordi di ristrutturazione, pur prendendo atto della mancanza di un divieto espresso di computo nella percentuale di questi finanziatori, può senz'altro ritenersi che la *ratio* sottesa al divieto di computo previsto nell'art. 182-*quater*, ultimo comma, l. fall., legata alla funzione della percentuale del 60%, così come puntualmente illustrato da una parte della dottrina, non possa non continuare a valere pure in mancanza di una espressa previsione di legge<sup>13</sup>.

### 9. Rimborso del finanziamento soci e infragruppo pendente la composizione negoziata della crisi e successivo fallimento/liquidazione giudiziale. – Il decreto dirigenziale

<sup>13</sup> L. BENEDETTI, *I finanziamenti dei soci e infragruppo alla società in crisi*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2017, 213 ss. e 217 secondo cui «la *ratio* del divieto di conteggiare i soci finanziatori nella soglia necessaria all'omologazione dell'accordo di ristrutturazione consiste nella necessità di non inficiare la funzione della percentuale del 60% dei crediti».

del direttore generale degli affari interni del 28 settembre 2021 annovera il rimborso del finanziamento soci tra gli atti che eccedono l'ordinaria amministrazione. Per procedere al rimborso, dunque, la società dovrà segnalare l'atto all'esperto indipendente ai sensi dell'art. 9 d.l. 118/2021, il quale, quando riterrà che l'atto possa arrecare pregiudizio ai creditori, alle trattative o alle prospettive di risanamento, lo segnalerà per iscritto all'imprenditore e all'organo di controllo. Se, nonostante la segnalazione, l'atto verrà compiuto, l'imprenditore ne informerà immediatamente l'esperto il quale, nei successivi dieci giorni, potrà iscrivere il proprio dissenso nel registro delle imprese. Quando l'atto compiuto pregiudica gli interessi dei creditori, l'iscrizione è obbligatoria.

Ci si chiede ora a quale disciplina sia assoggettato l'eventuale rimborso di questi finanziamenti avvenuto pendenti le trattative in ipotesi di successiva liquidazione giudiziale tanto in caso di rimborso con dissenso iscritto dell'esperto indipendente quanto in quello di rimborso avvenuto col consenso di quest'ultimo.

Premesso che ai sensi del terzo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021, ove l'esperto abbia iscritto il proprio dissenso nel registro delle imprese, gli atti di straordinaria amministrazione in generale saranno soggetti alle azioni revocatorie di cui agli artt. 66 e 67 l. fall., deve ritenersi che questa disposizione non sia applicabile anche con riguardo al rimborso dei finanziamenti dei soci o infragruppo pendenti le trattative, prevalendo in ogni caso la regola dell'obbligo del rimborso *ex lege* (ex art. 2467, primo comma, c.c., fino all'entrata in vigore del c.c.i.)/inefficacia *ex lege* del rimborso (ex art. 164, secondo comma, c.c.i., successivamente).

Ad una medesima conclusione si deve pervenire anche con riguardo ad eventuali rimborsi eseguiti col consenso dell'esperto indipendente. Preliminarmente si osserva che dalla regola di cui al terzo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021 (revocabilità del rimborso ex artt. 66 e 67 l. fall. ove l'esperto abbia iscritto il proprio dissenso al rimborso del finanziamento postergato nel registro delle imprese) non può desumersi, *a contrario*, quella della irrevocabilità del rimborso del finanziamento postergato compiuto col consenso dell'esperto. Si consideri, in tal senso, il secondo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021, che, senza fare distinzione alcuna in ordine alla natura degli atti (straordinaria o ordinaria amministrazione) e senza porre alcun accento sulla procedura seguita per il compimento dell'atto, semplicemente subordina l'esenzione da revocatoria degli atti, pagamenti e garanzie posti in essere dopo l'accettazione dell'incarico da parte dell'esperto, alla loro coerenza con l'andamento e lo stato delle trattative e con le prospettive di risanamento esistenti al momento in cui l'atto è stato compiuto.

Appurato perciò che anche un rimborso di finanziamento avvenuto col consenso dell'esperto indipendente può essere revocato, resta da chiarire come si concilierà l'obbligo di restituzione/inefficacia *ex lege* del rimborso del finanziamento dei soci o infragruppo postergato con l'esenzione da revocatoria di cui al secondo comma dell'art. 12 d.l. 118/2021.

Sulla base dell'attuale formulazione del primo comma dell'art. 2467 c.c., si ritiene che il rimborso del finanziamento del socio alla società nell'anno precedente al fallimento, si collochi, quanto ad effetti, in rapporto di similitudine con le fattispecie disciplinate dall'art. 65 l. fall. Aderendo all'orientamento consolidato in dottrina, che esclude l'applicabilità delle esenzioni da revocatoria alle fattispecie di inefficacia *ex lege* di cui all'art. 65 l. fall., ad analogo risultato si è pervenuti con riguardo al rimborso di cui all'art. 2467 c.c.

Ne deriva che al rimborso di cui al primo comma dell'art. 2467 c.c. non possono applicarsi le esenzioni di cui all'art. 67 l. fall. né (a partire dal 15 novembre 2021) quella di cui all'art. 12, secondo comma, d.l. 118/2021, così come (con l'entrata in vigore del c.c.i.), al rimborso *ex art.* 164, secondo comma, c.c.i., non potranno applicarsi né le esenzioni di cui all'art. 166, terzo comma, c.c.i., né, ancora, quella di cui all'art. 12, secondo comma, d.l. 118/2021.

# A PROPOSITO DEL *BUBBLE ACT* E DELLA *SOUTH SEA BUBBLE*

di *Gianni Mignone*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La *South Sea Company*. – 3. Il *Bubble Act*. – 4. Lo scoppio della bolla. – 5. Conclusioni.

1. *Introduzione*. – Il tema delle compagnie delle Indie, o coloniali, non è molto frequentato dalla letteratura storico-giuridica, e più in generale storica, italiana. Al fondamentale articolo di Ariberto Mignoli del 1960<sup>1</sup> non ha fatto riscontro, nonostante le reiterate lodi, un adeguato successivo interesse<sup>2</sup>. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che le realtà politiche italiane dell'epoca non si impegnarono nelle conquiste e negli affari d'oltre Oceano (affermazione fra l'altro neppure del tutto vera<sup>3</sup>); ma ciò, se pure può essere una giustificazione, non basta a spiegare il fenomeno, le cui ragioni stanno probabilmente nella straordinaria ricchezza documentaria del nostro Paese, tale da assorbire l'interesse ed impegnare gli sforzi dei nostri storici per chissà quante altre generazioni. Capita così che la curiosità per le vicende di quest'epoca particolare possa nascere più facilmente nello studioso di diritto positivo, che normalmente si occupa di società per azioni e mercati finanziari dei giorni nostri.

Quand'anche poi si parli di compagnie coloniali, quelle prese in considerazione sono solitamente la *East India Company* e l'olandese VOC, cui si aggiungono eventualmente la *Hudson Bay Company* o le compagnie francesi; dimenticata sembrerebbe presso di noi la *South Sea Company*, come se, in un eccesso di moralismo (o di freu-

---

<sup>1</sup> A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 ss., ora in ID., *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, Milano, 2002, t. 1, 13 ss. e in T. ASCARELLI-A. MIGNOLI, *Letture per un corso di diritto commerciale comparato*, a cura di G.B. PORTALE, Milano, 2007, 175 ss. (luogo dal quale si citerà).

<sup>2</sup> Non si può tuttavia non ricordare la straordinaria panoramica, "a volo d'uccello", offerta qualche decennio più tardi da Guido Rossi (G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, 890 ss.) e, successivamente, il bel libro di S. GIALDRONI, *East India Company. Una storia giuridica (1600-1708)*, Bologna, 2011. Della letteratura straniera, per contro abbondante, si può indicare, in quanto appena uscita in traduzione italiana, l'opera di W. DARLYMPLE, *Anarchia. L'inarrestabile ascesa della Compagnia delle Indie Orientali (The Anarchy: The Relentless Rise of the East India Company)*, 2020 trad. it., Milano 2022.

<sup>3</sup> Un'interessante tesi magistrale in storia è stata dedicata alla poco nota Compagnia genovese delle Indie orientali e resa disponibile in rete: G. TOSCO, *La Compagnia Genovese delle Indie Orientali e i rapporti fra Genova e le Province Unite nel Seicento*, Tesi di laurea, Università degli Studi di Pisa, 2014 (reperibile all'indirizzo <https://etd.adm.unipi.it/etd-09092014-103029/>); su questa compagnia, in precedenza, D. PRE-SOTTO, *Da Genova alle Indie alla metà del Seicento. Un singolare contratto di arruolamento marittimo*, in *Atti della Società Ligure di Storia Patria*, n.s. IX, 1969, 69 ss. (anch'esso ora inserito in rete: [https://www.storiapatriagenova.it/Scheda\\_vs\\_info.aspx?Id\\_Scheda\\_Bibliografica=705](https://www.storiapatriagenova.it/Scheda_vs_info.aspx?Id_Scheda_Bibliografica=705)).



diana rimozione), considerassimo le poco commendevoli vicende che la riguardarono come una ragione d'oblio.

È invece di qualche interesse il fatto che la storia di questa società e del *Bubble Act* sia stata per parecchio tempo, e in parte ancor oggi, viziata da un fraintendimento che ha distorto la cronologia degli eventi e determinato così una non precisa valutazione del significato di quella legge e della sua importanza<sup>4</sup>. Si riprenderà qui per sommi capi la vicenda, riferendo in sintesi i risultati di alcuni recenti e documentati studi su di essa.

2. *La South Sea Company*. – Come è stato efficacemente scritto, l'orizzonte europeo di inizio Settecento era caratterizzato dalla guerra. La più importante del periodo è la cosiddetta Guerra di successione spagnola: la morte del re di Spagna Carlo II e il fatto che questi avesse affidato il regno ad un Borbone, Filippo, nipote di Luigi XIV, rischiava di determinare l'unione dei regni di Spagna e Francia, cosa che le altre potenze non potevano accettare (una sorta di *antitrust* fai-da-te a livello del diritto pubblico internazionale). Nacque così un'alleanza fra Inghilterra, Province Unite (futura Olanda), Austria, Sacro Romano Impero ed altri Stati minori, che dichiarò guerra alla Francia nel 1702<sup>5</sup>.

Il fatto è che però «gli sviluppi militari avevano reso le guerre sempre più costose»<sup>6</sup> e a causa di ciò tutte le potenze europee erano fortemente indebitate. Il ricorso al debito pubblico era già massiccio e il problema – non molto diversamente da oggi – era come alleggerirlo. Non a caso, sia in Francia che in Inghilterra, cioè le due principali potenze in lotta, si tentano due espedienti analoghi; qui si tratterà di quello inglese, ma i due, per diffusa ammissione, devono essere visti in stretta connessione.

Nel 1710 si erano svolte le elezioni generali britanniche, che avevano visto la vittoria dei Tories e la formazione di un governo guidato da Robert Harley il quale, anche in seguito alle preoccupazioni espresse dalla regina Anna, si propose come obiettivo primario il risanamento del debito<sup>7</sup> (non molto diversamente da quanto accade oggi). Fu nominato un apposito comitato. Una delle strategie per procurare denaro all'erario erano le lotterie nazionali – non molto diversamente da oggi –, ma il ricorso ad esse stava diventando troppo frequente e lo strumento dava segni di stanchezza<sup>8</sup>. John Blunt, un avvocato esperto di contrattualistica ed amministratore di una società azionaria che formalmente produceva spade, la *Hollow Sword Blade Company*, si mise in luce orga-

<sup>4</sup> Accenna alla questione C. ANGELICI, *Discorsi di diritto societario*, in C. ANGELICI, M. CARVALE, L. MOSCATI, U. PETRONIO, P. SPADA, *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, 175 in n. 125.

<sup>5</sup> P. BIANCHI (a cura di), *Guerra di successione spagnola*, Milano, 2022.

<sup>6</sup> H.J. PAUL, *The "South Sea Bubble", 1720*, in *European History Online (EGO)*, published by the Leibniz Institute of European History (IEG), Mainz 2015-11-04, 21, reperibile sul sito: <http://www.ieg-ego.eu/paulh-2015-en> URN: urn:nbn:de:0159-2015110211 [YYYY-MM-DD].

<sup>7</sup> J. CARSWELL, *The South Sea Bubble*, London, 1961, 48 s. (il libro esce nel 1960; qui si cita la ristampa del Sessantuno, l'unica reperita; il libro è stato poi più volte riedito e ristampato).

<sup>8</sup> Si deve considerare che, per alleggerire il peso dei pagamenti, spesso il premio ai vincitori era dato sotto forma di rendite annue: in tal modo lo Stato – non diversamente da oggi (allorché la cosa viene presentata come una tecnica nell'interesse del fortunato, affinché non sperperi in poco tempo la cospicua vincita) – ha il vantaggio di non effettuare immediatamente l'esborso, trasformandolo in una specie di interesse da pagare sulla cifra che gli resta nelle mani.

nizzando con modalità nuove una lotteria ad inizio 1711, sottraendone la gestione alla Banca d'Inghilterra, che tradizionalmente, con una certa monotonia, se ne occupava<sup>9</sup>. L'aspetto finanziario della lotteria era stato curato dalla *Sword Blade* la quale, scavalcando il suo oggetto sociale, aveva l'aspirazione di operare come una banca (nonostante il monopolio formale che la Corona aveva attribuito alla Banca d'Inghilterra).

Forti del successo della lotteria, il cancelliere Harley e John Blunt, assieme a George Carswall, un mercante, finanziere ed agente di cambio, si erano posti ad elaborare un "progetto ancor più spettacolare". Si trattava di uno "schema" (*scheme*) per risolvere il problema del debito pubblico, basato sulla fondazione di una nuova società, la *South Sea Company*, nelle cui azioni il debito stesso sarebbe stato convertito. In altri termini, si prevedeva la conversione forzata di una cospicua parte del debito pubblico in azioni di questa società, alla quale sarebbe stato attribuito il monopolio per i commerci con i "Mari del Sud", espressione con cui all'epoca si intendeva l'America Meridionale. Avendo la società acquisito il debito pubblico, è ad essa che ora il governo avrebbe pagato un interesse annuale fissato nel 6%, che avrebbe costituito una componente "certa" dei suoi guadagni. Con questo schema, i risparmiatori avrebbero avuto il vantaggio di convertire crediti di non certa realizzazione, in parte rappresentati da rendite non negoziabili, con azioni potenzialmente più redditizie e comunque vendibili a loro piacimento; il vantaggio per lo Stato era evidentemente quello di liberarsi di obblighi "certi" verso i cittadini in cambio del favore concesso ad una società formalmente privata<sup>10</sup>.

La *South Sea Company*, fondata nel mese di gennaio 1711, ottenne la *charter* d'incorporazione il 10 settembre, ma già da maggio Harley era stato premiato col titolo di conte di Oxford; la conversione era prevista in cinque fasi, la prima delle quali riservata a 200 grandi investitori, fra i quali lo stesso Harley, che fu anche nominato governatore della società<sup>11</sup>. Blunt era uno degli amministratori più in vista ed altri quattro erano come lui amministratori *anche* della *Sword Blade Company*, la quale, per le sue

<sup>9</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 51.

<sup>10</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge-New York-Melbourne, 1990, rist. 1993, 91 (si è preferito qui fare riferimento a quest'opera, benché più datata, rispetto a *Storia della finanza internazionale. Dalle origini a oggi*, Bologna, 2017 (trad. it. di *A Coincise History of International Finance. From Babylon to Bernanke*, 2015), nella quale l'eccessiva sinteticità del discorso nuoce alla chiarezza; H.J. PAUL, *op. cit.*, 2. Occorre inoltre considerare che una parte del debito pubblico era costituito da debito irredimibile, particolarmente oneroso poiché non vi era modo per l'erario di riscattarlo (*ivi*, 3; R. HARRIS, *The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization*, in *Journ. of Economic History*, vol. 54, 1994, 618). NEAL (*The rise*, cit., 92-94) chiarisce che questi debiti detti "irredimibili" erano rendite della durata della vita del beneficiario e non erano riscattabili senza il suo consenso; riguardo alla cedibilità, sia queste rendite "lunghe" che le altre a termine non erano propriamente incedibili, ma lo erano solo integralmente e non parzialmente, il che rendeva la cedibilità estremamente difficoltosa. Due Autori recenti si sono domandati perché gli investitori avrebbero dovuto preferire lo scambio di un rendimento certo con uno aleatorio (W. QUINN-J.D. TURNER, *Boom and Bust. A Global History of Financial Bubbles*, Cambridge, 2020, 6<sup>a</sup> rist. 2021, 24 s.). La risposta che si sono dati, oltre al profilo della maggiore negoziabilità, fa leva sul fatto che, come dimostrato anche dal parallelo fenomeno dello schema di Law in Francia, l'aspettativa di alti guadagni, o in altre parole l'avidità di profitto, può indurre a scelte non motivabili razionalmente.

<sup>11</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 57. Coloro che erano a conoscenza preventivamente del piano poterono acquistare sul mercato titoli di debito svalutati da convertire poi in azioni, in modo da iniziare a guadagnarci ancor prima che l'annuncio venisse dato.

già menzionate ambizioni creditizie, avrebbe operato come banca di fiducia della *South Sea*. La prima operazione di conversione ebbe successo<sup>12</sup>.

Anche per il futuro, inoltre, le attese di guadagno erano, o almeno erano presentate, come molto forti: l'Inghilterra guardava con avidità all'America Meridionale, sperando di strapparla alla Spagna: oltre ad essere più accessibile dell'India, avrebbe pagato le merci con lingotti di metallo prezioso anziché con (pur preziose) spezie<sup>13</sup>.

Tuttavia, i timori che una completa vittoria avrebbe avvantaggiato più l'Austria che se stessa, spinse l'Inghilterra a cercare una conclusione negoziata della guerra: nel 1713 fu firmato il Trattato di Utrecht, che concesse agli Inglesi Gibilterra e Minorca. Per quanto più strettamente ci interessa, concesse loro anche il monopolio del commercio degli schiavi verso il Sud America, il cosiddetto *Asiento*, che in precedenza era stato dato a consorzi d'affari italiani, poi portoghesi, e successivamente alla compagnia francese della Guinea<sup>14</sup>. La regina, titolare del beneficio, lo girò immediatamente alla *South Sea Company*<sup>15</sup>. Oltre all'*Asiento*, il trattato permetteva all'Inghilterra di inviare ogni anno in Sudamerica una nave da 500 tonnellate di merci da vendere (cosiddetto *Navío de permiso*); su questo beneficio, più ancora che sulla tratta degli schiavi, si contava per lauti guadagni.

Alla morte della regina Anna, nel 1714, le succedette Giorgio I e il figlio di questi, Giorgio Augusto, fu fatto Principe di Galles<sup>16</sup>; l'anno seguente, in seguito alla vittoria elettorale del partito Whig, venne nominato Governatore della *South Sea Company* il giovane principe. Non avendo il precedente governo onorato l'obbligo del pagamento dell'interesse annuale, il nuovo consentì "in sostituzione" alla società di emettere nuove azioni per l'importo corrispondente. Gli azionisti aumentarono a 3000, il maggior numero fra tutte le società britanniche<sup>17</sup>.

Nel 1718, in seguito ad un nuovo mutamento politico seguito alle elezioni amministrative, il titolo di Governatore della *South Sea* fu assegnato addirittura al re, Giorgio I. Si trattava di una carica prevalentemente onorifica, ma alla base vi era anche il fatto che sia il re, sia il principe detenevano significative partecipazioni nella compagnia<sup>18</sup>. Una nuova guerra scoppiata con la Spagna nello stesso anno mise in crisi tutte le attività della società in America del Sud. In definitiva, non furono queste attività che resero

---

<sup>12</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 91.

<sup>13</sup> *Ivi*, 46.

<sup>14</sup> *Ivi*, 47. In base al vecchio Trattato di Tordesillas, che sotto l'egida del Papa aveva diviso il mondo in due sfere d'influenza, una dei Portoghesi, l'altra degli Spagnoli, questi ultimi non potevano recarsi in Africa a procurarsi direttamente gli schiavi.

<sup>15</sup> Nel 25 anni della sua attività di commercio di schiavi (dal 1714 al 1739), la *South Sea Company* transporterà 34.000 persone, con un tasso di mortalità del viaggio che è stato calcolato nell'11% (H.J. PAUL, *The South Sea Company's Slaving Activities, Discussion Paper* dell'Università di Southampton, s.d., 3 s., reperibile all'indirizzo [www.southampton.ac.uk/economicsresearchdiscussion\\_papers](http://www.southampton.ac.uk/economicsresearchdiscussion_papers)).

<sup>16</sup> In base all'*Act of Settlement* del 1701 (con cui si proibiva che un cattolico potesse diventare re d'Inghilterra), il trono sarebbe spettato, in quanto protestante, a Sofia del Palatinato, la quale tuttavia era morta due mesi prima della stessa Anna; perciò a succedere fu il figlio di Sofia, Giorgio I di Hannover, nato in Germania e a tutti gli effetti appartenente a tale cultura. Un tedesco, grazie al fatto di essere protestante, salì sul trono d'Inghilterra. Egli cercherà di tornare nella sua patria d'origine appena gli fosse possibile ed è noto che vi trascorse durante il suo regno circa un quinto del tempo.

<sup>17</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 68.

<sup>18</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 73 s.

molti guadagni alla società, quanto gli schemi di conversione<sup>19</sup>.

L'anno seguente, il 1719, se ne realizzò uno nuovo, su base volontaria: le rendite spettanti ai vincitori di una lotteria del 1710 sarebbero state convertite in azioni della *South Sea*; nuovamente il governo si impegnava a versare alla società un interesse fisso annuo per compensarla dell'onere che si accollava. Anche questo progetto fu un successo e furono convertiti i due terzi di quelle rendite.

Il valore delle azioni della compagnia continuava a salire e perciò si pensò di ripetere il progetto nel 1720. L'obiettivo ambizioso era quello di convertire la maggior parte del residuo debito pubblico del Paese, che ammontava a circa 50 milioni di sterline. In parlamento vi fu qualche esitazione a dare l'approvazione, e vi fu chi propose di mettere in concorrenza col progetto la Banca d'Inghilterra, per vedere se la sua proposta di scambio non fosse più vantaggiosa; ma la *South Sea* migliorò la sua offerta ed ottenne l'approvazione, determinando un'immediata caduta delle azioni della Banca d'Inghilterra<sup>20</sup>.

Accadde tuttavia un fatto non benaugurato: la compagnia non pagò il suo dividendo del Natale 1719, annunciando il suo differimento di 12 mesi. Nel contempo, però, iniziò a vendere proprie azioni (della futura emissione) al prezzo attuale e a personaggi qualificati: amministratori della società, alcuni deputati, «l'amante [tedesca e di lunghissima data] di Giorgio I, la neonata Duchessa di Kendal, le sue due nipoti (in realtà le sue figlie avute dal re) e la sua patrona, la Contessa von Platen»<sup>21</sup>. Non erano azioni, poiché l'emissione non era ancora stata effettuata, ma opzioni all'acquisto di azioni. Oggi le chiameremmo contratti derivati, nella specie di opzioni del tipo *call*.

È presumibilmente proprio a questi contratti concessi ad "amici" e reali che Shea fa riferimento nel suo scritto in cui per primo mette a fuoco l'esistenza di derivati nell'affare *South Sea* del 1720<sup>22</sup> (l'Autore non indulge a dettagli di tipo sociologico, ma mantiene il suo discorso ad un livello puramente tecnico). Da economista, egli elabora in questo scritto una teoria del prezzo di queste "*subscription shares*", che egli chiarisce essere opzioni *call*; non si tenterà qui nemmeno di riassumere tali risultati matematici, ma ci si accontenta di aver segnalato, a chi sia interessato al tema, come i derivati abbiano una storia più risalente di quanto non ci si sarebbe potuti aspettare.

Il prezzo delle azioni della *South Sea*, che nel gennaio 1720 era di 128 punti (per omogeneità col grafico, i valori dei titoli sono espressi in percentuale del valore nominale, *Percentage of Par Value*), salì man mano sull'onda delle voci del nuovo aumento di capitale e lo fece ancor più quando il piano ottenne l'approvazione parlamentare nel mese di aprile.

La società faceva di tutto per incoraggiare tale crescita, ed è a questo punto che entra in gioco quella legge che in seguito fu chiamata "*Bubble Act*".

<sup>19</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 92.

<sup>20</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 112 ss. Neal fa notare che «la concorrenza della *Bank of England* aveva costretto la *South Sea* ad impegnarsi ben oltre la sua offerta iniziale, ad un livello che solo i suoi calcoli più ottimistici, su ciò che il mercato avrebbe potuto sopportare, potevano giustificare» (L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 99).

<sup>21</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 115. Eloquente la giustificazione che Carswell (in certi punti davvero giornalistico nell'espone i dettagli della faccenda) riferisce per queste elargizioni: «*the gratification and acquisition of 'friends'*»; (...) «*Craggs (...) thought (...) that it would be an advantage for the Company to have friends in the Royal Family*».

<sup>22</sup> G.S. SHEA, *Understanding financial derivatives during the South Sea Bubble: the case of the South Sea subscription shares*, *Oxford Economic Papers* 59, 2007, 173 ss.

3. *Il Bubble Act.* – In quell’epoca l’investimento azionario era una (relativa) novità. Un po’ come avviene oggi per le cosiddette “monete virtuali”, non solo i professionisti, ma anche le persone comuni intravedevano la possibilità di fare soldi rapidamente. A Londra le azioni si scambiavano prevalentemente nelle *coffeehouses* di *Exchange Alley* (una strada tuttora esistente)<sup>23</sup>, ma erano vendute perfino da strilloni ambulanti. Il ruolo dei caffè è importante nella nascita dei mercati finanziari: a Bruges quello della famiglia Van der Buerse (secondo alcuni di origine italiana) era il più importante e i titolari vi offrivano (oltre che cibi e bevande) consigli di natura finanziaria. Da ciò si ritiene sia nato il termine “borsa” e nel centro della città il relativo palazzo (oggi di proprietà di una banca) è perfettamente conservato e visibile<sup>24</sup>.

Alla frequente scarsa professionalità degli acquirenti corrispondeva, sul versante opposto, un altrettanto variabile affidabilità degli emittenti: società azionarie venivano fondate assai alla leggera e con oggetti sociali talvolta singolari: si va dal commercio di capelli (non “cappelli”), al “miglioramento e commercio del prodotto veramente nazionale del guado”, dall’importazione di manici di scopa dalla Germania alla “fondazione di un insediamento su un fiume desolato a più di settanta miglia a monte del continente principale di Acadia” (con ciò alludendosi a Montréal)<sup>25</sup>. Altri autori ricordano come oggetti sociali strampalati l’acquisto delle torbiere irlandesi o la costruzione di un fucile che sparava palle quadrate<sup>26</sup>. La Paul obietta che Carswell non ha trovato prove per il caso più estremo, l’esistenza di una società che si riproponeva di realizzare “un progetto che verrà rivelato in seguito”<sup>27</sup>, ma si deve riconoscere che è lo stesso Carswell a fare questa ammissione, aggiungendo però che forse l’origine di questa diceria o leggenda sta nella (altrettanto strana) “proposta di raccogliere sei milioni di sterline per portare avanti un progetto di vantaggio più generale e di profitto più certo di qualsiasi impresa finora messa in atto”, perfettamente documentata, in quanto scritta sul *Daily Post*<sup>28</sup>.

Queste poco affidabili società erano chiamate “*Bubble Companies*” (società-bolla), alludendo alla loro precarietà, e non erano incorporate, cioè non possedevano la *charter* governativa di incorporazione; è discusso oggi se le loro azioni facessero una reale e significativa concorrenza alle società maggiori (incorporate), ma probabilmente questa concorrenza era percepita e fastidiosa. La mancata incorporazione poteva essere sgradita anche all’erario, poiché le *charters* erano rilasciate a pagamento.

Nel giugno del 1720 il parlamento approva una legge la cui denominazione per esteso è «*Una legge per garantire una migliore sicurezza di determinati poteri e privilegi, destinata ad essere concessa da Sua Maestà attraverso Due Charter, per l’assicurazione di navi e merci in mare e per prestare denaro “a Bottomry”; e per frenare diverse pratiche stravaganti e ingiustificabili ivi menzionate*»<sup>29</sup>. Come si vede, l’oggetto

<sup>23</sup> H.J. PAUL, *The “South Sea Bubble”*, cit., 11. Pur se realizzato un secolo dopo, è estremamente eloquente il quadro di Edward Matthew Ward *The South Sea Bubble, a Scene in ‘Change Alley in 1720*, custodito alla Tate Gallery (visibile su <https://www.tate.org.uk/art/artworks/ward-the-south-sea-bubble-a-scene-in-change-alley-in-1720-n00432>).

<sup>24</sup> Si v. la pagina web <http://www.belgiumview.com/belgiumview/tl3/view0001212.php4>.

<sup>25</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 156.

<sup>26</sup> E. CASTELOW, *The South Sea Bubble*, reperibile sul sito [www.historic-uk.com](http://www.historic-uk.com).

<sup>27</sup> H.J. PAUL, *The “South Sea Bubble”*, cit., 21.

<sup>28</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

<sup>29</sup> «*An Act for better securing certain Powers and Privileges, intended to be granted by His Majesty by*

principale della legge è la costituzione di due compagnie di assicurazione marittima, la Royal Exchange Assurance e la London Assurance e, come è stato scritto, «solo l'ultima parte del titolo si riferisce, e solo implicitamente, ai fenomeni a cui [generalmente] si presume sia diretta la legge: bolle e speculazioni. Il termine "*Bubble Act*" si trova raramente nelle fonti del XVIII secolo e il soprannome divenne popolare solo all'inizio del XIX secolo»<sup>30</sup>. Dei 29 articoli della legge, soltanto sei si riferiscono alle "*bubble companies*" e stabiliscono che tutte le imprese che si comportano come enti personificati, emettono azioni per raccogliere capitali o le trasferiscono senza possedere una carta di autorizzazione governativa devono essere considerate illegali e nulle. Si faceva salva la libera costituibilità delle *partnerships* (società di persone).

Questo provvedimento (o meglio questa parte del provvedimento) sembrava perciò diretto a porre fine al fenomeno delle piccole società azionarie prive di *charter* d'incorporazione<sup>31</sup>.

Il medesimo termine, *bubble* (bolla), può dunque riferirsi tanto alle società-bolla, quanto alla "bolla" speculativa generatasi – e poi esplosa – in merito alle azioni della South Sea: ciò ha generato l'equivoco per cui, soprattutto in tempi meno recenti e in sedi meno tecniche, si è ritenuto che la legge di cui si discute si indirizzasse non alle prime ma alla seconda, onde tentare di rimettere ordine nel mercato.

È stato invece ribadito che il *Bubble Act* interviene *prima* dello scoppio della bolla speculativa della *South Sea* (che si verificherà a partire da agosto) e non mira affatto a porre rimedio a quel particolare evento. Esso, anzi, contribuisce in un certo senso al crack, in quanto, facendo sparire la concorrenza per la *South Sea* come per le altre società incorporate, induce un (ulteriore) aumento del valore delle loro azioni, nel caso della *South Sea* già "gonfiato"<sup>32</sup>.

Ci si può domandare allora quale fosse, al di là dell'apparenza, il vero scopo che stava dietro l'emanazione del provvedimento (ovvero dei sei articoli cui si fa riferimento); in altri termini, perché il legislatore avrebbe effettuato questa "stretta" sulle piccole società speculative e perché proprio in quel momento? Gli studiosi giungono oggi alla conclusione che esso mirasse a rafforzare la posizione della *South Sea*<sup>33</sup>.

Una diversa tesi, per cui la legge avrebbe puntato ad aumentare le entrate per la Corona, è stata confutata osservando che gli introiti derivanti dalla concessione di *charters* alle piccole società (ammesso che queste, dopo l'*Act*, avessero deciso di regolarizzarsi e non fossero invece sprofondate nell'anonimato) avrebbero rappresentato una componente minima dei proventi governativi, in grandissima parte fondati sulle impo-

---

*Two Charters, for Assurance of Ships and Merchandize at Sea, and for lending Money upon Bottomry; and for restraining several extravagant and unwarrantable Practices therein mentioned*. Il prestito "a Bottomry", dimenticato negli scritti degli storici italiani, altro non è che la moderna versione dei prestiti marittimi, arricchita di qualche variabile; il nome allude al fatto che la garanzia del prestito è la chiglia (fondo) della nave (*bottom*); su questo contratto alcune informazioni ora in G. MIGNONE. *Le regole dei mercanti. Introduzione al diritto commerciale*, Torino, 2022, cap. 3°, par. 6.

<sup>30</sup> R. HARRIS, *The Bubble Act*, cit., 613 s.

<sup>31</sup> Limite a cui la prassi "rispose" ricorrendo ampiamente all'istituto del *trust*, come rileva A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, cit., 193 s.

<sup>32</sup> *Ivi*, 613, 619, 624. Lo scrittore avanza anche l'ipotesi che l'equivoco per cui la legge sarebbe stata posteriore al crack «potrebbe aver avuto origine da un uso incoerente del vecchio e del nuovo calendario inglese» (*ivi*, 618).

<sup>33</sup> È la tesi adombrata da Carswell e poi dimostrata con argomentazioni da Harris 35 anni dopo.

ste ed entrate varie provenienti dalle grandi società, in particolare le tre “*monied companies*”: *East India Company*, *Bank of England* e *South Sea Company*<sup>34</sup>.

L'opinione, invece, per cui la legge faceva parte di una strategia complessiva volta a rafforzare la posizione della *South Sea* riceve vari suffragi.

In primo luogo, è attestato da un pamphlet attribuito allo stesso Blunt che l'organo direttivo della società credeva – a torto o a ragione – che il commercio di azioni delle *bubble companies* danneggiasse la *South Sea*: di conseguenza, dato che alcuni amministratori erano anche membri del parlamento, li si incaricò di seguire e promuovere il disegno di legge; lo stesso presidente della commissione che redigeva quest'ultimo era legato alla società<sup>35</sup>. Carswell scrive che «l'effetto [del *Bubble Act*] era tutto ciò che Blunt avrebbe potuto desiderare»<sup>36</sup>.

Se non erano direttamente amministratori della *South Sea*, molti altri parlamentari avevano interessi nella società: 578 di loro (fra le due camere) avevano partecipazioni in essa, nove ministri avevano preso parte alle sue sottoscrizioni e risulta che la società abbia offerto più di 500.000 sterline delle sue azioni a condizioni favorevoli a personaggi importanti, onde ottenere il loro sostegno (senza tuttavia annotare ciò nei suoi libri); si è visto inoltre come anche membri di primo piano della Casa Reale fossero cointeressati<sup>37</sup>.

Quando, dopo lo scoppio della bolla, fiorì un'ampia letteratura di pamphlets su di essa, in questi scritti non si faceva particolare riferimento alle piccole società-bolla, ma le frecciate si incentravano sugli intrecci di interessi fra politica e *South Sea Company*<sup>38</sup>. Non si tratta in questo caso di fonti autorevoli, ma è chiaro che la vicinanza agli eventi e alle relative informazioni rende queste testimonianze genuine e perciò importanti.

Il fatto forse più significativo è che dopo l'approvazione dell'*Act* le azioni della *South Sea* ricevettero un'ulteriore spinta al rialzo.

La stampa (non diversamente da oggi) fece la sua parte: già subito prima dell'*Act* «storie incoraggianti sulle concessioni americane della società e sugli enormi guadagni di fortunati investitori fecero un'apparizione tempestiva sui giornali»<sup>39</sup>. Dopo l'approvazione un quotidiano scrisse che, col *Bubble Act*, «i mercanti dei Mari del Sud hanno preso possesso del campo dei *Bubblers*»<sup>40</sup>.

La progressiva, prorompente salita del prezzo delle azioni in quella primavera provocò, per i guadagni realizzati o anche solo attesi, un incremento generale delle spese di lusso: a Londra si organizzarono feste dispendiose e spettacoli straordinari, si acquistarono o prenotarono immobili prestigiosi; gli affitti schizzarono alle stelle; l'annuale festa per il compleanno del re, a fine maggio, fu particolarmente sfarzosa e costosa: la sua amante, duchessa di Kendal, indossava gioielli per un valore di 5000 sterline e gli

<sup>34</sup> R. HARRIS, *op. cit.*, 620.

<sup>35</sup> *Ivi*, 615.

<sup>36</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 157.

<sup>37</sup> R. HARRIS, *op. cit.*, 616.

<sup>38</sup> *Ivi*, 617.

<sup>39</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 153. Quinn e Turner sono meno pessimisti circa la malafede della stampa e ritengono che potè trattarsi, almeno in parte, di una non precisa comprensione dello schema da parte di giornalisti non ancora esperti di finanza: «in assenza di analisti finanziari affermati, gli investitori disinformati non erano sicuri di quale valutazione fosse corretta» (W. QUINN-J.D. TURNER, *Boom and Bust*, cit., 26 s.).

<sup>40</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 157.

amministratori della *South Sea* «fecero un'apparizione di gala ed ebbero molta più corte per loro che i ministri stessi»<sup>41</sup>.

L'11 giugno il re diede il suo assenso al *Bubble Act* e le motivazioni che emergono dal suo discorso conclusivo mostrano chiaramente come la legge fosse il coronamento (e qui il vocabolo è usato quasi in senso letterale) del progetto di liberazione dal debito basato sulla *South Sea*; se vi fosse stato bisogno di un'ulteriore conferma, lo stesso giorno nominò baronetti Blunt e Chapman (un altro amministratore della società)<sup>42</sup>. «I trombettieri della città e i tamburini sfilarono in onore dei due nuovi baronetti fuori dalle loro case»<sup>43</sup>. Si progettava di chiamare una piazza «*South Sea Square*»<sup>44</sup>.

Le cose sembravano non poter andare meglio per la *South Sea Company* e per i suoi «amici».

4. *Lo scoppio della bolla.* – Qualche segnale tuttavia, a volerlo cogliere, già si stava manifestando: il 15 giugno a *South Sea House*, la prestigiosa sede della società dove Blunt «teneva la corte» in un salone di ricevimento incredibilmente affollato, si presentò un giovane, figlio del parlamentare Bankes (quale coincidenza nel nome!), con una *promissory note* che gli dava diritto, a fronte di un valore iniziale di 1000 sterline in azioni, a riceverne ora per £ 4000. Blunt, indaffaratissimo, vergò con stizza un suo impegno di pagamento per il cassiere Knight e mandò il giovane Bankes da costui, al primo piano. Un perplesso Knight iniziò a contare e versò in contanti 4000 sterline<sup>45</sup>.

Così sono le bolle: chi riesce ad incassare «prima» dello scoppio guadagna il massimo senza risentirne affatto<sup>46</sup>.

Il crollo fu «provocato da una combinazione di fattori economici complessi: un mercato monetario eccessivamente esteso, una stretta creditizia e drenaggi esterni di capitali dei Paesi Bassi, per citarne alcuni, insieme al comportamento nervoso di investitori inesperti»<sup>47</sup>. Fra i testi esaminati, l'analisi più puntuale delle motivazioni dello scoppio è quella di Neal, il quale fa notare che questa terza operazione era divisa in tre fasi di sottoscrizione, la prima il 14 aprile, la seconda il 29 dello stesso mese e la terza il 17 giugno; in occasione della seconda si accettò un pagamento fra un decimo e un quinto del capitale sottoscritto, con dilazione fino a tre anni per il saldo; come in un manuale di diritto commerciale eseguito al contrario, in occasione della terza la società fece prestiti per l'acquisto delle proprie azioni, fino all'enorme im-

<sup>41</sup> *Ivi*, 154, 159.

<sup>42</sup> «Le buone basi con cui voi avete preparato questa sessione per il pagamento del debito nazionale e l'estinzione di gran parte di esso, senza la minima violazione della fede pubblica, spero rafforzerà sempre di più l'unione che desidero vedere tra tutti i miei sudditi; e rendere la nostra amicizia ancora più preziosa di fronte a tutte le potenze straniere» (*ivi*, 618; traduzione nostra, come tutte le altre, anche da Carswell).

<sup>43</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 157 s.

<sup>44</sup> *Ivi*, 158.

<sup>45</sup> *Ibidem*.

<sup>46</sup> Per tale ragione la Paul argomenta che tutti coloro che incassarono in questo modo sono stati opportunamente zitti, mentre hanno gridato solo coloro che ci rimisero: ciò non consentirebbe di avere un'idea esatta di quanto il crack sia stato dannoso (H.J. PAUL, *The "South Sea Bubble"*, cit., 19).

<sup>47</sup> R. HARRIS, *op. cit.*, 624. Anche H.J. PAUL (*op. ult. cit.*, 10) ritiene che afflussi di denaro speculativo dall'Olanda abbia contribuito a «gonfiare la bolla» e ritiene, sulla scorta di Neal, che ne sia arrivato anche dalla Francia (*ivi*, 9).



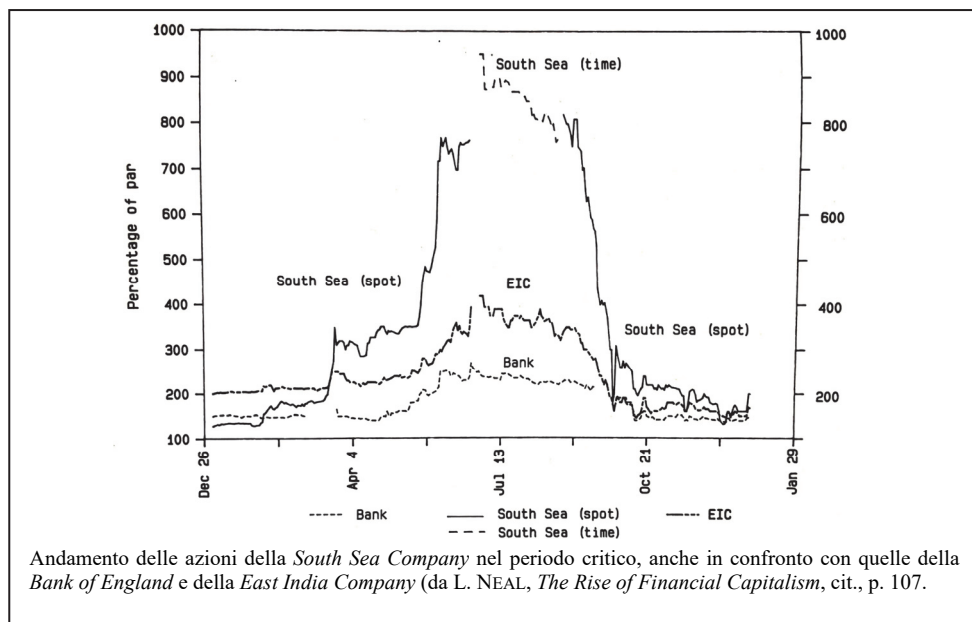
porto di quasi un milione di sterline. Secondo Neal, fu questa terza sottoscrizione a rivelarsi un errore<sup>48</sup>.

Molti acquistarono sulla parola, senza avere denaro, contando di rivendere prima che fosse loro richiesto il saldo.

Neal ritiene che a contribuire al disastro fu anche l'andamento dei cambi fra Londra e Amsterdam: egli ha osservato pericolose oscillazioni del tasso in questi mesi cruciali, con improvvise cadute del valore della sterlina, tali da determinare una stretta creditizia, assai pericolosa per chi in quel momento stia vendendo a debito. Egli ha inoltre osservato che la Banca d'Inghilterra contribuì a questa stretta, richiedendo proprio in quell'estate pagamenti che le erano dovuti da parte della *Sword Blade*, la sua rivale non legittima<sup>49</sup>. Ciò sembra dare l'impressione che la *Bank* non fu del tutto estranea al crollo della *South Sea*, anzi, che forse quest'ultima fu vittima della sua avidità unita ad una trappola ben congegnata.

Il titolo, che a fine maggio era quotato 550 punti percentuali sul valore nominale, salì a 890 a giugno dopo l'approvazione del *Bubble Act*; iniziarono di conseguenza le vendite, ma la società riuscì inizialmente a sostenere la quotazione mediante acquisti. Ai primi di agosto tuttavia il prezzo raggiunse quota 1000 e arginare la situazione diventò impossibile. Si innescò il cosiddetto "comportamento del gregge".

Come si può notare dal grafico, più eloquente di molte parole, la caduta fu quasi verticale. A fine settembre il valore era intorno a 150 e prima della fine dell'anno, dopo qualche leggera oscillazione, scese ulteriormente fino a valori intorno a 100.



<sup>48</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 100 ss.

<sup>49</sup> *Ivi*, 104 e 106.

Il grafico mostra come anche i titoli delle altre *monied Companies* abbiano risentito, sia positivamente che negativamente, dello sbalzo.

Sulle conseguenze immediate del crollo gli autori più recenti tendono a glissare; la ragione potrebbe chiarirsi nel paragrafo che segue. Carswell, sempre molto citato, viene a questo punto abbandonato, mentre è proprio lui che svolge utili e – a quanto sembra – equilibrate considerazioni ed è solo a lui che possiamo quindi affidarci.

Effettivamente a rimetterci furono principalmente gli speculatori, cioè coloro che si erano provvisoriamente arricchiti e che ora si trovavano a tornare bruscamente nei ranghi. Il fatto è che però il sistema del credito è – ed era già allora – interconnesso e la grave crisi che si determinò fu una *crisi del credito*, che riguardò quindi tutto il Paese, ed oltre. «La confusione economica degli ultimi tre mesi del 1720 forse non ha paralleli nella storia dell’Inghilterra. Un groviglio di crediti in rovina si stendeva sul Paese come un’immensa pianta di fagioli troppo cresciuta e avvizzita. L’intero sistema del credito che era andato via via sviluppandosi con l’economia in espansione della metà del secolo precedente era improvvisamente crollato»<sup>50</sup>.

Come l’Autore, con grande sensibilità storico-economica, rileva, a quell’epoca «non esisteva una grammatica accettata della carta negoziabile. Azioni, obbligazioni, banconote, cambiali, ricevute: tutto partecipava al pool generale di valuta cartacea che aveva subito un’espansione incontrollata durante il boom e che ora poteva essere negoziato solo con difficoltà, se ancora lo poteva»<sup>51</sup>. In Francia, John Law, uno scozzese riparato in quel Paese dopo una condanna per omicidio in seguito ad un duello, stava giocando una partita analoga a quella inglese, più fondata però sulla banconota, nel tentativo di sostituire *completamente* la moneta metallica; anche per lui, di lì a poco, le cose si sarebbero messe molto male<sup>52</sup>.

Fra coloro che scrissero pamphlet critici dopo il crack, andò vicino alla soluzione l’anziano Sir Mackworth, il quale affermò che «ciò che serviva era una valuta cartacea sostenuta dal governo “troppo difficile per essere contraffatta”, che per legge avrebbe avuto lo stesso status della moneta metallica»<sup>53</sup>.

Da un lato Carswell invita a prendere “con riserva” il pianto greco di speculatori andati in rovina (in particolare legati alla *Sword Blade Company*, che seguiva il tracollo della *South Sea*), i quali, come prima si accennava, disegnavano il quadro generale con le tinte drammatiche che caratterizzavano la loro particolare situazione; dall’altro però «lo shock fu sentito da ogni famiglia di qualsiasi importanza in Inghilterra». Il duca di Portland, che era un uomo ricchissimo, si ridusse a chiedere un governatorato nelle colonie e gli fu assegnata la Giamaica; lo stesso fece Lord Irvine, che ebbe l’isola di Barbados ma morì prima di partire; il suo sostituto, anch’egli ex speculatore, affogò nel naufragio della nave che avrebbe dovuto condurvelo. La nobiltà scozzese generalmente intesa, assai incline all’azzardo, subì un tracollo che secondo Carswell potrebbe essere

<sup>50</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 191. «Una stima del credito che, come disse un contemporaneo, era oramai diventato “un semplice pezzo di carta straccia (...)” dava i due terzi dell’intero credito del Paese» (*ivi*, 192).

<sup>51</sup> *Ibidem* (corsivo aggiunto).

<sup>52</sup> Un’esposizione – a quanto sembra – più efficace di altre della vicenda di John Law è in L. FANTACCI, *La moneta. Storia di un’istituzione mancata*, Venezia, 2005, 243 ss.

<sup>53</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 193.

alla base della sua successiva scarsa influenza «sulla politica a sud del confine»<sup>54</sup>.

Una grave crisi dei ceti abbienti non può non ripercuotersi su quelli popolari: le commesse praticamente cessarono in tutti i settori artigianali e in particolare in quelli legati al lusso (sartoria, orologi, stoviglie, veicoli), che impiegavano una vasta manodopera. Si fermarono la cantieristica navale e l'edilizia. Si temevano rivolte per disoccupazione e scarsità di cibo e a far paura era anche una *revanche* del giacobinismo, di quel movimento cioè che propugnava il ritorno degli Stuart sul trono di Inghilterra e Scozia<sup>55</sup>. Probabilmente fu soprattutto questo timore a spingere il governo a cercare i rimedi cui si accennerà.

Nelle campagne, molti contratti di acquisto di terre non poterono essere onorati, con perdita di chi vendeva, e diventò sempre più difficile riscuotere gli affitti. Fu coinvolta anche l'Università: diversi college di Oxford e Cambridge avevano investito nella *South Sea*; «la figlia del rettore di Exeter perse le 1.200 sterline che il padre le aveva lasciato e dovette diventare governante». Sembra che lo stesso Isaac Newton, dopo essere uscito dal mercato, vi fosse poi rientrato perdendo 20.000 sterline, una cifra corrispondente a 2.300.000 sterline attuali<sup>56</sup>.

Per la rabbia dovuta alle loro perdite, alcuni abitanti di Amsterdam assaltarono e diedero alle fiamme il caffè inglese di Moses Haasverberg, dove erano soliti incontrarsi gli uomini d'affari britannici<sup>57</sup>. Ciò non fu solo per la perdita di investimenti fatti in Inghilterra: anche il mercato olandese, benché ciò sia ricordato da pochi, subì un crollo, benché meno marcato<sup>58</sup>.

Come se non bastasse, un'epidemia di vaiolo si stava estendendo sul continente, provenendo dal sud della Francia; si diceva che a Marsiglia fossero morte 30.000 persone: «i regolamenti di quarantena estrema che tutti i Paesi ora imponevano erano diretti in particolare contro la navigazione mercantile e le merci presumibilmente infestate dalla peste. In ottobre ventidue navi furono bloccate dalle autorità britanniche nei Downs, con divieto di scarico»<sup>59</sup>.

5. *Conclusioni*. – «In poco più di quindici giorni [Blunt] era passato dall'essere l'uomo più corteggiato al più disprezzato e odiato di Londra»<sup>60</sup>.

Anche per la ragione precedentemente accennata (timore di disordini e di attacchi dei sostenitori degli Stuart), si ritenne in alto loco di prendere provvedimenti volti al salvataggio della situazione (diversamente in Francia, quasi in contemporanea, il "si-

<sup>54</sup> *Ivi*, 195-196.

<sup>55</sup> *Ivi*, 197 s.; W. QUINN-J.D. TURNER, *Boom and Bust*, cit., 27.

<sup>56</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 198 s. La Paul sostiene che non vi sono chiare prove di questa perdita di Newton (H.J. PAUL, *The "South Sea Bubble"*, cit., 21); forse egli non pronunciò veramente la frase faticosa che gli viene attribuita («Posso calcolare il movimento delle stelle, ma non la follia degli uomini»), tuttavia è difficile che una simile storia sia stata inventata di sana pianta; se egli perse una cifra non troppo lontana da quella indicata, potrebbe semmai aver detto qualcosa di peggio. Che egli fosse fra gli azionisti della società fin dal 1714 risulta dall'elenco dei soci menzionato da Carswell a pag. 68 in nota.

<sup>57</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 199.

<sup>58</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 79; W. QUINN-J.D. TURNER, *Boom and Bust*, cit., 29.

<sup>59</sup> J. CARSWELL, *op. cit.*, 200.

<sup>60</sup> *Ivi*, 182.

stema” di John Law sarebbe stato fatto naufragare e lui sarebbe stato costretto a riparare a Venezia).

La capacità economica per intervenire poteva essere soltanto delle altre due società “danarose”: la *East India Company* fece da mediatrice e la Banca d’Inghilterra divenne protagonista, nella persona del suo ex direttore (ma ancora considerato “guru” indiscusso) Sir Gilbert Heathcote<sup>61</sup>.

Già il 20 settembre, sotto la supervisione di Robert Walpole, esponente del partito Whigh, che si accingeva a prendere le redini politiche del Paese, fu messo a punto il cosiddetto “contratto bancario”, con cui la *Bank* metteva in gioco una parte rilevantissima del suo patrimonio per salvare la *South Sea*, le cui azioni peraltro sarebbero poi state divise fra essa e la *East India Company*. Sir Heathcote fu irremovibile su un solo punto: non si sarebbe mosso un dito per la *Sword Blade Company* (la concorrente “illegale” che aveva retto il gioco alla *South Sea*, anche e soprattutto quando questa era riuscita ad umiliare la *Bank* facendone scendere le azioni)<sup>62</sup>.

Fu successivamente avviata un’inchiesta (all’incirca come anche oggi accade), ad esito della quale gli amministratori della *South Sea* maggiormente coinvolti nel dissesto vennero condannati. Walpole tuttavia (all’incirca come anche oggi accade) «riuscì ad impedire che [essa] andasse troppo oltre e destabilizzasse il regime di Hannover. Permise ad un testimone chiave, Robert Knight [colui che contò 4000 sterline in contanti], di scappare»<sup>63</sup>.

La *South Sea Company* dunque sopravvisse, posta in diverse mani, e proseguì sia la sua attività rivolta al commercio di schiavi (fino al 1739), sia quella “parallela” di trattamento del debito pubblico. Fu infine sciolta nel 1853. La carica onorifica di Governatore spettò sempre al regnante di turno.

Ciò che ancora merita di essere posto in evidenza è come gli autori (relativamente) più recenti tendano a minimizzare l’impatto della *South Sea Bubble*.

Sono certamente condivisibili, alla luce di quanto riportato, le affermazioni riduttive riguardanti il *Bubble Act* in sé considerato, secondo le quali «gli effetti concreti dell[la sua] approvazione sul mercato azionario furono molto limitati. La frenesia speculativa cessò non a causa di esso, ma del crack. (...) Pertanto il *B.A.* non dovrebbe essere visto come un grande tentativo di regolamentare il mercato»<sup>64</sup>.

Assai meno lo sono invece quelle che tentano di ridurre la portata del crollo determinato dall’esplosione della bolla: secondo Harris, «il 1720 non fu un anno così disastroso nella storia inglese», come alcuni autori precedenti avevano sostenuto; sulla scorta di altri, si osserva come i fallimenti non sarebbero aumentati dopo la bolla e per la comunità imprenditoriale inglese essa non sarebbe stata una catastrofe; gli eventi del 1720 avrebbero dato inizio ad un’epoca di stabilità politica interna e di pace con l’esterno; il piano della *South Sea* sarebbe stato “dopotutto” eseguito con successo ad avrebbe risolto il problema impellente di abbassare l’entità degli interessi pagati per il debito pubblico; il trauma avrebbe condotto la finanza pubblica in una “nuova era” più

<sup>61</sup> *Ibidem*: «era considerato il cittadino più ricco d’Inghilterra ed era probabilmente l’uomo d’affari più esperto d’Europa».

<sup>62</sup> *Ivi*, 183 s. Peraltro i più scaltri amministratori della *Sword Blade* erano già corsi per tempo ai ripari, fondando una nuova società bancaria (una *good company*, diremmo oggi) e facendo confluire in essa una cospicua parte del capitale della banca destinata a fallire (*ivi*, 185).

<sup>63</sup> H.J. PAUL, *The “South Sea Bubble”*, cit., 17; J. CARSWELL, *op. cit.*, 207-225.

<sup>64</sup> R. HARRIS, *op. cit.*, 624.

efficiente, solida e meno corrotta da commistioni con interessi privati. Sulla linea in particolare di Neal, si afferma che la bolla avrebbe migliorato i collegamenti fra i mercati finanziari europei, soprattutto Londra e Amsterdam, e facilitato a lungo termine «l'emergere di un mercato finanziario internazionale integrato ed efficiente»<sup>65</sup>.

Gli fa eco la Paul: «ci sono poche prove che il Paese abbia affrontato difficoltà durature a causa della bolla», a differenza, secondo l'Autrice, di quanto capiterà in Francia per l'*affaire* di Law. Le persone che guadagnarono dalla bolla, e tacquero, potrebbero equivalere a quelle che vi persero. Si citano casi di investitori che ricavarono profitti, investendone poi una parte in istituzioni pubbliche come università e ospedali<sup>66</sup>.

Questo tipo di ragionamenti sconta un errore di prospettiva: è esperienza comune che gli eventi negativi, sia delle storie personali che della storia umana, se riguardati a distanza di tempo e con spirito avulso dalla contingenza, presentano assai spesso ricadute positive, soprattutto se a valutare non sono coloro che furono i diretti interessati. Così è noto che le guerre inducono sforzi intellettuali elevatissimi, che portano a sviluppi tecnologici accelerati: la seconda guerra mondiale, ad esempio, ha portato a scoperte, solo per indicare le più note, come il motore jet e il radar<sup>67</sup>. Le Nazioni perdenti (Italia, Germania, Giappone) si sono risollevate in pochissimi decenni, diventando rapidamente potenze economiche e democrazie stabili; nemmeno a dire delle vincenti. Possiamo allora sostenere che quella guerra, guardata in una prospettiva di lungo termine, ha prodotto un enorme balzo in avanti della tecnologia e reso il mondo più sicuro e più stabile?

Posto che si deve cercare in ogni modo di evitare le catastrofi<sup>68</sup>, una volta accadute dovrebbero essere valutate anzitutto con rispetto per coloro che ne furono vittime, indipendentemente dai vantaggi – contingenti – che possono aver prodotto per altri.

Già da quanto accennato in precedenza su Carswell, ma ancor più dal complesso del suo volume, emerge come egli, narrando diversi episodi concreti legati allo scoppio della bolla, assume talora un tono ironico, ma in generale non vi vede gran che di positivo. Lo stesso Neal a ben guardare, nel punto citato da Harris, fa una netta distinzione fra conseguenze a lungo e a breve termine: se sulle prime afferma effettivamente che le ricadute economiche negative furono minime e le tre nazioni coinvolte nella bolla ebbero in seguito un ventennio di espansione commerciale, sulle seconde (cioè sul breve termine) riconosce che gli effetti furono dirompenti (*disruptive*)<sup>69</sup>.

Dalle stesse pagine della Paul emerge quanta e quanto lunga eco la bolla della *South Sea* abbia suscitato nella cronaca, nella storia e nella cultura britanniche e non solo. Scrittori più e meno famosi dedicano ad essa loro opere: Jonathan Swift scrive una lunga ballata, intitolata "*A South Sea Ballad*"<sup>70</sup>; Charles Mackay (1812-1889) è autore

<sup>65</sup> *Ivi*, 625.

<sup>66</sup> H.J. PAUL, *The "South Sea Bubble"*, cit., 18 ss.

<sup>67</sup> Sul sito dell'Enciclopedia Britannica vi è una pagina con un filmato dedicato a tre invenzioni della *World War II*; altri siti molto seri come *history.com* hanno pagine dedicate a questo tema. Il tono di queste presentazioni è assai distaccato e neutrale, senza alcun compiacimento.

<sup>68</sup> Si usa questo termine nel significato scientifico di evento disordinato ed incontrollabile che consegue al raggiungimento di un punto apicale critico, dopo una crescita progressiva.

<sup>69</sup> L. NEAL, *The Rise of Financial Capitalism*, cit., 79.

<sup>70</sup> La quale così si conclude: «*Five hundred millions, notes and bonds, / Our stocks are worth in value; / But neither lie in goods, or lands, / Or money, let me tell you. / Yet, though our foreign trade is lost, / Of mighty wealth we vapour; / When all the riches that we boast / Consist in scraps of paper.*»

di un libro assai popolare in epoca vittoriana dal titolo “*Straordinarie delusioni popolari e follia delle folle*”, in cui ampio spazio è dedicato al nostro tema; ancora nel secolo scorso, l’attore e drammaturgo inglese Noël Coward realizza nel 1949 l’opera teatrale *South Sea Bubble*. Quest’ultima fa da sfondo a due romanzi ancor più recenti ed è diventata un modo di dire, una metafora, un «simbolo di follia e frode» negli ambienti finanziari e giornalistici contemporanei<sup>71</sup>. Aggiungiamo che John Gay, drammaturgo e poeta, scrive nel 1728 la *ballad opera* “*The Beggar’s Opera*”, ispirata ai fatti della *South Sea*; da una traduzione di questo lavoro Bertolt Brecht ricaverà nel 1928 la sua *Opera da tre soldi*, divenuta assai più famosa.

L’iconografia non è da meno: si è già ricordato il quadro di Ward; le rappresentazioni senz’altro più note sono tuttavia quelle del pittore e incisore londinese William Hogarth, il quale realizzò una stampa molto nota, intitolata “*Emblematical Print on the South Sea Scheme*”, raffigurante una piazza gremita di folla in cui ogni personaggio o azione sono simbolici<sup>72</sup>. Innumerevoli sono le vignette satiriche e le stampe di minor fama realizzate nell’immediatezza degli eventi e nel periodo di poco successivo.

Lo schema della *South Sea*, e parallelamente quello della Compagnia dell’Occidente o del Mississippi ideato in Francia da John Law, involgono complessi problemi di finanza pubblica. Dal punto di vista dei monetaristi, sempre importante, essi rappresentano altrettanti tentativi di porre a base dell’emissione di moneta un’attività commerciale (ovvero le azioni delle società che le svolgono)<sup>73</sup>. Questi tentativi fallirono e le basi in questione vennero trovate nel sistema metallico, ossia nell’oro e nell’argento, sistema detto “*gold standard*”, che ha retto a lungo le sorti delle economie occidentali, fino a quando gli Stati Uniti per primi decisero di abbandonarlo nel 1971. Il risultato, in parte paradossale, è che alla luce del sistema attuale, Law avrebbe avuto ragione: la moneta non è altro che una forma di debito<sup>74</sup>.

Lo scoppio della bolla della *South Sea* è stato realmente un evento traumatico per i nascenti mercati finanziari e per il pubblico (anch’esso “nascente”) di quelli che oggi chiamiamo “risparmiatori”. Essa dimostra cosa può accadere in assenza di adeguati controlli sui mercati e di principî basilari di comportamento degli operatori. Mostra, soprattutto, come ben più dannoso del “lasciare i mercati a se stessi” sia l’occuparsene da parte dei pubblici poteri nella prospettiva di un interesse personale.

<sup>71</sup> H.J. PAUL, *The “South Sea Bubble”*, cit., 22 s.

<sup>72</sup> Al centro dell’immagine una giostra girevole con cavalli sospesa in alto, sormontata da una capra, su cui la gente si accalca per salire; sulla destra la base di un’enorme colonna (ispirata a quella che commemora il grande incendio di Londra, allora già esistente), con la scritta «QUESTO MONUMENTO FU ERETTO IN MEMORIA DELLA DISTRUZIONE DELLA CITTÀ AD OPERA DELLA SOUTH SEA NEL 1720»; in primo piano sulla sinistra la Fortuna appesa per i capelli mentre un diavolo le strappa brandelli di carne e li getta al popolo; al centro l’Onestà denudata subisce il supplizio della *breaking wheel* (bastonatura legati ad una ruota) ad opera dell’Interesse Personale; verso destra la Villania, che si è tolta la maschera, frusta l’Onore, legato ad un palo.

<sup>73</sup> R. PETRINI, *Controstoria della moneta*, Reggio Emilia, 2014, 116, 134.

<sup>74</sup> L. FANTACCI, *La moneta*, cit., 253 ss.: «quello che Law realizza prima di fallire – ovvero sia la conversione dei debiti in moneta – diventa poi la forma normale dell’esercizio dell’autorità monetaria in epoca moderna».



PARTE X  
DIRITTO EMERGENZIALE





# CONTINUITÀ AZIENDALE ED IMPOSSIBILITÀ DELLA PRESTAZIONE DERIVANTE DA CAUSA NON IMPUTABILE AL DEBITORE: UNA FATTISPECIE SU CUI RIFLETTERE

di *Angela Principe*

SOMMARIO: 1. Il fatto. – 2. Il comportamento delle parti nella relazione contrattuale. – 3. Impossibilità della prestazione, merito creditizio e moratoria. – 4. Il problema dei tassi. – 5. Conclusioni.

1. *Il fatto.* – Una società che denominiamo Alfa stipula tre contratti di mutuo per l'edificazione di un albergo con un pool di banche, garantiti da ipoteche immobiliari e da fideiussioni. Una delle banche del pool cede ad una società di cartolarizzazione, costituita ai sensi dell'art. 3 della L. n. 130/99, iscritta nell'elenco delle società veicolo tenuto dalla Banca d'Italia e ad un'altra banca, i rapporti giuridici *pro soluto* e in blocco. Con un avviso pubblicato sulla G.U., ai sensi e per gli effetti degli artt. 1 e 4 della L. 30 aprile 1999, n. 130, come successivamente modificata e integrata e dell'art. 58 D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 corredato dall'informativa ai debitori ceduti sul trattamento dei dati personali ai sensi degli artt. 13 e 14 del Regolamento (UE) 679/2016 e della normativa nazionale, le cessionarie comunicano in forza di un contratto di cessione di rapporti giuridici in blocco sottoscritto in una certa data, con efficacia economica anticipata di quattro mesi rispetto a tale data, indicata ai fini dell'efficacia giuridica, l'acquisto di tutti i crediti derivanti da finanziamento in qualsiasi forma che, alla data indicata ai fini dell'efficacia economica ("data di valutazione"), soddisfacevano i seguenti criteri: ... c) se ipotecari, garantiti da ipoteca su beni immobili ubicati in Italia; d) derivanti da rapporti classificati alla data di valutazione come "inadempienze probabili". Con procura speciale la società di cartolarizzazione cessionaria conferisce ad altra società che denominiamo Beta, l'incarico di compiere in nome e per conto della stessa tutti gli atti necessari e/o utili e opportuni per la migliore realizzazione del recupero del credito.

Successivamente la Società Beta comunica alla Società Alfa l'avvenuta cessione del credito *pro soluto* e la diffida contestualmente al pagamento dell'intero importo dovuto calcolato alla data della decorrenza, oltre interessi, spese maturate e maturande fino al completo ed effettivo soddisfo, rinviando in modo generico al contratto di cessione la determinazione di modi e tempi. A questa comunicazione seguono due bonifici effettuati dalla Società Alfa a favore della Società di cartolarizzazione.

A seguito del verificarsi dell'emergenza epidemiologica da SARS COVID 19, le attività di recezione turistica e convegnistica per le quali a suo tempo era stata finanziata la costruzione dell'albergo, a seguito dei provvedimenti legislativi di blocco totale, vengono sospese, determinando l'inattività della Società. In data 30 marzo 2020 la So-

cietà a mezzo del legale rappresentante, presenta domanda di sospensione per aziende ai sensi dell'art. 56 d.l. 17 marzo 2020, n. 18, "Cura Italia", con relativa moratoria delle scadenze in essere relative ai tre contratti di mutuo, a seguito della chiusura della struttura alberghiera e di tutte le attività per causa non imputabile al debitore, ravvisabile nell'epidemia da SARS COVID 19, in tempo congruo cioè prima della scadenza delle rate successive e per tutta l'esposizione debitoria. In data 2 aprile 2020 l'altra banca componente il pool dei finanziatori, che denominiamo Gamma, comunica alla Società Alfa il diniego della moratoria perché alla data del 17 marzo 2020 la sua esposizione debitoria risultava classificata come esposizione creditizia deteriorata (inadempienze probabili non moratorie), ai sensi della disciplina applicabile agli intermediari creditizi.

In data 9 giugno 2021 viene comunicata dal pool finanziatore alla Società Alfa e ai suoi garanti, la risoluzione per inadempimento dei contratti sopraccitati per gli importi originari, per rate scadute e non pagate. Alla risoluzione per inadempimento segue la richiesta di immediato e totale anticipato rimborso del credito, con le spese e gli interessi contrattuali e di mora fissati in contratto, maturati e maturandi fino al giorno della riscossione nonché il pagamento dell'indennizzo stabilito in ciascuno dei finanziamenti nella misura dell'0,80 sull'importo del credito residuo in linea capitale per ogni anno solare o frazione mancante alla scadenza contrattuale dei finanziamenti. Su questa base la Società Beta, incaricata del recupero del credito, invita Alfa a provvedere, entro e non oltre cinque giorni dalla ricezione della comunicazione, al pagamento in favore del pool dei finanziatori per le rispettive quote parti dei relativi importi.

*2. Il comportamento delle parti nella relazione contrattuale.* – I fatti descritti impongono di essere esaminati nell'ottica dei comportamenti tenuti dalle parti a partire dalla stipula dei contratti fino alla risoluzione, in ragione sia della documentazione agli atti che dei contatti intercorsi per le vie brevi. Anzitutto chi sono le parti in causa: la vicenda contrattuale presenta, infatti, un cambiamento in corso d'opera per quanto attiene la parte creditrice. I mutui, infatti, sono stati erogati da un pool di banche; è seguito un contratto di cessione di rapporti giuridici in blocco, stipulato in data 31 luglio 2019, tra una delle banche finanziatrici e una società di cartolarizzazione ed un'altra banca a far data dal 31 marzo 2019, data fissata per la decorrenza economica e dal 31 luglio 2019, per la decorrenza giuridica, a seguito del quale questi soggetti subentrano quali cessionari nel pool creditizio.

Il cambiamento operato come incide sulla relazione contrattuale? Anzitutto non può trascurarsi che i cessionari sono una società di cartolarizzazione e un'altra banca che ha investito strategicamente in questo settore attraverso operazioni consistenti di acquisto di crediti *distressed*, in costante crescita per la fase di crisi profonda conseguente all'epidemia ancora in atto. I prodotti *distressed*, come si legge in una pagina illustrativa, "rispondono ad una difficile richiesta di liquidità. Per via della bassa trasparenza del prodotto, dell'assenza di informativa regolamentata e dell'elevato rischio di non adempimento dei pagamenti, il debito *distressed* si rivolge a investitori istituzionali e professionali che, prospetticamente, possono aver convenienza ad adottare un posizionamento opportunistico". In questo contesto va inquadrato il mutamento intervenuto per i creditori che, nella fattispecie in esame, hanno acquisito la parte più rilevante dei tre finanziamenti. La differenza stabilita nel citato contratto di cessione tra decorrenza

economica, anticipata di 4 mesi rispetto alla stipulazione del contratto e decorrenza giuridica, avvenuta in data 31 luglio 2019, comprova l'assunto.

Sorge a questo punto un problema che incide sul rapporto contrattuale e sulla valutazione dei comportamenti tenuti dalle parti in causa: il credito erogato alla Società come è stato valutato nell'ambito di questa acquisizione? In particolare in questa generica qualificazione di crediti *distressed*, i mutui concessi alla Società Alfa, alla data del 31 marzo 2019 indicata come "data di valutazione" nell'Avviso pubblicato sulla G.U. già citato, sono stati ritenuti come derivanti da rapporti classificati come "inadempienze probabili" di cui alla lett. *d*) dello stesso Avviso. È doveroso allora chiedersi sulla base di quali indicatori la posizione contrattuale di Alfa possa essere stata fatta rientrare tra le inadempienze probabili. Al fine di dare risposta a questo interrogativo, nell'intento di individuare i criteri seguiti per giustificare la qualificazione di "inadempienze probabili", appare del tutto generico il richiamo alla disciplina applicabile agli intermediari creditizi di cui alla comunicazione dell'altra banca finanziatrice, Gamma, del 20 aprile 2020, senza l'indicazione delle specifiche norme applicabili, attesa la rilevanza dei possibili effetti conseguenti tali da compromettere il principio-valore della continuità aziendale.

Occorre a tal fine rappresentare che alla data del 31 marzo 2019, la Società Alfa ha sempre adempiuto agli obblighi contrattuali, pagando le corrispondenti rate alla scadenza pattuita. Le attività a tale data risultavano, infatti, particolarmente fiorenti con più che lusinghieri e consistenti profitti, per la qualità delle prestazioni, per l'ambita posizione e l'ottima tenuta della struttura alberghiera, per la rinomanza dello staff e per il numero del personale impiegato. Certamente non sussistevano problemi di liquidità né immediata né prospettica, come si evince dalla documentazione contabile che aveva giustificato sulla base della valutazione del *rating* creditizio, la rinegoziazione dei contratti di finanziamento avvenuta in data 24 agosto 2018, attraverso una rimodulazione dei tempi e delle condizioni economiche nell'ottica del potenziamento della qualità della struttura.

Si pone a questo punto un conseguente problema: la Società doveva o meno essere informata di questa valutazione al fine anche di poter controdedurre? Non si tratta, infatti, di una disquisizione meramente dottrinale per così dire, atteso che i comportamenti tenuti dai creditori, dopo la pubblicazione dell'Avviso di cui sopra, si sono tradotti nei fatti: nel diniego della moratoria alla Società in data 2 aprile 2020 da parte di Gamma perché alla data del 17 marzo 2020, la sua esposizione debitoria risultava classificata come esposizione creditizia deteriorata (inadempienze probabili non moratorie) ai sensi della disciplina applicabile agli intermediari creditizi; diniego al quale hanno fatto seguito la comunicazione di risoluzione per inadempimento dei contratti e la richiesta di immediato e totale anticipato rimborso del credito, con le spese e gli interessi contrattuali e di mora fissati in contratto, maturati e maturandi fino al giorno della riscossione, nonché il pagamento dell'indennizzo stabilito in ciascuno dei finanziamenti nella misura dell'0,80 sull'importo del credito residuo in linea capitale come sopra riferito. Su questa base la Società Beta ha invitato Alfa al pagamento in favore del pool creditizio dell'intero importo: per precisione giova ricordare che, a partire dal 31 marzo 2019 e fino al 2 aprile 2020, nessuna comunicazione è pervenuta alla Società Alfa da parte dei soggetti componenti il pool finanziatore.

3. *Impossibilità della prestazione, merito creditizio e moratoria.* – La pandemia da SARS COVID 19 ha messo a dura prova gli equilibri esistenti e le economie già fragili per la crisi iniziata nel 2007. I *lockdown* imposti da una legislazione emergenziale conseguente alla dichiarazione di stato di emergenza protrattosi nel tempo, si configurano quali eventi eccezionali e di grave turbamento all'economia soprattutto in riferimento a quelle attività che per loro natura non consentono modalità diverse per il loro esercizio. Nel quadro dei provvedimenti atti a far fronte all'impossibilità della prestazione conseguente al caso di forza maggiore rappresentato dalla pandemia, si collocano i d.d.l. n.18/2020 (c.d. Cura Italia) e n. 23/2020 (c.d. Liquidità): in particolare l'art. 56 del Decreto n. 28/2020 ha contemplato la concessione di una moratoria dei pagamenti subordinata al verificarsi della condizione che le esposizioni debitorie non siano classificate come esposizioni creditizie deteriorate ai sensi della disciplina applicabile agli intermediari creditizi ossia, come è stato precisato in dottrina, a coloro che “da un punto di vista imprenditoriale ed economico, si trovino nella condizione di proseguire nell'attività intrapresa”<sup>1</sup>, salvaguardando in tal modo il valore della continuità aziendale. In questa logica la crisi di liquidità che impedisce l'esatto adempimento della prestazione deve essere conseguenza immediata e diretta dell'epidemia.

Nella valutazione della meritevolezza dei presupposti che legittima la concessione della moratoria se, da un lato – si è scritto in dottrina – “i rilevanti impatti sull'economia ed, in specie, su taluni settori commerciali, non oggetto di esame in sede di erogazione, privano di significatività il riferimento al merito del potenziale prestatore, richiesto a data certa e tra l'altro riguardante periodi antecedenti agli eventi pandemici”, dall'altro “dubbi si nutrono con riguardo alla carenza di liquidità, solo dichiarata dall'interessato, non potendosi valutare se essa sia anzitutto effettiva e sia in realtà solo temporanea”<sup>2</sup>. In questo contesto di scarsa chiarezza imputabile alla legislazione emergenziale, si collocano le linee guida dell'EBA del 2 aprile 2020 sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi COVID 19 e del 29 maggio 2020 sulla concessione e sul monitoraggio del credito. In particolare nelle linee guida dell'EBA (EBA/GL/2020/02) del 2 aprile si legge al punto 10, lett. b): “la moratoria si applica a un vasto gruppo di debitori predefinito sulla base di ampi criteri, laddove un criterio utile a stabilire l'ambito di applicazione della moratoria dovrebbe consentire a un debitore di trarre vantaggio dalla moratoria senza che il suo merito di credito sia sottoposto a valutazione. Tali criteri inducono ad esempio, la classe e la sottoclasse di esposizione, il settore industriale, la gamma di prodotti o la posizione geografica. Se, da un lato, l'ambito di applicazione della moratoria può limitarsi solo ai debitori adempienti che non hanno riscontrato difficoltà di pagamento prima dell'applicazione della moratoria, dall'altro non dovrebbe essere unicamente circoscritto ai debitori in difficoltà finanziarie prima dello scoppio della pandemia”. Le linee guida sulla concessione e sul monitoraggio del credito richiedono alle banche di disporre di informazioni e dati, supportati da elementi probatori adeguati, sufficienti, accurati e aggiornati che permettano di valutare il merito creditizio ed il profilo di rischio

---

<sup>1</sup> M. CONDEMI, *Il “merito creditizio” nel contesto della normativa conseguente alla pandemia da Covid 19*, in U. MALVAGNA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Sistema produttivo e finanziario post covid – 19: dall'efficienza alla sostenibilità*, Pisa, 2021, 232.

<sup>2</sup> CONDEMI, *op. cit.*, 234 s.

del cliente<sup>3</sup>. Le linee guida – si è osservato in dottrina – dovrebbero consentire l'esclusione dal novero dei beneficiari dei debitori che abbiano avuto difficoltà di pagamento ma questa nozione coincide solo in parte con il criterio di esclusione oggettivo di cui all'art. 56 del d.l. n. 18/2020<sup>4</sup>. La circolare della Banca d'Italia n. 272/2008 annovera, infatti, tra le esposizioni deteriorate anche le c.d. inadempienze probabili la cui valutazione è rimessa al giudizio esclusivo della banca. Il *vulnus* della disciplina di cui all'art. 56 si coglie, perciò, in due passaggi chiave: 1) la norma in esame riconduce la valutazione del merito creditizio dei debitori/beneficiari alla mera ricognizione della sussistenza di determinati criteri, prescindendo da una valutazione complessiva ed approfondita, fondata su dati tecnici, di ogni profilo soggettivo ed oggettivo; 2) l'eventuale esito negativo della valutazione per la concessione del beneficio cui consegue la segnalazione nelle banche dati, non è stata oggetto di alcuna disposizione per i profili di responsabilità conseguenti, a fronte di una valutazione che viene imposta al debitore senza che questi possa controdedurre col rischio di compromettere la continuità aziendale per l'impossibilità di accedere ad altri finanziamenti o di subire la revoca di quelli esistenti, attesa l'iscrizione della posizione debitoria nella Centrale rischi.

In questo contesto va inquadrata la fattispecie che ci impegna: la Società Alfa non è stata ammessa al beneficio della moratoria in quanto alla data del 17 marzo 2020 la sua esposizione debitoria risultava classificata come esposizione creditizia deteriorata (inadempienze probabili non moratorie) ai sensi della disciplina applicabile agli intermediari creditizi. Di qui le conseguenze della revoca dei finanziamenti e della richiesta di rimborso totale del credito entro cinque giorni, misure che, malgrado la gravità oggettiva, a tutt'oggi, non hanno compromesso la continuità aziendale della Società, solida sotto il profilo della *leadership* reputazionale e forte del suo buon nome sul mercato che, alla riapertura delle attività, hanno consentito il recupero dei flussi turistici e della conseguente liquidità, come comprovato dalla documentazione contabile per cui allo stato attuale la Società è in grado di pervenire ad una giusta e condivisa soluzione della problematica ancora in atto.

4. *Il problema dei tassi.* – Quanto alla determinazione del costo del denaro per i tre finanziamenti ai sensi della disciplina in vigore, nei tre contratti di finanziamento non risulta determinato l'importo iniziale della rata né risultano dichiarati il tasso effettivo annuo globale ed il TAEG. Inoltre “per uno dei mutui si è riscontrato ad ogni semestre di competenza una costante anticipazione di due giorni della data di rilevazione della quotazione Euribor/365 a 6 mesi sebbene fosse stata pattuita la rilevazione nel giorno di inizio di maturazione interessi di ciascun semestre”. Per un altro mutuo risulta applicato un tasso diverso da quello rideterminato secondo il criterio pattuito per ben 6 scadenze; *idem* per l'ultimo dei tre mutui relativamente a due scadenze. Ed ancora il tasso di interesse applicato risulta soggetto al regime finanziario della capitalizzazione periodale ovvero è soggetto a capitalizzazione semestrale nonostante non sia stata pattuita

---

<sup>3</sup> R. CALDERAZZI, *Le linee guida EBA sulla concessione e monitoraggio del credito*, in U. MALVAGNA-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Sistema produttivo e finanziario cit.*, 225

<sup>4</sup> Destinatari non aventi esposizioni creditizie deteriorate ai sensi della disciplina applicabile agli intermediari creditizi: così CONDEMI, *op. cit.*, 237.

una specifica ed espressa clausola contrattuale sulla periodicità di capitalizzazione degli interessi, prescritta dalla legislazione in vigore. Come accertato in apposita perizia tecnica, ne deriva indeterminazione del tasso di interesse in violazione degli artt. 821, 1284, 1346 e dell'1418, co. 2, c.c., nonché violazione della forma scritta prevista *ad substantiam* dall'art. 117 t.u.b. e dall' art. 6 della Delibera del CICR del 09/02/2000. Da ultimo, dall'analisi effettuata è emerso che per uno dei mutui l'applicazione di tassi di interesse superiori al tasso soglia usurario si è verificata per due semestri; per gli altri due per quattro semestri. D' altra parte il quarto comma dell'art. 117 t.u.b. in modo perentorio stabilisce: "I contratti indicano il tasso di interesse e ogni altro prezzo e condizioni praticate, inclusi per i contratti di credito gli eventuali maggiori oneri in caso di mora". Fondati pertanto, risultano i dubbi sulla nullità delle relative clausole<sup>5</sup>.

5. *Conclusioni.* – A questo punto, dovendo trarre le conclusioni, per così dire, a me pare che nella fattispecie che ci impegna, dalla documentazione esaminata emerga un comportamento delle parti nella relazione contrattuale totalmente sbilanciato a favore del pool di finanziatori, non in linea con la normativa sulla trasparenza anzitutto quanto alla *ratio* della stessa. Traspaiono, infatti, nella documentazione cartacea a dir poco approssimazione e mancanza di chiarezza, un ritorno all'indietro, per così dire che non è accettabile mai, a maggior ragione in un'operazione articolata gestita in pool al fine dell'esercizio di un'attività che si è rilevata fiorente e frutto di un'ottima scelta imprenditoriale che solo il COVID è riuscito a fermare nella fase del blocco delle attività. I pilastri su cui si fonda il Titolo VI del t.u.b.: trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti: doveri di informazione, obblighi di correttezza, osservanza dei requisiti di forma, conoscenza chiara di prezzi e di ogni altra condizione, sembrano essere stati assorbiti in una contrattazione che nel momento della prova, quale la cessione in blocco di crediti, non ha retto, creando le premesse per l'esito finale, la risoluzione per inadempimento e la richiesta di immediato pagamento dell'intero credito con interessi e spese maturati e maturandi. L'opacità che contraddistingue tutta la vicenda si rafforza proprio nel momento più delicato, la cessione dei crediti: all'atto della cessione Alfa era più che adempiente oltre che fiorente per capacità reddituale per cui risulta priva di fondamento la diffida al pagamento in data 11 novembre 2019 dell'intero importo. Peraltro la diffida non contiene alcun riferimento all'eventuale risoluzione perché non c'è inadempimento; di fatto pone in essere un comportamento che se può spiegarsi considerando le finalità delle società di cartolarizzazione di trarre il massimo del profitto dall'acquisto *pro soluto* di crediti, monetizzando nel breve l'investimento effettuato, tuttavia il perseguimento di queste finalità non può ricadere esclusivamente sul debitore ceduto, la Società Alfa e la sua fiorente attività, la cui posizione non rientra tra le inadempienze cd. probabili a tale data, in quanto sopravvenute solo in conseguenza della pandemia. A questo punto si innesta il discorso della valutazione del merito creditizio. Al 31 marzo 2019, data stabilita per la decorrenza economica della cessione, come si è anticipato, dubbi rimangono in ordine alla qualificazione dell'esposizione debitoria della Società ed al *rating* reale. Di questa eventuale valutazione in ter-

---

<sup>5</sup> V. da ultimo, A. FONTANELLI, *Contratto bancario: tasso indicato diverso da quello effettivo*, Associazione studi bancari, 19 ottobre 2021; ma v. anche Trib. Viterbo, n. 733 del 7 giugno 2021.

mini di meritevolezza dell'affidato, in ragione degli obblighi di correttezza che assistono la relazione contrattuale, il debitore doveva averne notizia per controdedurre o quantomeno per essere pronto a far fronte ad una possibile richiesta di rimborso del credito ai sensi dell'art. 58, co. 5, t.u.b. secondo cui nella cessione di rapporti giuridici i creditori ceduti hanno facoltà entro tre mesi dagli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2, di esigere dal cedente o dal cessionario l'adempimento delle obbligazioni oggetto di cessione?

Se è vero, infatti, che le ragioni dei creditori devono essere soddisfatte, la fattispecie in esame prova che è mancato un bilanciamento concreto tra l'interesse dei creditori a non vedere pregiudicati i propri diritti e le esigenze di protezione dell'impresa in difficoltà temporanea per circostanze contingenti dovute alla pandemia<sup>6</sup>. Esigenze di protezione che vengono del tutto disattese nell'ipotesi di diniego della moratoria ex art. 56 del Decreto n. 18/20, rimessa all'esclusiva valutazione degli istituti finanziatori, presupposto per la risoluzione per inadempimento e per la richiesta di pagamento immediato in cui è possibile configurare la fattispecie di rottura brutale di credito con effetti che potrebbero incidere significativamente sul principio di continuità aziendale a fondamento della rivoluzione copernicana operata nel codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, la cui attuazione appare complessa per le tante resistenze opposte al cambiamento culturale che è alla base della nozione di crisi.

Nel caso di specie, come poteva la società ipotizzare che dopo aver rinegoziato nel 2018 scadenze e condizioni economiche tra il 2022 ed il 2028, si sarebbe trovata esposta ad una richiesta di rimborso da parte dei cessionari per il finanziamento contratto con diffida al pagamento per l'intero nel novembre 2019 e poi, a fronte di una pandemia che ha fermato il mondo, alla risoluzione per inadempimento con conseguente restituzione immediata di tutto il debito nei confronti del pool dei finanziatori?

A questo punto si impone una riflessione per quanto attiene il rapporto tra banche e imprese ed il ruolo dell'Autorità di vigilanza sul sistema finanziario. Se è vero, infatti, che le operazioni di cartolarizzazioni servono a smobilizzare gli incagli delle banche e a favorirne così il riequilibrio economico finanziario ed in questa logica incontrano il *favor* della Banca d'Italia, è pur vero che questo processo di risanamento degli asset non può compiersi a danno della clientela imprenditoriale che soprattutto nella grave congiuntura in atto necessita di comportamenti chiari, di certezze perché le relative attività richiedono prospettive di medio e lungo periodo per crescere e creare sviluppo che certamente non coincidono con l'interesse delle società di cartolarizzazione al recupero degli investimenti effettuati esclusivamente in un'ottica di breve periodo. Su questo aspetto l'Autorità di vigilanza sarebbe tenuta ad effettuare significativi controlli sui comportamenti posti in essere dagli intermediari finanziari nell'osservanza dei principi di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela di cui agli artt. 115 ss. t.u.b.

D'altra parte il riferimento alla circolare n. 272/2008 e ss.mm. della Banca d'Italia nonché all'accordo ABI e alla FAQ del MEF del 22 marzo 2020 per la qualificazione delle esposizioni deteriorate, riconducibili nell'alveo delle fonti di natura secondaria, non può prescindere dal raccordo con le regole generali e fondamentali che disciplina-

---

<sup>6</sup> V. CONDEMI, *op. cit.*, 242.



no l'inadempimento delle obbligazioni<sup>7</sup>. La valutazione del deterioramento deve, infatti, tener conto della qualificazione del COVID 19, quale evento eccezionale e di grave turbamento all'economia soprattutto in riferimento ad attività che per la loro natura non consentono modalità diverse per l'esercizio: è il caso delle attività di ricezione dell'offerta turistica alberghiera nella fattispecie che ci impegna. La questione esige perciò, di essere risolta tenendo conto della relazione contrattuale tra le parti nell'ottica del rigoroso rispetto della disciplina civilistica in tema di inadempimento e della normativa sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela anche per la valutazione del ricalcolo degli interessi di mora e delle spese e commissioni applicate, sul cui fondamento devono essere interpretate le misure eccezionali imposte dal COVID 19.

Alla luce di questa valutazione emerge la responsabilità del pool di banche nei confronti della Società Alfa conseguente alla risoluzione per inadempimento, atteso che il mancato pagamento di rate scadute da parte di quest'ultima è conseguenza immediata e diretta dell'impossibilità sopravvenuta della prestazione dovuta alla pandemia e ai conseguenti provvedimenti legislativi adottati. Il danno derivante anche se non si è tradotto in crisi per la Società per la consistenza della stessa, tuttavia ha comportato la crescita dell'esposizione debitoria malgrado la volontà espressa dai suoi legali rappresentanti nell'ambito delle buone relazioni intrattenute con i creditori, di essere disponibile ad addivenire ad un giusto accordo.

In questo contesto appare a dir poco "singolare", a fronte di un'offerta di una congrua proposta transattiva da parte di Alfa, in conseguenza dei comportamenti non trasparenti e del danno subito dalla stessa, proporre da parte del pool creditizio, su iniziativa dei cessionari, la vendita dell'immobile (qualificata "consensuale" ma che tale non è nella sostanza), molto appetibile sul mercato per la fiorente attività svolta, proposta che confermerebbe la finalità sottesa a tutta l'operazione di "mettere mano" sulla stessa attività per intenti meramente speculativi, in beffa al principio di continuità aziendale, sulla pelle dei lavoratori e alla storia che ha connotato la realizzazione della struttura sul territorio.

La fattispecie esaminata apre, dunque, ad una riflessione profonda per capire se nel nostro Paese alle Autorità di governo dell'economia interessi, al di là dei proclami ufficiali, sostenere concretamente le imprese finanziando l'economia reale e salvaguardando la continuità aziendale per favorire ripresa e sviluppo: ai posteri l'ardua sentenza ed il giudizio storico su questo difficile momento e sulle ripercussioni allo stato, imprevedibili.

---

<sup>7</sup> Sul punto v. G. ALPA, *A proposito delle fonti del diritto bancario (con riguardo alle integrazioni con il diritto civile)*, in A. PRINCIPE (a cura di), *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, Padova, 2021, 5 ss.

# LA RINEGOZIAZIONE DEI CONTRATTI DI IMPRESA TRA AUTONOMIA CONTRATTUALE E ABUSO DEL DIRITTO

di *Giada Emanuela De Leo*

SOMMARIO: 1. La buona fede nella prospettiva solidaristica del contratto. – 2. I contratti tra imprenditori. – 3. Giustizia contrattuale e obblighi di rinegoziazione. – 4. L’abuso del diritto. – 5. Cenni conclusivi.

*Lo scritto si propone di riflettere sulla gestione delle sopravvenienze contrattuali e sull’attualità del tema in “Era Covid”, anche con riferimento alla rinnovata necessità di approntare ogni strumento utile a scongiurare la crisi di impresa, sulla scorta della filosofia che anima il CCII e che si riflette, tra il resto, nella formulazione dell’art. 2086 c.c. come integrato dall’art. 375, c. 2 D.lgs. n. 14/2019. Inoltre, ci si propone di accostare il tema degli obblighi di rinegoziazione contrattuale (in particolare, la loro violazione) a quello dell’abuso del diritto, senza ritenere di poter aggiungere alcunché sul punto, data l’autorevolezza dei già presenti interventi in materia, tra i quali spicca anche il saggio del Professor Montalenti, ma con l’obiettivo di cogliere alcuni spunti in ordine alla possibilità di ampliare il novero delle fattispecie “abusive” già riconosciute e riflettere sui rimedi applicabili.*

1. *La buona fede nella prospettiva solidaristica del contratto.* – La centralità dell’uomo e del suo volere affonda le radici, come noto, nella legge naturale che, riconoscendo all’essere umano dignità e potere pressoché illimitati, ha implicitamente attribuito al consenso (che della volontà costituisce la più intensa manifestazione esteriore) una forza idonea, di per sé sola, a trasferire la proprietà e, in generale, a concludere affari<sup>1</sup>. Il principio consensualistico di cui all’art. 1376 c.c. – i cui limiti sostanziali afferiscono essenzialmente alla necessaria meritevolezza della causa (in concreto) del

---

<sup>1</sup> Il principio consensualistico, estraneo all’ordinamento romanistico, è accolto dal Codice Civile del 1942 in adesione al modello giusnaturalistico-illuminista che pone al centro la volontà creatrice dell’uomo. In particolare, il concetto moderno di causa risale a Domat, il quale identificava la causa con la corrispettività delle prestazioni; così P. GALLO, *Diritto privato*, III ed., Torino, 2002, 406. Si legge in F. MAZZARELLA, *Da diritto a paradigma: uso e abuso della proprietà nella disciplina dei diritti di esclusiva*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2019, 4, 861, che “l’intero sistema giuridico’ appare ‘incentrato sul rapporto con le cose’, sul modo in cui ciascun individuo avrebbe potuto – in primo luogo attraverso i contratti – acquistare, concedere o trasmettere la proprietà, conformemente alla massima *ulpianea* – diverse volte evocata da Galgano – in base alla quale ‘tutto il diritto tratta del come una cosa diventi di uno, o del come uno conservi la sua cosa, o del come uno la alieni o la perda’. L’individualismo proprietario, rinnovato ‘dalle correnti liberali del giusnaturalismo’, tornava ad avvolgere la sfera del giuridico, rivitalizzando principi ed istituti di tradizione romanistica, “espressione spontanea e tipica dell’autonomia individuale privata”.

contratto<sup>2</sup> – costituisce, come detto, la più forte espressione di volontà dell'individuo e, al contempo, ciò che all'individuo impone di tenere conto, nella costituzione e nell'esecuzione del vincolo negoziale, dell'interesse e, in definitiva, della volontà di chi si colloca sul versante opposto del patto.

Ebbene, sulla scorta della superiore premessa, i generali doveri di correttezza e buona fede, sanciti a chiare lettere dagli artt. 1175 e 1375 c.c., impongono ai contraenti un comportamento probato e leale che, rivitalizzato alla luce dell'art. 2 Cost., si estrinseca nello spirito di solidarietà che deve animare i paciscenti tanto nella fase che precede la costituzione del vincolo (le trattative), quanto nella fase esecutiva, colorando di inadempimento risarcibile il contegno non in linea con tali criteri, esplicitati in via interpretativa dalla più autorevole dottrina e dalla giurisprudenza di legittimità<sup>3</sup>.

Tale impostazione solidaristica, che offre una lettura costituzionalmente orientata dell'autonomia contrattuale, ha trovato terreno fertile negli approdi ermeneutici più accreditati, che riconducono la responsabilità precontrattuale nell'alveo degli artt. 1218 ss. c.c.<sup>4</sup>, riconoscendo al "contatto sociale qualificato" la dignità di contratto, con evidenti e positive ricadute sul piano dell'onere probatorio, nonché sul termine prescrizione entro il quale la pretesa risulta azionabile ed altresì in ordine alla non delimitazione dei danni risarcibili; con buona pace del sistema rimediale che caratterizza il torto aquiliano, che impone al creditore (*rectius* danneggiato) lo sforzo probatorio e la tempestiva attivazione che più si addicono al contatto "occasionale" che ha dato luogo al danno per "responsabilità del passante"<sup>5</sup>. Non solo; al riconoscimento in capo al dovere di buona fede della veste di corollario dell'art. 2 Cost. si può ricondurre la fattispecie del contratto valido ma svantaggioso, che, sulla scorta della distinzione tra regole di validità e regole di condotta<sup>6</sup>, consente al contraente "ingenuo" di rimediare alla con-

<sup>2</sup> Come noto, Il Codice Civile, nell'impostazione originariamente accolta, identificava la causa con la funzione oggettiva e astratta del contratto (BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1950, 167 ss.) la quale, dunque, rappresentava una chiara limitazione all'autonomia negoziale delle parti. Tale impostazione ha successivamente ceduto il passo ad una lettura che individua nella causa la funzione economico-individuale del contratto, inaugurando così il concetto di causa "in concreto". Sul punto, in dottrina, GB. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966. In giurisprudenza il concetto è stato espresso dalla Cass. Civ., 8 maggio 2006, n. 10490, su [www.pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://www.pluris-cedam.utetgiuridica.it) nella quale la causa è definita come "sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare".

<sup>3</sup> Sul punto, S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1965, 162; C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 209 ss.; A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1990, 284; V. CARBONE, *La buona fede come regola di governo della discrezionalità contrattuale*, in *Corriere giur.*, 1994, 566. In giurisprudenza, tra le altre, Cass., 6 agosto 2008, n. 21250, in *Giur. Comm.*, 2010, II, 229, con nota di G. GROSSO, *Osservazioni in tema di recesso della banca e clausola generale di buona fede*.

<sup>4</sup> Si veda L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. Comm.*, 1956, II, 360; F. GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contratto e impr.*, 2008, 191.

<sup>5</sup> Sul tema, C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, 147; G. VISINTINI, *Il dibattito sulla natura della responsabilità contrattuale alla luce della casistica*, in *Contratto e Impr.*, 2017, 335; F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Ristampe della scuola di specializzazione in diritto civile dell'Università di Camerino*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2012; A. DI MAJO, *Profili della responsabilità civile*, Torino, 2010, 1 ss.

<sup>6</sup> In argomento, G. D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996, 146 ss. In giurisprudenza Cass., S.U., 19 dicembre 2007, nn. 16725 e 26724, in *Foro It.*, 2008, I, 784, con nota di E. SCODITTI, *Le violazioni delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*.

clusione di un pessimo affare ottenendo, a titolo di risarcimento, una somma corrispondente al danno consistente nell'interesse differenziale positivo, che si sostanzia nel minor vantaggio conseguito o del maggior aggravio subito in esito alla stipulazione dell'accordo negoziale<sup>7</sup>. In questo contesto, l'indiscriminata autonomia contrattuale viene scalfita dal potere del giudice, il cui sindacato si estende – per così dire – all'animo che ha indotto i contraenti ad addivenire all'accordo, con un giudizio sulla “convenienza” dell'affare che guarda necessariamente alla condotta dei contraenti e che non può prescindere dall'indagine sul rispetto dei doveri di correttezza e buona fede.

Nel variegato mosaico sopra descritto trovano quindi cittadinanza gli obblighi di protezione, la tutela dell'affidamento, la probità del contegno cui ogni buon contraente deve ispirarsi e l'abuso del diritto, indipendentemente dal piano, simmetrico o asimmetrico, delle parti, financo quando queste assumano – entrambe – la veste di imprenditori.

2. *I contratti tra imprenditori.* – Che la buona fede e, si dica subito, il suo più corposo opposto, l'abuso del diritto – di cui si dirà *infra*, tentando una non semplice sintesi del tema – siano stati per decenni al centro dei dibattiti inerenti ai contratti tra privati (si pensi al divieto di atti emulativi *ex art.* 833 c.c.<sup>8</sup>) ed i contratti cc.dd. asimmetrici<sup>9</sup>, vale a dire quelli conclusi tra un consumatore e un professionista, è la logica conseguenza dell'assunto – per vero solo teorico – che i rapporti *business to business* si connotino per una spiccata parità delle parti, le quali, avendo a disposizione uguali strumenti e potendo contare su comprovata professionalità (e, perché no, indiscusso potere economico), non necessitano di particolare tutela da parte dell'ordinamento in ordine al “corretto” esercizio del diritto<sup>10</sup>.

Tuttavia, a smentire il superiore assunto, è noto come sia invalsa in dottrina l'espressione “terzo contratto”<sup>11</sup> per identificare un modello contrattuale fondato sulla relazio-

<sup>7</sup> I. FEDERICI, *Dolo incidente e regole di correttezza*, Napoli, 2010; R. CAVALLO BORGIA, *Sub art. 1440 c.c.*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1998, 491. In giurisprudenza, *ex multis*, Cass. Civ., 16 aprile 2012, n. 5965, su [www.pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://www.pluris-cedam.utetgiuridica.it); Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, 1105, con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 25.

<sup>8</sup> La norma esprime chiaramente il divieto di abuso del diritto stabilendo che “il proprietario non può fare atti i quali non abbiano altro scopo che quello di nuocere o recare molestia ad altri”.

<sup>9</sup> In materia, tra gli altri, F. DI GIOVANNI, *La regola di trasparenza nei contratti dei consumatori*, Torino, 1998; in ordine ai doveri di informazione nei contratti asimmetrici bancari, si veda E. TOSI, *Forma informativa dei contratti asimmetrici: contributo allo studio della forma funzionale nei contratti asimmetrici, bancari e di investimento*, Milano, 2018; M. LOSANA-C. PONCIBÒ, *Informazioni e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*, O. CALLIANO (a cura di), in *Atti di congressi*, Torino, 2013. Inoltre, sul tema dei contratti asimmetrici, G. D'AMICO, *L'autonomia negoziale nei contratti dei consumatori*, in G. D'AMICO-S. PAGLIANTINI (a cura di), *Nullità per abuso e integrazione del contratto (Saggi)*, Torino, 2013, 43 ss.; S. GUADAGNO, *Squilibrio contrattuale: profili rimediali e intervento correttivo del giudice*, in *Nuova g. civ. comm.*, 2015, 749 ss.; di recente S. PAGLIANTINI, *Il consumatore frastagliato (istantanee sull'asimmetria contrattuale tra vicende circolatorie e garanzie)*, Pisa, 2021.

<sup>10</sup> Per una interessante panoramica in tema di parità di trattamento in materia contrattuale si veda D. MAFFEIS, *Il contraente e la disparità di trattamento delle controparti*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>11</sup> R. PARDOLESI, prefazione al volume di G. COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'analisi economica e comparata*, 2004; sul punto, tra molti, v. anche R. FRANCO, *Il terzo contratto: da ipotesi di studio a formula problematica. Profili ermeneutici e*

ne negoziale tra due imprenditori caratterizzata da asimmetria di natura economica: si tratta, in particolare, di un rapporto contrattuale tra un imprenditore forte ed un imprenditore debole, debolezza, quest'ultima, da intendersi non in senso contrattuale bensì, appunto, in senso economico, che giustifica una normativa di protezione rinvenibile prevalentemente nella legge 18 giugno 1998, n. 192 in tema di subfornitura.

Ed infatti, i rapporti tra imprese assumono diverso aspetto secondo che le obbligazioni reciprocamente contratte si collochino o meno in un contesto di disparità economica delle parti, posto che è solo nel caso in cui queste si trovino in condizioni di parità che la libertà contrattuale, intesa come specificazione della più ampia libertà di iniziativa economica *ex art.* 41 Cost. può davvero manifestarsi<sup>12</sup>, mentre, nell'opposta situazione di asimmetria, la condizione di superiorità dell'una è in grado di condizionare il corretto esercizio della libertà d'iniziativa economica dell'altra, così dovendo venire in soccorso, ove necessario, anche gli strumenti di tutela che l'ordinamento offre al contraente c.d. "debole" a fronte dell'esercizio abusivo del diritto.

Ed invero, l'ordinamento non ha mancato di disciplinare, anche sotto questo profilo, le relazioni commerciali, la cui regolamentazione, come si dirà *infra*, si intreccia necessariamente con le disposizioni in tema di concorrenza.

Come anticipato, tuttavia, i rapporti contrattuali "asimmetrici" sono solo una delle forme con cui gli imprenditori possono interessere relazioni tra loro, posto che il normale esercizio dell'attività di impresa impone la conclusione di contratti a vario titolo indispensabili per il conseguimento dell'oggetto sociale<sup>13</sup>, contratti che normalmente si caratterizzano per non avere esecuzione istantanea, bensì continuata; si pensi alla somministrazione, all'agenzia, all'appalto, al trasporto, al contratto estimatorio, al *leasing* e così via<sup>14</sup>. I contratti d'impresa, infatti, si caratterizzano per l'interesse che anima i contraenti, il quale si rinviene nella possibilità di ottenere, anche per il futuro, il vantaggio economico che si è inteso conseguire con la stipulazione di un vincolo che, a tale scopo, deve sostanziarsi in un rapporto continuativo<sup>15</sup>.

A ben vedere, in questi casi è la durata del contratto che espone il vincolo ad uno squilibrio – non originario, bensì sopravvenuto – idoneo a determinare il venir meno dell'iniziale posizione di parità delle parti e a far subire, talvolta ad una delle due soltanto, le conseguenze dell'esercizio del diritto caratterizzato, sì, dal rispetto del perimetro normativo di riferimento (dunque, legittimo) e tuttavia finalizzato al raggiungimento di obiettivi considerati non meritevoli di tutela.

E la problematica si è imposta con vigore in "Era Covid", quando l'impotenza economica e finanziaria ha reso opportuno (ed anzi, vitale) prevedere la possibilità (e, co-

---

prospettive assiologiche, 2010; G. VILLA, *Abuso, buona fede ed asimmetria nei contratti tra imprese*, in AA.VV., *Annuario del contratto*, 2010, Torino, 2011; A. MASTRORILLI, *L'abuso del diritto e il terzo contratto*, nota a Cass. civ., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Danno e resp.*, 2010, 347; E. MINERVINI, *Il "terzo contratto"*, in *Contr.*, 2009, 493.

<sup>12</sup> Secondo Cass. Civ., 4 novembre 2015, n. 22567, su [www.pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://www.pluris-cedam.utetgiuridica.it) nel c.d. "primo contratto" (vale a dire il contratto concluso tra parti dotate di forza negoziale equivalente ed informate in egual misura, l'autonomia privata è esaltata al massimo l'equilibrio economico-giuridico dell'assetto negoziale è affidato alle parti stesse, da considerare "i migliori giudici dei loro interessi").

<sup>13</sup> A. DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962 attribuisce ai contratti d'impresa la felice definizione di "contratti qualificativi".

<sup>14</sup> S. MONTICELLI-G. PORCELLI, *I contratti dell'impresa*, Torino, 2021.

<sup>15</sup> Sul tema, A. FONDRIESCHI, *Contratti relazionali e tutela del rapporto contrattuale*, Milano, 2018.

me vedremo, l'obbligo) di giungere ad una rivisitazione dell'accordo, sul presupposto che la cooperazione tra le parti costituisca il solo modo per continuare a perseguire il risultato finale prefissato dai contraenti al momento della stipula del contratto<sup>16</sup>.

3. *Giustizia contrattuale e obblighi di rinegoziazione*. – Sul fronte delle obbligazioni contrattuali, è noto – ed è stato sopra ribadito – che, tra imprenditori, la sottoscrizione di contratti incentrati su rapporti continuativi in vista della realizzazione di un risultato economico e, più in generale, del conseguimento dell'oggetto sociale, costituisce la regola ed è altrettanto noto come l'equilibrio originario di tali rapporti ben possa venir meno nel corso dell'esecuzione in ragione di profondi mutamenti delle circostanze di fatto o di diritto sussistenti al momento della conclusione del sinallagma<sup>17</sup>. A fronte di due sole ipotesi positivamente dal legislatore per fare fronte alle cosiddette "sopravvenienze contrattuali"<sup>18</sup> idonee a perturbare il contratto di durata (impossibilità sopravvenuta ex art. 1463 ss. c.c.<sup>19</sup> ed eccessiva onerosità sopravvenuta ex art. 1467<sup>20</sup> ss. c.c.), l'evoluzione interpretativa del dovere di buona fede e la sua graduale valorizzazione nella sede esecutiva del contratto hanno condotto gli interpreti a riflettere su ulteriori circostanze che, benché esulino dalla portata del dato normativo espresso, nondimeno paiono idonee a rendere il sinallagma non più "alla portata" degli strumenti a disposizione dei paciscenti per il corretto adempimento delle rispettive obbligazioni<sup>21</sup>. A

<sup>16</sup> Si veda V. DI CATALDO, *Pandemia, imprese e contratti di durata*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3, 2020, 689 ss.

<sup>17</sup> Sull'esigenza di rinegoziare l'accordo al fine di conservarne l'equilibrio originario v. F. GALGANO, *Libertà contrattuale e giustizia del contratto*, in *Contr. e impr./Europa*, 2005, 509 ss.; V. ROPPO, *Giustizia contrattuale e libertà economiche: verso una revisione della teoria del contratto?*, in *Politica dir.*, 2007, 451 ss.; T. MAUCERI, *Sopravvenienze perturbative e rinegoziazione del contratto*, in *Eur. Dir. priv.*, 2007, 1095 ss.

<sup>18</sup> Per un'ampia disamina del tema, tra molti, v. A. TORRENTE-P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, F. ANELLI-C. GRANELLI (a cura di), Milano, 2019, 682-684.

<sup>19</sup> Art. 1463 c.c.: "*Nei contratti con prestazioni corrispettive, la parte liberata per la sopravvenuta impossibilità della prestazione dovuta non può chiedere la controprestazione, e deve restituire quella che abbia già ricevuta, secondo le norme relative alla ripetizione dell'indebito*".

<sup>20</sup> Art. 1467 c.c.: "*Nei contratti a esecuzione continuata o periodica ovvero a esecuzione differita, se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto, con gli effetti stabiliti dall'art. 1458. La risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto. La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente e condizioni del contratto*". A riguardo, si segnalano G. COTTINO, *l'impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore*, Milano, 1955, ove si legge, a p. 161, che: "*se è vero che deve considerarsi imputabile a chi non adempie la situazione determinata dalla sua insufficienza economica, non parrebbe potersi estendere l'affermazione sino a costringere il debitore a fallire o ad assoggettarsi all'olocausto economico, quando ciò è l'inevitabile conseguenza dello sforzo da compiersi per eliminare la sopravvenuta non imputabile impossibilità della prestazione*". Secondo Cass. civ., S.U., 23 aprile 2020, n. 8094, l'art. 1467 c.c. è "*espressione di una regola generale dell'ordinamento, per cui non può essere preteso un comportamento quando lo stesso sia divenuto impossibile senza responsabilità di chi vi sia tenuto*".

<sup>21</sup> Sulla portata integrativa della buona fede v. CARBONE, *sub art. 1175 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, E. GABRIELLI (diretto da), Utet, 2019, 76 ss.; v. S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, 118; G. ALPA, *Appunti sulla buona fede integrativa nella prospettiva storica e del commercio internazionale*, in *Contratti*, 2001, 723. Sul fondamento degli obblighi di rinegoziazione del contratto si veda G. MARASCO, *La rinegoziazione e l'intervento del giudice nella gestione del contratto*, in *Contratto e*

ben vedere, tale riflessione ha il pregio di innovare la tradizionale impostazione che, evidenziando il dogma dell'autonomia contrattuale, osservava come, a fronte di un quadro normativo chiaramente limitato ad una duplice casistica di sopravvenienze contrattuali, se le parti lo avessero voluto, ben avrebbero potuto prevedere, nell'accordo negoziale, apposite clausole di completamento volte ad ampliare lo spettro delle conseguenze derivanti da circostanze sopravvenute idonee a turbare l'equilibrio contrattuale originario. Secondo tale impostazione, quindi, la mancata pattuizione di simili clausole sarebbe di per sé idonea ad escludere ogni ulteriore rimedio dalla disponibilità dei contraenti.

Tanto premesso, va detto che il tema delle sopravvenienze atipiche è tornato prepotentemente alla ribalta nell'epoca attuale a causa dell'impatto della pandemia da Covid-19 sui contratti di durata<sup>22</sup> e la frenetica adozione di provvedimenti governativi<sup>23</sup> recanti le misure di contrasto alla diffusione del virus che, in alcuni casi, hanno determinato l'impossibilità per il creditore di ricevere la prestazione dovuta e, in altri casi, l'impossibilità per il debitore di eseguire la prestazione oggetto del contratto<sup>24</sup>.

Orbene, se la legge non consente dubbi di sorta in relazione a quelle situazioni in cui una delle parti non sia più in grado di adempiere la propria obbligazione poiché l'intervento del c.d. *factum principis* ha reso non più eseguibile (in tutto o in parte) la prestazione dovuta, ci si è doverosamente chiesti se l'intervenuta "impotenza" finanziaria legata alla pandemia possa o meno costituire una ipotesi speciale di sopravvenuta impossibilità di adempiere la prestazione. Ad un primo sguardo, il principio *genus numquam perit* sembrerebbe escludere l'operatività dell'art. 1256 c.c.<sup>25</sup>, sulla scorta del fatto che la prestazione in denaro non può ontologicamente divenire impossibile<sup>26</sup>, dal che risulterebbe inibita l'estinzione della relativa obbligazione, ancorché le condizioni economiche del debitore si siano deteriorate senza sua colpa.

Del resto, la normativa emergenziale – che sostanzialmente recepisce principi già espressi a vario titolo nel diritto comunitario<sup>27</sup> – non pare aver avuto il pregio di inno-

---

*impresa*, 2005, 2005, 539. Si veda anche G. SICCHIERO, *La rinegoziazione*, in *Contratto e impresa*, 2002, 777 ss.

<sup>22</sup> Una articolata riflessione in materia si ritrova in S. LEUZZI, *Sopravenienze perturbative e rinegoziazione dei contratti d'impresa*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 4 giugno 2021 che riprende Cass., Ufficio Massimario e del Ruolo, *Relazione tematica n. 56 dell'8 luglio 2020*.

<sup>23</sup> Con riferimento ai decreti legge che vengono in rilievo per i riflessi sull'ambito contrattuale, D.L. 2 marzo 2020, n. 9; D.L. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. "Cura Italia"); D.L. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. "Decreto Liquidità"); D.L. 30 aprile 2020, n. 28.

<sup>24</sup> Per una disamina del tema, A. DOLMETTA, *Il problema della rinegoziazione (ai tempi del coronavirus)*, in *www.giustiziacivile.com*, 4 giugno 2020; S. LEUZZI, *Contratti di trasporto marittimo e forza maggiore ai tempi del Covid-19*, in *www.ilcaso.it*, 16 aprile 2021.

<sup>25</sup> Art. 1256 c.c.: "L'obbligazione si estingue quando, per una causa non imputabile al debitore, la prestazione diventa impossibile. Se l'impossibilità è solo temporanea, il debitore, finché essa perdura, non è responsabile del ritardo nell'adempimento. Tuttavia l'obbligazione si estingue se l'impossibilità perdura fino a quando, in relazione al titolo dell'obbligazione o alla natura dell'oggetto, il debitore non può più essere ritenuto obbligato a eseguire la prestazione ovvero il creditore non ha più interesse a conseguirla".

<sup>26</sup> In tal senso si è espressa la giurisprudenza di legittimità: si veda Cass. civ., 6 marzo 1987, n. 2691; Cass. civ., 15 novembre 2013, n. 25777.

<sup>27</sup> Le esigenze di rivisitazione dell'accordo sono state espresse a livello europeo nelle c.d. clausole di *hardship* (previste dai Principi Unidroit agli artt. 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3), in base alle quali le parti si vincolano ad intraprendere nuove trattative nelle ipotesi in cui circostanze sopravvenute alterino l'equilibrio contrattuale originario. Ai sensi dell'art. 4:109 dei Principi di diritto europeo dei contratti (PDEC), invece, in caso

vare alcunché *in parte qua*, pur avendo attribuito un peso alle misure di contenimento ai fini dell'esclusione della responsabilità del debitore all'art. 3, c. 6-*bis*, D.L. 23 febbraio 2020, n. 6<sup>28</sup>.

Così delineato il quadro di riferimento, quindi, con riferimento a tali ipotesi la recente giurisprudenza di merito si è in varie occasioni espressa ritrovando la risposta all'esigenza di rinegoziazione del contratto nel dovere di buona fede ex art. 1375 c.c. quale portato codicistico del principio di solidarietà di cui all'art. 2 Cost., non sembrando l'art. 3, c. 6-*bis*, D.L. n. 6/2020 sufficiente a risolvere la problematica ed invero neppure indistintamente applicabile alla generalità delle ipotesi di intervenuta difficoltà economica, stante il suo dato letterale<sup>29</sup>.

Così impostato il tema, se al principio di buona fede è da attribuire il primario ruolo di faro della rinegoziazione – non fungendo da ausilio adeguato la legislazione dell'emergenza – non può non considerarsi come, operativamente discorrendo, si debba porre in relazione l'esigenza manutentiva dell'accordo con il principio dell'autonomia contrattuale, in particolare volgendo lo sguardo all'intervento giudiziale.

Sul punto la giurisprudenza si è espressa in modo variegato, talvolta giungendo ad integrare il contratto oggetto di rinegoziazione, talaltra limitandosi ad invitare le parti a rinegoziare<sup>30</sup>.

Ebbene, se si osserva che l'alternativa alla rinegoziazione contrattuale è la risoluzione del rapporto, è consequenziale ritenere che il quadro sopra delineato a livello giurisprudenziale debba applicarsi *in primis* ai contratti di impresa, tipicamente ad efficacia durevole, anche alla luce della nuova filosofia che ha mosso il legislatore della riforma della crisi di impresa ex d.lgs. n. 14/2019. Ed infatti, in ambito aziendale la conservazione dei rapporti – e in quest'ottica, ove occorra, la loro rivisitazione – sta alla base della miglior soddisfazione di tutti gli interessi che gravitano nell'orbita dell'impresa, dal che deriva l'imprescindibile valore della buona fede che, in sede esecutiva, comporta il dovere delle parti di rivedere il contratto laddove un avvenimento impreveduto né prevedibile dalle parti determini il venir meno dell'iniziale equilibrio tra le prestazioni.

---

di ingiusto profitto o vantaggio iniquo, il giudice può modificare il contratto “*in modo da metterlo in armonia con quanto avrebbe potuto essere convenuto nel rispetto della buona fede e della correttezza*”.

<sup>28</sup> Il comma 6-*bis* dell'art. 3, D.L. 23 febbraio 2020 ha previsto che “*il rispetto delle misure di contenimento di cui al presente decreto è sempre valutato ai fini dell'esclusione, ai sensi e per gli effetti degli articoli 1218 e 1223 c.c., della responsabilità del debitore, anche relativamente all'applicazione di eventuali decadenze o penali connesse a ritardati o omessi pagamenti*”. A bene vedere, la norma non ha portata innovativa, essendo pacifico il principio secondo cui *spetta al debitore dimostrare di aver fatto uso della ordinaria diligenza per rimuovere gli ostacoli creati all'esatta esecuzione degli impegni contrattualmente assunti*; così Cass. Civ., 16 aprile 2009, n. 9096.

<sup>29</sup> Una certa giurisprudenza di merito, in particolare, ha escluso che la norma possa trovare applicazione in materia di obbligazioni pecuniarie, posto che la disposizione esonera certamente il debitore dall'onere di provare il carattere imprevedibile e straordinario degli eventi che hanno reso impossibile la prestazione oggetto del contratto chiarendo che il rispetto delle misure di contenimento deve essere sempre valutato dal giudice, ma non sembra prefigurare una generale sospensione dei termini di pagamento. Così Trib. Bologna, 11 maggio 2020; Trib. Brescia, 11 agosto 2020.

<sup>30</sup> La prima impostazione è stata fatta propria da Trib. Roma, ord. 27 agosto 2020; la seconda si riconduce a Trib. Milano, sez. Contr., 21 ottobre 2020. È inoltre da segnalare l'orientamento di chi ritiene che, di fronte alle sopravvenienze eccezionali non regolate dalla legge o dal contratto che generino un evidente squilibrio delle prestazioni, l'intervento del giudice è da ricondurre, non già all'inadempimento dell'obbligo di rinegoziazione, bensì ai poteri equitativi di cui all'art. 1374 c.c. In dottrina G. SICCHIERO, *La rinegoziazione*, cit., 777 ss; in giurisprudenza Trib. Treviso, 21 dicembre 2020.



Del resto, è da ritenere che anche il nuovo CCI, nell'annunciare il dovere di rilevare con tempestività la crisi al fine di apportare i migliori rimedi preventivi imponga, di fatto, in materia di obbligazioni, un comportamento diligente e probò, al quale certo non sono da ritenere estranei gli obblighi di rinegoziazione, ancorché non normativamente espressi<sup>31</sup>.

Non solo. Anche la disciplina dei contratti pendenti al momento della dichiarazione di fallimento (*rectius* all'apertura della liquidazione giudiziale) sembra coerente con il generale obiettivo di conservazione dei rapporti contrattuali ineseguiti o non compiutamente eseguiti dalle parti, posto che la regola della sospensione relega ad ipotesi eccezionali e tassative i casi di automatico scioglimento<sup>32</sup>.

Nonostante i chiari segnali provenienti dal sistema normativo complessivamente inteso, il diritto emergenziale dell'ultimo biennio si è sviluppato essenzialmente attraverso due direttrici: una costellata di sospensioni e moratorie; l'altra, caratterizzata dalla possibilità di indebitamenti verso il sistema bancario atti a fronteggiare l'imminente bisogno di liquidità<sup>33</sup>. E la portata contrattuale della buona fede come sopra vista resta così relegata sul piano giurisprudenziale, anche se, va detto, la necessità di integrare l'ordinamento conferendo una portata innovativa al 1375 c.c. emerge chiaramente dal progetto di riforma del codice civile, che – sulla scorta di quanto già previsto nel Codice Europeo dei Contratti<sup>34</sup> – autorizza il Governo a prevedere un vero e proprio “diritto alla rinegoziazione” così approntando all'eccessiva onerosità sopravvenuta un nuovo e pratico rimedio, da eseguire tramite accordo ovvero in via giudiziale<sup>35</sup>.

4. *L'abuso del diritto.* – L'osservanza dei doveri contrattuali illuminati dal principio generale della buona fede costituisce, ad un tempo, possibilità di agire nel perimetro delineato dalla clausola e limite all'esercizio abusivo del diritto. In proposito, è doveroso ricordare come quello dell'abuso del diritto sia da sempre un istituto di estremo interesse teorico dalla sfuggente portata applicativa, quest'ultima data, anzitutto, dall'inti-

<sup>31</sup> Sembra coerente il richiamo alla modifica dell'art. 2086 c.c. ad opera dell'art. 357 CCII che introduce l'obbligo di istituire assetti adeguati allo scopo della rilevazione tempestiva della crisi finalizzata a salvare la continuità aziendale. Inoltre, si legge in S. LEUZZI, *Sopravvenienze perturbative e rinegoziazione dei contratti d'impresa*, cit., 2, che “L'obiettivo è quello di scongiurare la probabilità dell'insolvenza, piuttosto che fronteggiarla. Solo in tal senso si spiegano alcune future previsioni: quella sulla stima costante del prevedibile andamento aziendale (art. 14, comma 1, CCII); quella sulla ponderazione della sostenibilità del debito avuto riguardo alla presumibilità del suo ammontare e alla capacità dei flussi liberi di servirlo (art. 2, lett. a e 13, comma 1, CCII); quella che assicura la costante valutazione dell'equilibrio economico finanziario (espressamente richiesta dall'art. 14, comma 1, CCII); quella che impone di rilevare ininterrottamente la continuità aziendale nell'esercizio in corso e comunque con un orizzonte temporale minimo di sei mesi (art. 13, comma 1, CCII); quella, infine, che prescrive la salvaguardia del monitoraggio della situazione debitoria al fine di escludere la presenza di ‘ritardi nei pagamenti reiterati e significativi’ (art. 13, comma 1, CCII)”.

<sup>32</sup> V. art. 72 ss l. fall. e 172 ss. CCII.

<sup>33</sup> Provvedimenti richiamati nella nota 23.

<sup>34</sup> L'art. 157 del Codice, rubricato “Rinegoziazione del contratto”, prevede espressamente, al comma 1, che “se si sono verificati degli avvenimenti straordinari e imprevedibili, quali indicati nell'art. 97 comma 1, la parte che intende avvalersi della facoltà prevista da tale norma deve indirizzare alla controparte una dichiarazione che contenga le necessarie indicazioni e inoltre precisi – a pena di nullità della richiesta – quali diverse condizioni ella propone per mantenere in vita il contratto stesso [...]”.

<sup>35</sup> D.D.L. delega n. 1151/2019, art. 1 lett. i).

ma contraddittorietà della coppia concettuale di cui si compone<sup>36</sup>. Ed infatti, non può tacersi come, sulle orme di autorevole dottrina, già dall'accostamento delle parole che la compongono – abuso, diritto – la formula è sembrata non poter di fatto trovare applicazione, per l'insuperabile assunto in forza del quale, in sostanza, abusare di un diritto sembrerebbe cosa impossibile<sup>37</sup>.

Si è posto in evidenza, infatti, come il diritto altro non sia se non un potere – normativamente garantito – di volontà e di azione, riconosciuto ad un soggetto, o ad un gruppo di soggetti, nei confronti dell'ordinamento. Per converso, il concetto di abuso pone chiari limiti all'esercizio di tali poteri, limiti che, tuttavia, sembrano vaghi e sfuggenti<sup>38</sup>.

È altresì indubitabile che, al contrario di quanto espressamente sancito in altri ordinamenti giuridici, quello italiano non prevede un divieto positivo dell'abuso del diritto (mentre un esplicito divieto compare nei codici tedesco, francese e svizzero). Tale mancanza ha sollecitato il lavoro creativo della giurisprudenza, sempre all'opera nell'individuazione di nuove categorie da ricomprendere nella formula concettuale in discorso<sup>39</sup>.

A favore della sussistenza, nell'ordinamento giuridico italiano, di un espresso divieto di esercitare irragionevolmente il diritto di cui si è titolari, militano, nondimeno, una serie di norme che, nella disciplina del rapporto obbligatorio, impongono alle parti di tenere un comportamento probato che, in buona misura, delinea il perimetro delle facoltà facenti capo al titolare di un determinato diritto (si pensi ai doveri di correttezza e buona fede di cui si è diffusamente discusso, nonché al disposto di cui all'art. 1337 c.c. in materia di responsabilità precontrattuale, ed ancora a quanto stabilito dall'art. 1366 c.c. in punto interpretazione del contratto) e ciò principalmente nell'ambito di rapporti caratterizzati dall'organizzazione di vari interessi, tra i quali il contratto di lavoro e quelli associativi<sup>40</sup>. Ed è noto che la legge è intervenuta, in talune rilevanti ipotesi – si pensi al divieto degli atti di emulazione e delle immissioni – a temperare con criteri di socialità e di solidarietà l'esercizio del diritto di proprietà<sup>41</sup>. Si pensi inoltre all'etichetta di abusività attribuita, in materia tributaria, alla condotta di chi, pur agendo in osservanza della normativa di riferimento, ottenga vantaggi fiscali indebiti<sup>42</sup>.

<sup>36</sup> In argomento, *ex multis*, G. ALPA, *Appunti sul divieto dell'abuso del diritto in ambito comunitario e sui suoi riflessi negli ordinamenti degli Stati Membri*, in *Contratto e impresa*, 2015, 2, 247, ove si legge “la formula è per sua natura ambigua, sfuggente e tuttavia necessaria, né si può bandire, come ha tentato di fare qualche legislatore, perché è proprio come l'Araba fenice, più si cerca di esorcizzarla, più si riafferma con vigore”.

<sup>37</sup> F. SANTORO PASSARELLI, in *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1959, 77, ha sostenuto che l'abuso del diritto “oggi, non ha più ragion d'essere, perché per definizione, il diritto soggettivo arriva fin dove comincia la sfera d'azione della solidarietà [...] Perciò nel codice non è menzione dell'abuso del diritto, come di una figura speciale di atto illecito”.

<sup>38</sup> P. RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, Bologna, 1998, 13.

<sup>39</sup> L'assenza di ogni riferimento normativo all'abuso del diritto desta non poca curiosità, ove si consideri che una ipotesi era stata contemplata nel progetto di codice italo-francese sulle obbligazioni e nello stesso progetto del codice attualmente in vigore. Quest'ultimo, infatti, all'art. 7 proclamava che “nessuno può esercitare il proprio diritto in contrasto con lo scopo per il quale il diritto medesimo gli è stato riconosciuto”.

<sup>40</sup> In tal senso P. RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1965, I, 290.

<sup>41</sup> Così A. TORRENTE-P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, 2009, Milano, 78.

<sup>42</sup> L'art. 10-bis legge n. 212/2000, così dispone al comma 1: “configurano abuso del diritto una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti. Tali operazioni non sono opponibili all'amministrazione finanziaria, che

Né è mancato, tra i giudici di legittimità, un innovativo accostamento tra l'abuso del diritto e la valutazione della gravità di un inadempimento contrattuale. Segnatamente, è stata ritenuta "abusiva" la domanda di risoluzione contrattuale per inadempimento qualora la parte adempiente abbia altri mezzi a disposizione per tutelare le proprie ragioni.

In ogni caso, in ambito contrattuale soprattutto, si è precisato, questa volta da un giudice di merito, che il divieto di abuso del diritto non può comunque comportare l'imposizione ad una delle parti contrattuali di sacrifici eccessivamente gravosi in favore dell'altra<sup>43</sup>.

Certamente, come sopra anticipato, con riferimento ai rapporti tra imprese un rilievo normativo espresso è stato attribuito all'abuso del diritto nella duplice espressione di abuso di dipendenza economica ed abuso di posizione dominante, laddove il primo si colloca tipicamente nella prospettiva delle relazioni commerciali ed il secondo nella prospettiva delle dinamiche concorrenziali che caratterizzano il mercato.

Come noto, alla codificazione del divieto di abuso di dipendenza economica nell'ambito della disciplina della subfornitura nelle attività produttive<sup>44</sup> ha ben presto fatto seguito il consolidamento dell'opinione in forza della quale tale divieto debba assurgere a principio generale nell'ambito dei rapporti commerciali, la cui applicazione – specialmente in termini di effetti – non deve essere relegata alle sole ipotesi dei contratti di subfornitura<sup>45</sup>.

La fattispecie, che si sostanzia in una relazione di particolare interdipendenza tra imprese, ovvero in situazioni di sostanziale mono-committenza, acquisisce il carattere dell'abusività alla presenza di indici sintomatici<sup>46</sup> e pone all'attenzione il tema del bilanciamento tra la tutela della impresa c.d. debole e l'insindacabile autonomia delle parti, da non destinare ad indebita ed ingiustificata compressione<sup>47</sup>.

Sul versante "sanzionatorio", il patto con cui si realizza l'abuso di dipendenza economica è fulminato da nullità (è corretto discorrere di nullità di protezione, in ossequio ad una lettura teleologica della disposizione) e la tutela dell'impresa c.d. debole si colloca sul piano risarcitorio.

*ne disconosce i vantaggi determinando i tributi sulla base delle norme e dei principi elusi e tenuto conto di quanto versato dal contribuente per effetto di dette operazioni?"*

<sup>43</sup> Così, ad esempio, Trib. Verona, 2 maggio 2012, in *Corr. Del Merito*, 1, 2013, 41, con nota di M. Rizzi, ha escluso che possa considerarsi abusivo il recesso da un contratto di finanziamento, esercitato da una banca, a fronte di gravi indizi di insolvibilità del soggetto mutuatario.

<sup>44</sup> Art. 9 d.lgs. n. 192/1998.

<sup>45</sup> In tal senso ha avuto modo di esprimersi la giurisprudenza di legittimità, la quale ha assunto un orientamento da ritenersi consolidato in forza del quale "l'abuso di dipendenza economica di cui alla l. n. 192/1998 può quindi venire in considerazione in un ambito più ampio di quello formato dalle parti del singolo contratto per estendersi al rapporto commerciale più complesso in cui esso si estrinseca, qualora proprio tramite un tale rapporto si realizzi l'abuso" Cass., sez. III, 23 luglio 2014, n. 16787; impostazione accolta anche dalle Sezioni Unite nella sentenza 25 novembre 2011, n. 24906, su [www.pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://www.pluris-cedam.utetgiuridica.it).

<sup>46</sup> L'art. 9 d.lgs. n. 192/1998 stabilisce, al comma 2, che "l'abuso può anche consistere nel rifiuto di vendere o nel rifiuto di comprare, nella imposizione di condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose o discriminatorie, nella interruzione arbitraria delle relazioni commerciali in atto".

<sup>47</sup> Di recente la Corte di Cassazione, con la sentenza 21 gennaio 2020, n. 1184, su [www.pluris-cedam.utetgiuridica.it](http://www.pluris-cedam.utetgiuridica.it) ha precisato che, al fine di verificare la sussistenza di una condotta abusiva occorre "indagare la condotta arbitraria contraria a buona fede, ovvero l'intenzionalità di una vessazione perpetrata sull'altra impresa, in vista di fini esulanti dalla lecita iniziativa commerciale retta da un apprezzabile interesse dell'impresa dominante (quale, per esempio, modificare le proprie strategie di espansione, adattare il tipo o la quantità di prodotto, o anche spuntare migliori condizioni), mirando la condotta soltanto ad appropriarsi del margine di profitto altrui".

Lo sfruttamento abusivo di posizione dominante, sul mercato di riferimento<sup>48</sup> di una o più imprese, riveste inoltre il carattere di illecito anticoncorrenziale ai sensi dell'art. 3, legge n. 287/1990 (c.d. legge Antitrust) e dell'art. 102 TFUE<sup>49</sup>. In merito a questa ipotesi, il punto focale è individuare il parametro in ordine al quale considerare la condotta come connotata di abusività, posto che, in giurisprudenza, all'orientamento teso a focalizzarsi sull'effetto determinato dalla condotta abusiva, si contrappone la diversa opzione interpretativa che riconduce al metodo concorrenziale (differente da quelli ordinari) in concreto utilizzato la configurabilità dell'illecito in questione<sup>50</sup>.

Anche in questa ipotesi, quindi, ciò che si considera illecito non è il fatto (di per sé neutro) che una o più imprese detengano una posizione dominante, ma l'abusivo sfruttamento di tale posizione, idoneo a determinare effetti concorrenziali<sup>51</sup>.

Orbene, di là dalle ipotesi espressamente disciplinate dal legislatore, sappiamo – e lo abbiamo anticipato poco sopra – che il concetto (generale e sfuggente) di abuso del diritto viene in rilievo ogniqualvolta un comportamento di per sé lecito subisca, per così dire, una deviazione dal corrispondente scopo (normativamente previsto) attraverso un esercizio esorbitante, volto a raggiungere finalità non ritenute meritevoli di tutela dall'ordinamento. In ambito societario – qui preso in considerazione – non possono non ricordarsi, seppure a volo d'uccello (data l'autorevolezza degli interventi che, *ratione materiae*, si annoverano in dottrina) l'abuso del diritto di voto, l'abuso della minoranza, l'abuso nei gruppi di società<sup>52</sup>, l'abuso di operazioni societarie riconducibili, in talune ipotesi, al negozio in frode alla legge *ex art.* 1344 c.c.<sup>53</sup>.

Ed ancora, a riprova della generale applicabilità dell'istituto, si è parlato di abuso del diritto anche in una particolare ipotesi di revoca di amministratore di s.r.l., dove la Suprema Corte ha rintracciato, oltre all'assenza di giusta causa, l'esercizio abusivo del diritto in capo all'assemblea dei soci<sup>54</sup>.

<sup>48</sup> Ai fini della norma in discorso, il mercato rilevante va identificato in relazione all'ambito merceologico dei prodotti/servizi considerati intercambiabili dal consumatore ed al mercato geografico, inerente all'area di operatività delle imprese interessate.

<sup>49</sup> Tale norma dispone che “è incompatibile con il mercato interno e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale di questo. Tali pratiche abusive possono consistere in particolare:

a) nell'imporre direttamente od indirettamente prezzi d'acquisto, di vendita od altre condizioni di transazione non eque;

b) nel limitare la produzione, gli sbocchi o lo sviluppo tecnico, a danno dei consumatori;

c) nell'applicare nei rapporti commerciali con gli altri contraenti condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, determinando così per questi ultimi uno svantaggio per la concorrenza;

d) nel subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi”.

<sup>50</sup> Per un esame approfondito del tema, v. Consiglio di Stato, sez. VI, ordinanza di rimessione alla Corte di Giustizia UE, 20 luglio 2020, n. 4646, in *www.ildirittoamministrativo.it*.

<sup>51</sup> Sulla tesi della sovrapponibilità tra abuso di posizione dominante e abuso del diritto, v. M. LIBERTINI, *Abuso del diritto e abuso di posizione dominante*, in *www.rivistaodc.eu*.

<sup>52</sup> Per un'articolata ed illuminante disamina del tema, P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, n. 4, 873 ss.; v. anche A. FERRARI, *L'abuso del diritto nelle società*, Padova, 1998.

<sup>53</sup> Su *leveraged buyout* e negozio in frode alla legge, P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, Milano, 1991, richiamato da P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, cit., 877, nota 21.

<sup>54</sup> Trib. Milano, 6 luglio 2013, in *Giur. It.*, 2014, 1, 123.

A ben vedere, però, la mancata osservanza di ciò che si assume essere un generale obbligo di rinegoziazione immanente ai contratti ad efficacia durevole si traduce, prima ancora, nell'esercizio abusivo del diritto di mantenere invariato l'impianto negoziale originario da parte del contraente che rifiuti la trattativa in caso di sopravvenienze perturbatrici del contratto, quando tale rifiuto non corrisponda ad un apprezzabile vantaggio economico e, al contempo, esponga l'altro contraente a difficoltà finanziarie potenzialmente idonee a sfociare (in caso di contratti di impresa) nella crisi. In una visione complessiva di sistema, non sembra incoerente delineare come abusiva non solo la condotta di chi eserciti il proprio diritto in modo esorbitante rispetto ai confini da esso intimamente delineati, ma pure l'atteggiamento volto (testardamente) a perseguire una via che, da un lato, non offre particolari vantaggi e, dall'altro, è idonea a minare gravemente l'altrui sfera patrimoniale.

5. *Cenni conclusivi.* – La clausola *rebus sic stantibus* sembra quindi doversi considerare un principio generale immanente ai contratti di durata e, in particolare, ai contratti di impresa, assumendo che è con essi che l'imprenditore mette al sicuro la possibilità di attuare le strategie e gli indirizzi che gli permettono di ottenere i vantaggi economici che la sua attività si propone. Non è quindi peregrino ritenere che, nella prospettiva della continuità a cui tende oggi in modo inequivoco il sistema inaugurato con il CCII, l'imprenditore che, in modo ingiustificato, rifiuti una necessaria rinegoziazione si renda inadempiente ad un dovere contrattuale che, quand'anche non scritto, è già contenuto nel regolamento negoziale integrato dalla buona fede ed alla luce dell'interpretazione del negozio da condurre, in osservanza dell'art. 1366 c.c., tenuto conto, anzitutto, della volontà delle parti.

Si è già sostenuto da parte di autorevole dottrina come questo non contraddica ed anzi meglio espliciti l'autonomia contrattuale e lo scambio dei consensi (da cui questa trattazione è partita) che ha portato alla conclusione del contratto; né il giudice dell'accordo ha le mani legate, ben potendo (ed anzi, dovendo) mettere a fuoco la volontà delle parti che, contenuta in clausole formulate in presenza di una determinata situazione di fatto e di diritto, si presume le parti intendano perseguire al protrarsi (e solo al protrarsi) di questa situazione.

Volendo riconoscere poi al rifiuto di rinegoziare non sorretto da una ragionevole motivazione economica la dignità di ipotesi di esercizio abusivo del diritto sarebbe consentito al giudice di sindacare e dichiarare inefficaci gli atti compiuti in violazione del divieto di abuso del diritto<sup>55</sup> in tal modo rendendo possibile l'integrazione giudiziale del contratto in ossequio ai principi di correttezza e buona fede interpretati alla luce del principio di cui all'art. 2 Cost.

Qualora poi la negata manutenzione del contratto dovesse portare alla sua risoluzione, si potrebbe ipotizzare un aggravamento dei doveri risarcitori in capo al contraente inadempiente che si fondi proprio sull'accertata abusività del comportamento tenuto.

<sup>55</sup> In tal senso V. CARBONE, *sub art. 1175 c.c.*, cit., 103.

Del resto, le Sezioni Unite della Cassazione hanno recentemente invitato ad una riflessione sulle funzioni della responsabilità e della correlativa sanzione nel nostro ordinamento<sup>56</sup>, una riflessione che si rende necessaria in modo impellente in un'epoca, quale è l'attuale, che impone al sistema di fornire alle imprese ogni strumento utile, in prospettiva, ad evitare la crisi.

---

<sup>56</sup> Cass., S.U., 5 luglio 2017, n. 16601 in tema di compatibilità tra *punitive damages* e ordine pubblico.

# IL TRATTAMENTO DELLE PERDITE NELLE *START UP* E PMI INNOVATIVE TRA DIRITTO COMUNE, SPECIALE E DELL'EMERGENZA \*

di *Maria Di Sarli*

SOMMARIO: 1. “Dai tipi ai modelli”: un nuovo canone ermeneutico per l’interpretazione della disciplina societaria. – 2. Il trattamento delle perdite nel diritto speciale delle *start up* e PMI innovative. – 3. Il trattamento delle perdite nella disciplina emergenziale. – 3.1. L’art. 6, decreto Liquidità, nuovo testo: questioni interpretative. La portata sistematica – 3.2. (*Segue*): la fattispecie oggetto di disciplina: lettura restrittiva *vs* lettura estensiva. – 4. *Start up* e PMI innovative: interazione fra deroga strutturale e deroga emergenziale. – 5. Criticità e prospettive.

1. “*Dai tipi ai modelli*”: un nuovo canone ermeneutico per l’interpretazione della disciplina societaria. – La progressiva emersione di nuove forme organizzative dell’attività di impresa (tra cui assumono un ruolo di primo piano le *start up* e le PMI innovative) ha messo in crisi il tradizionale principio della tipicità delle società, fino ad eroderlo<sup>1</sup>. A fronte di questo fenomeno, è risultata fondamentale, sotto un duplice profilo, l’osservazione secondo la quale l’ordinamento societario può dirsi passato dai “tipi ai modelli”<sup>2</sup>.

Tale formula, in primo luogo, è apparsa da subito molto efficace nel descrivere gli effetti della detipicizzazione degli schemi societari che consistono in una maggiore permeabilità dei confini dei diversi modelli con conseguente possibile trasmigrazione di talune regole dettate per le società di diritto speciale a quelle di diritto comune e viceversa<sup>3</sup>; in secondo luogo, essa ha assunto un’importante funzione ermeneutica nella complessa attività interpretativa e ricostruttiva del nuovo quadro sistematico<sup>4</sup>.

Sulla scorta di questi insegnamenti, il presente contributo offre una lettura della disciplina emergenziale sul trattamento delle perdite emerse nel corso degli esercizi più critici della pandemia da covid-19 alla luce di quella speciale dettata a favore delle *start up* e PMI innovative da cui essa pare trarre ispirazione. Inoltre, rispetto a queste ultime società viene indagato il grado di interferenza della deroga emergenziale alla

---

\* Le bozze del presente lavoro sono state licenziate prima dell’entrata in vigore del Codice della crisi.

<sup>1</sup> Il fenomeno è stato indagato in particolare da P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.; ID., *Le nuove forme organizzative dell’attività economica: il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Milano, 2017, 61 ss.; ID., O. CAGNASSO, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. IRRERA, Torino, 2020, 1 ss.

<sup>2</sup> P. MONTALENTI, *Il diritto societario*, cit., 420 ss.

<sup>3</sup> P. MONTALENTI, *Le nuove forme organizzative*, cit., 62.

<sup>4</sup> P. MONTALENTI, *Le nuove forme organizzative*, cit., 90.

disciplina di diritto comune sulle perdite con quella ordinaria già normalmente loro accordata<sup>5</sup>.

In questa prospettiva, viene dapprima illustrata la disciplina speciale sulle perdite prevista a favore delle *start up* e PMI innovative per metterne in evidenza l'impostazione e le criticità (par. 2), dopodiché, sulla scorta di questi spunti, viene analizzata quella emergenziale (par. 3), per trarne alcune considerazioni conclusive circa le problematiche applicative che sono emerse e le possibili soluzioni per superarle (par. 4 e 5).

*2. Il trattamento delle perdite nel diritto speciale delle start up e PMI innovative.* – *Start up* e PMI innovative, in deroga alle norme di diritto comune, godono di un regime speciale più flessibile, in ordine agli obblighi di adeguamento del capitale sociale allorché si verifichi una perdita superiore ad un terzo dello stesso (art. 26, 1° comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 e art. 4, 9° comma, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3).

Essenzialmente, le società in questione beneficiano di un breve “periodo di grazia”, rispetto alle società di diritto comune. Precisamente, ad esse è accordato un esercizio in più per ripianare la perdita prima che diventi obbligatorio adeguare il capitale sociale e così, nel caso in cui la perdita lo abbia ridotto di oltre un terzo, senza tuttavia portarlo sotto il minimo legale, essa può essere rinviata a nuovo per due esercizi e non uno soltanto; mentre, qualora il minimo legale sia stato eroso, in luogo della immediata riduzione, è concesso di portare la perdita a nuovo per un esercizio. In questo secondo caso, quindi, i soci non sono posti immediatamente davanti all'impegnativa decisione di ricapitalizzare, trasformare o liquidare la società<sup>6</sup>, essendo peraltro stabilito che per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento *ex art.* 2484, 4° comma, c.c.

Come è agevole riscontrare, rispetto alle regole di diritto comune, il regime brevemente illustrato introduce una deroga costruita pressoché simmetricamente per due adempimenti profondamente diversi fra loro: *i)* l'imputazione delle perdite a riduzione del capitale e *ii)* il ripianamento delle stesse almeno nella misura necessaria a ripristinare il capitale sociale minimo<sup>7</sup>. Al primo infatti viene assegnata una mera funzione di allarme per i creditori, trattandosi di una operazione con la quale essi vengono informati del fatto che la cifra del capitale sociale effettivamente esistente rispetto a quella nominale si è ridotta in conseguenza di perdite<sup>8</sup>. Il secondo, invece, rappresenta il pre-

---

<sup>5</sup> Non si dubita infatti che alle *start up* e PMI innovative sia applicabile la disciplina più favorevole in materia di perdite dettata dal diritto dell'emergenza. V. in particolare M. CAMPOBASSO, *La riduzione del capitale “epidemic” e doveri degli amministratori*, in *NLCC*, 3, 2021, 299, nt. 6.

<sup>6</sup> Per un'ampia analisi del regime delle perdite del capitale con riferimento alle società innovative si rinvia al saggio di G. A. M. TRIMARCHI, *La riduzione per perdite del capitale sociale nelle start up innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, opera diretta O. Cagnasso, A. Mambriani, Bologna, 2020, 759 ss. In materia si veda anche O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.)*, in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, 2014, 1 ss., pubblicato anche in *Il Nuovo Diritto delle Società – NDS*, nel 2014, f. 5, 7 e di nuovo nel 2019, f. 8, 1267.

<sup>7</sup> Lo rileva O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit., 3 e ID., *Le nuove s.r.l. senza (o quasi) capitale sociale*, in *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, in *Quaderni di ricerca RES*, 2, 2016, 63.

<sup>8</sup> Sulla modesta tutela che deriva ai creditori dall'obbligo di riduzione del capitale sociale per perdite si rinvia alle osservazioni di L. STANGHELLINI, *Commento agli artt. 2446, 2447*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G. PORTALE, a cura di M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, U. TOMBARI, Milano, 2016, 2713.



supposto per poter proseguire l'attività mantenendo invariato il tipo sociale e il relativo ordinamento giuridico (anche per quel riguarda la connotazione di società innovativa<sup>9</sup>) ovvero per evitare lo scioglimento della società.

Rispetto a queste due diverse fattispecie, è stato osservato che se la scelta di consentire la continuazione dell'attività d'impresa con capitale sotto al minimo può essere giustificata, sotto il profilo economico, dalla volontà di favorire la nascita e lo sviluppo delle società innovative, meno comprensibile appare invece il rinvio delle misure di allerta a favore dei creditori<sup>10</sup>. In effetti, l'arretramento su questa forma di tutela non pare controbilanciato da un concreto beneficio per i soci, se non forse quello di motivarli a non demordere e a proseguire l'attività d'impresa.

In ordine al secondo adempimento, i rilievi che sono stati sollevati sono ancora più severi. In particolare, si teme che il rinvio della regola "trasforma, ricapitalizza o liquida", consentendo la prosecuzione dell'attività con un inadeguato livello di mezzi propri, si traduca in una «consapevole traslazione impropria del rischio di impresa sui creditori, o, più in generale, sui terzi che vengono in contatto volontariamente o involontariamente con l'impresa»<sup>11</sup>. Peraltro, si aggiunge che il complessivo indebolimento dell'impianto normativo a favore dei creditori e dei terzi appare incoerente con il rafforzamento invece degli strumenti di finanziamento, il cui successo potrebbe essere pregiudicato proprio dalle minori garanzie che le società in esame sono in grado di offrire ai creditori<sup>12</sup>.

Per tutto questo insieme di considerazioni, il meccanico allungamento dei termini dei due adempimenti per una medesima entità temporale, senza una riflessione sulla diversa rilevanza delle due differenti fattispecie prese in considerazione ha sollevato alcune perplessità<sup>13</sup>.

Le criticità poste dalla deroga in materia di perdite risultano ancora più intense con riferimento alle *start up* innovative, dal momento che tali società, com'è noto, sono sottratte per legge alle normali procedure concorsuali e in particolare al fallimento<sup>14</sup>. Una *start up* innovativa che abbia perduto il capitale sociale o addirittura abbia un capitale negativo – non venendo in considerazione per essa le procedure concorsuali maggiori – potrebbe continuare l'esercizio dell'attività d'impresa pur se in "stato di insolvenza" e pur in una situazione di aggravamento del medesimo, senza che i creditori, fintanto che essa gode del regime agevolato, possano richiedere il fallimento. Le procedure previste per la crisi da sovraindebitamento, infatti, possono essere attivate, peraltro facoltativamente, solamente su domanda del debitore. Su questo piano, inoltre, non sembrano of-

<sup>9</sup> Dal momento che possono godere della qualità di impresa innovativa solamente le società di capitali e le cooperative una trasformazione regressiva in società di persone comporterebbe la perdita di tale qualità.

<sup>10</sup> O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit., 5.

<sup>11</sup> Così A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *Riv. Società*, 2007, 518. *Contra* in particolare G.A.M., TRIMARCHI, *La riduzione per perdite*, a parere del quale «i creditori non subiscono alcuna alterazione sostanziale della loro posizione, né una significativa restrizione delle facoltà a proteggere il loro credito nei modi ordinariamente garantiti dall'ordinamento, ossia attraverso l'esercizio delle comuni azioni individuali. Il che è ben lungi dal trasferire a loro carico il rischio d'impresa, ferma restando unicamente la permanenza del "rischio di credito».

<sup>12</sup> E. FREGONARA, *La Start up innovativa*, Milano, 59 ss. e O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit., 4.

<sup>13</sup> O. CAGNASSO, *op. ult. cit.*

<sup>14</sup> Lo rileva O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit. 8.

frire maggiori garanzie i nuovi istituti della composizione negoziata della crisi e del concordato liquidatorio semplificato introdotti dal d.l. 24 agosto 2021, n. 118, conv. con modificazioni dalla l. 21 ottobre 2021, n. 147 che, analogamente alle procedure da sovraindebitamento, hanno carattere volontario.

Occorre infine sottolineare che nulla pare escludere la possibilità per le *start up* innovative di utilizzare le forme di s.r.l. con capitale inferiore ai 10.000,00 euro e quindi di una società già sostanzialmente priva di capitale sociale fin dalla sua costituzione<sup>15</sup>.

Per quanto rilevanti, tali riflessioni sono rimaste pressoché inascoltate. Del resto, la deroga sul trattamento delle perdite, per un verso, è pienamente compatibile con il diritto europeo<sup>16</sup>; per altro verso, come si ricorderà, in origine essa aveva una portata limitata perché era prevista a esclusivo beneficio delle *start up* innovative. Solo successivamente, precisamente nel 2015, forse un po' incautamente, il regime agevolato sulle perdite è stato esteso anche alle PMI innovative dall'art. 4 d.l. 24 gennaio 2015, n. 3. La deroga era nata, dunque, da un lato, con lo scopo di "consentire all'impresa *start up* innovativa di completare l'avvio e di rientrare fisiologicamente nelle perdite maturate nelle primissime fasi"<sup>17</sup> e, dall'altro, con una operatività temporale limitata a quattro anni, poi portata a cinque. Con l'estensione alle PMI innovative, il regime agevolato è divenuto strutturale, assumendo quindi i connotati di una politica di incentivazione alla innovazione che, in questa prospettiva, riveste una rilevanza quanto mai attuale posto che la prima "missione" che il c.d. *Recovery plan* è demandato a realizzare è proprio "Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura"<sup>18</sup>, ma che allo stesso tempo pone il rischio di propagare su più vasta scala le criticità messe in evidenza precedentemente.

C'è da dire, tuttavia, che una giustificazione al regime di maggior favore accordato alle imprese innovative in ordine ai tempi più lunghi entro i quali ad esse è concesso di ripianare le perdite, pena la riduzione obbligatoria del capitale e nei casi più gravi anche lo scioglimento della società, potrebbe essere ricondotta al fatto che il sistema contabile tradizionale non pare del tutto adeguato a rappresentare le *performance* delle società innovative. Le imprese in questione, infatti, sono istituzionalmente vocate alla ri-

---

<sup>15</sup> C. MONTAGNANI, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 754 ss., ivi 759.

<sup>16</sup> L'art. 58 della Dir. (UE) 2017/1132, infatti, si limita a stabilire che «in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli Stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti. La legislazione di uno Stato membro non fissa a più di metà del capitale sottoscritto l'importo della perdita considerata come grave ai sensi del paragrafo 1». Benché in tutti i Paesi dell'Unione sia in vigore il sistema del capitale, in forza di questa disposizione, solo in alcuni di essi, tra cui nel nostro, è obbligatoria la riduzione del capitale per perdite. Sul punto si vedano di G. OLIVIERI, *Quel che resta del capitale nelle S.p.A. chiuse*, in *Riv. Società*, 2016, 152 e L. STANGHELLINI, *Art. 2446, Riduzione del capitale per perdite*, cit., 2713. Per ulteriori considerazioni e riferimenti, sia consentito rinviare a M. DI SARLI, *Strategie di mitigazione degli effetti giuridici delle perdite Covid*, in *NDS*, 2022, 1012.

<sup>17</sup> Così la Relazione illustrativa al D.L. n. 179/2012. In dottrina, sul punto v. G. RACUGNO, *Il capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Le società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 156 e G.P. LA SALA, *Start – up innovative: fatti-specie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. Società*, 2017, 1118 ss.

<sup>18</sup> V. Piano nazionale di ripresa e resilienza, disponibile su [https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR\\_0.pdf](https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR_0.pdf).

cerca<sup>19</sup>, tuttavia a partire dal 2015 i costi sostenuti per tale attività devono essere “spesati” nell’esercizio in cui sono sostenuti<sup>20</sup>, benché i relativi benefici possano arrivare qualche esercizio più tardi. Più precisamente, finché un prodotto o un processo oggetto di ricerca non risulti ben individuato e definito non è possibile capitalizzare i costi per esso sostenuti. Per di più, com’è noto, il valore degli *intangible* generati internamente non è iscrivibile in bilancio se non nei limiti del costo sostenuto per produrli. A ciò si aggiunga che le imprese in questione per via delle loro ridotte dimensioni, normalmente, non raggiungono le soglie al di sopra delle quali è possibile applicare gli *IAS/IFRS* nella redazione del bilancio<sup>21</sup>, che come è noto prediligono una rappresentazione al *fair value*. In conclusione, la possibilità di rinviare di un esercizio l’imputazione della perdita a riduzione del capitale sociale potrebbe essere considerata un rimedio, seppur molto approssimativo, all’inadeguatezza del sistema contabile tradizionale a fornire una rappresentazione fedele della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale di una impresa innovativa<sup>22</sup>.

3. *Il trattamento delle perdite nella disciplina emergenziale.* – Come già anticipato nella premessa, per fronteggiare la crisi in cui sono precipitate molte imprese a causa a causa della pandemia, tra gli altri interventi, il legislatore ha introdotto una deroga emergenziale, con efficacia temporanea, agli obblighi civilistici di riduzione del capitale sociale per perdite e di scioglimento della società in caso di erosione del minimo legale.

Con riferimento alle *start up* e PMI innovative, in che modo tale deroga interagisca con quella ordinaria già loro accordata non è del tutto pacifico, dal momento che della prima vengono fornite diverse letture in particolare per quel che riguarda la portata sistematica della disposizione nonché la fattispecie da essa disciplinata. Occorre premettere che sul punto l’intervento del legislatore dell’emergenza si è sviluppato in tre momenti.

Nell’aprile 2020, il d.l. 8 aprile 2020, n. 23, conv. dalla l. 5 giugno 2020, n. 40 (c.d. decreto Liquidità) ha introdotto l’art. 6 recante “Disposizioni temporanee in materia di riduzione di capitale”. Successivamente, a dicembre del medesimo anno, tale articolo è stato integralmente riscritto ad opera dell’art. 1, comma 266, l. 30 dicembre 2020, n. 178 (legge di bilancio 2021). Da ultimo, a febbraio 2022, l’articolo in questione è stato “aggiornato” da un emendamento al d.l. 30 dicembre 2021, n. 228 (cd. decreto Milleproroghe), apportato dalla relativa legge di conversione (l. 25 febbraio 2022, n. 15).

Quanto alla portata di tali interventi, in origine, il decreto Liquidità, all’art. 6, aveva previsto un’ipotesi di sospensione temporanea degli obblighi di riduzione nominale del

---

<sup>19</sup> V. O. CAGNASSO, *Premessa*, nella prima parte di questa dottrina.

<sup>20</sup> Cfr. l’art. 2426, n. 5) così come riformulato dall’art. 6.8, lett. d), d.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139 che tra gli oneri capitalizzabili non annovera più quelli di ricerca. Sul punto si rinvia al principio contabile OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 2019.

<sup>21</sup> Cfr. M. DI SARLI, *Costi e benefici dell’informazione di bilancio in forma abbreviata: un equilibrio precario?*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2021, 230 ove ulteriori riferimenti.

<sup>22</sup> In questa prospettiva, appare ancora attuale la proposta di distinguere tra situazioni di perdite temporanee e fisiologiche, propedeutiche a maggiori profitti futuri e ipotesi in cui le perdite invece sono strutturali allo scopo di farne discendere, caso per caso, il corretto trattamento, v. E. FREGONARA, *La start up*, cit., 57.

capitale e di ricapitalizzazione imposti dal codice civile per le s.p.a. (artt. 2446, commi 2 e 3 e 2447, c.c.) e per le s.r.l. (artt. 2482 *bis* e 2482-*ter*, c.c.). La sospensione aveva breve durata, precisamente fino al 31 dicembre 2020, ed aveva ad oggetto le «*fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data*». Per lo stesso periodo era anche stabilita l'ineroperatività della causa di scioglimento per riduzione del capitale sociale sotto al minimo legale (art. 2484, comma 1, n. 4, c.c.) e per perdita integrale del capitale nelle società cooperative (art. 2545 *duodecies*, c.c.)<sup>23</sup>.

Questa prima deroga, da un lato, aveva sollevato dubbi interpretativi circa quali perdite rientrassero nel regime emergenziale (solo quelle verificatesi nel corso del periodo agevolato o anche quelle portate a nuovo dall'esercizio precedente, ma emerse da un bilancio redatto durante il "periodo di grazia")<sup>24</sup>, dall'altro, comportava che l'applicazione delle norme del codice civile in materia di perdite, a partire dal 1° gennaio 2021<sup>25</sup>, ossia in un momento in cui la pandemia purtroppo ancora imperversava, sarebbe tornata obbligatoria.

Tanto considerato, a ridosso del termine di efficacia della deroga in questione, come già anticipato, la legge di bilancio 2021 ha riscritto integralmente la disposizione, mantenendo tuttavia ferma la rubrica.

A seguito di tale intervento, l'art. 6 del decreto Liquidità, risulta composto da quattro commi.

---

<sup>23</sup> Sulla prima versione dell'art. 6, decreto Liquidità si vedano in particolare: A. PAOLINI - M. GARCEA, *Riduzione del capitale sociale per perdite nella legislazione emergenziale "Covid-19" e problematiche connesse alla parità di trattamento tra imprese*, in [www.dirittifondamentali.it](http://www.dirittifondamentali.it), 2020, 1294, 18 luglio, 2020, 1294 ss.; A. BUSANI, *Il 2020 come "anno di grazia" per le perdite da COVID-19*, in *Società*, 2020, 538 ss.; M. VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, in *Società*, 2020, 525 ss.; G. D'ATTORRE, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Fallimento*, 2020, 597 ss.; G. STRAMPELLI, *La preservazione*, cit., 381 ss.. Si vedano inoltre: CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Sospensione della disciplina in tema di riduzione obbligatoria del capitale a copertura perdite, nel periodo dell'emergenza Covid-19*, Massima n. 191, 16 giugno 2020 e ASSONIME, *Le regole societarie per salvaguardare la continuità operativa delle imprese nei decreti Liquidità e Rilancio*, Circolare del 28 luglio 2020. Per ulteriori riferimenti si rinvia a M. DI SARLI, *Strategie di mitigazione degli effetti giuridici delle perdite Covid*, in *NDS*, 2022, 995, nota 21.

<sup>24</sup> Per la posizione più restrittiva v. N. ABRIANI-N. CAVALLUZZO, *Termini di ricapitalizzazione rinviabili fino a cinque anni*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 dicembre 2020, 33; A. BUSANI, *Il 2020*, cit., 538; TOLA, *Le società di capitali nell'emergenza*, in *Banca e borsa*, 2020, 4, 527; A. PAOLINI-M. GARCEA, *Riduzione del capitale sociale*, cit., 1296 e m. VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite*, cit., 533, nonché implicitamente anche I. DONATI, *Le società senza patrimonio netto: riflessi concorsuali del nuovo art. 6, D. L. "Liquidità"*, in *Fall.*, 2021, 461. Nello stesso senso si erano posti anche ASSONIME, *Legge di bilancio 2021*, cit., il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, nella Massima n. 191, cit. Sull'illegittimità di azioni dilatorie messe in campo ad arte per far emergere la perdita durante il "periodo di grazia" v. Trib. Catania 28 maggio 2020, in [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it).

<sup>25</sup> Anche su questo punto le ricostruzioni interpretative non sono state univoche. Per parte della dottrina infatti la norma avrebbe avuto una ultrattività nel senso che la sua applicazione si sarebbe estesa fino alla data di approvazione del bilancio da cui tali perdite sarebbero emerse, in questo senso M. IRRERA- E. FREGONARA, *La crisi d'impresa e la continuità aziendale ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di M. IRRERA, Torino, 2020, 31 e A. BUSANI, *Il 2020*, cit., 953; per altri invece il *dies a quo* della norma sarebbe stato il 31 dicembre 2020, sicché gli obblighi temporaneamente sospesi avrebbero riacquisito operatività già il 1° gennaio 2021, così G. D'ATTORRE, *Disposizioni*, cit., 539, G. FERRI JR, *La sospensione degli obblighi di riduzione del capitale per perdite tra passato prossimo e futuro remoto*, in *Riv. not.*, 1, 2021, 12; G. STRAMPELLI, *La preservazione (?)*, cit., 353.

Il primo, al momento della sua originaria introduzione, stabiliva che «*per le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020 non si applicano gli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482 bis, quarto, quinto e sesto comma, e 2482-ter del codice civile e non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile*», con il decreto Milleproroghe l'agevolazione è stata estesa anche alle «*perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021*».

Gli altri commi sono rimasti invariati.

Il secondo prevede che «*il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, secondo comma, e 2482 bis, quarto comma, del codice civile, è posticipato al quinto esercizio successivo; l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate*».

Per quanto riguarda il terzo, esso dispone che «*nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio di cui al comma 2. L'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve procedere alle deliberazioni di cui agli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile. Fino alla data di tale assemblea non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile*».

Infine, il comma 4 stabilisce che «*le perdite di cui ai commi da 1 a 3 devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio*».

Tanto la versione originaria quanto quella riformulata, come già anticipato, sono state oggetto di letture non univoche<sup>26</sup>, soprattutto per quel che riguarda la portata sistematica e la fattispecie oggetto di disciplina.

---

<sup>26</sup> Sull'ampio dibattito sviluppatosi in dottrina si vedano gli Autori già citati nella nota precedente, nonché, con riferimento alla seconda versione dell'art. 6, decreto Liquidità: N. ABRIANI-F. BUTTIGON, *Legge di bilancio 2021 e patrimonio netto di bilancio nelle società di capitali in Italia: spunti per il superamento di un paradigma*, in *Il Societario*, 17 febbraio 2021; M. CAMPOBASSO, *La riduzione del capitale "epidemica" e doveri degli amministratori*, in *Le nuove leggi civili e commentate*, 3, 2021, 296; G. FERRI JR, *La sospensione*, cit., 3, M. DI SARLI, *La disciplina in deroga nella fase patologica*, in *Giur. it.*, 2021, 2265; P. MARCHETTI, *Nuovi sviluppi della disciplina emergenziale in tema di perdite di capitale: introduzione*, in *Riv. soc.*, 2021, 214; A. PAOLINI, *La nuova sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale nella legislazione di emergenza Covid-19*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 88-2021; G. STRAMPELLI, *La preservazione*, cit., 381 ss. Si vedano inoltre anche le posizioni di ASSONIME, *Legge di bilancio 2021: la nuova disciplina sulla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione in caso di perdite significative*, Circolare n. 3 del 25 febbraio 2021; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Sospensione della disciplina in tema di riduzione obbligatoria del capitale a copertura perdite, nel periodo dell'emergenza Covid-19*, *Massima* n. 196, del 23 febbraio 2021; COMITATO TRIVENETO, *Orientamenti in ordine al regime di "sospensione" delle perdite*, MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Circolare n. 29860 del 29 gennaio 2021, 3.

3.1. *L'art. 6, decreto Liquidità, nuovo testo: questioni interpretative. La portata sistematica.* – L'art. 6, decreto Liquidità, a seguito dell'intervento subito ad opera della legge di bilancio 2021, ha sollevato subito una questione di notevole rilevanza, riguardante la sua portata sistematica e nello specifico il rapporto intercorrente tra i quattro commi di cui è arrivato a comporsi.

Sull'argomento sono state avanzate due differenti ricostruzioni, definite una "unitaria", l'altra "autonomista"<sup>27</sup>.

Secondo la prima impostazione, oramai affermatasi nella dottrina<sup>28</sup> oltre che nella prassi<sup>29</sup>, i quattro commi della norma vanno letti unitariamente. Più nel dettaglio, si ritiene che il primo comma fissi l'unica fattispecie disciplinata dalla disposizione ossia "le perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020 [2021]" che abbiano ridotto il patrimonio netto sotto la soglia dei due terzi del capitale sociale, disponendo per esse la "non applicazione" degli artt. 2446, comma 2 e 2447, c.c. e la non operatività dell'art. 2484, comma 1, n. 4, c.c., mentre i successivi commi si limiterebbero a disciplinare le modalità tecniche operative della sterilizzazione, che consiste in un rinvio di cinque esercizi dei termini entro i quali gli obblighi ivi previsti devono essere comunque assolti.

La seconda ricostruzione, quella definita autonomista, è rimasta pressoché isolata<sup>30</sup>. Essa prospettava l'indipendenza del primo comma e nello specifico riteneva che esso, relativamente alle "perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020", accordasse una disapplicazione a tempo indefinito delle norme codicistiche sopracitate. In questa prospettiva, il secondo e il terzo comma invece sarebbero stati tesi a disciplinare le perdite che, successivamente alla predetta data, anche per effetto di perdite cumulate pregresse (senza tuttavia considerare quelle emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020), avessero superato la soglia di un terzo del capitale sociale. Per tali perdite la norma avrebbe lasciato fermi gli obblighi di riduzione nonché, in caso di erosione del minimo legale, anche quello di ricapitalizzazione per evitare lo scioglimento della società, concedendo tuttavia un termine più ampio (cinque esercizi) per adempiervi.

A questa seconda interpretazione veniva riconosciuta una maggiore aderenza al dato letterale<sup>31</sup>, inoltre essa presentava alcuni "vantaggi". Nello specifico, essa pareva idonea a configurare un nuovo regime delle perdite, benché transitorio, capace di favorire la *re-start* delle imprese, nel solco del modello agevolativo già sperimentato per le società innovative, peraltro eliminando una disparità di trattamento con queste forse non più giustificabile, posto che, per superare la crisi, viene oramai suggerito a tutte le

<sup>27</sup> Per questa classificazione v. I. DONATI, *Le società senza patrimonio netto*, cit., 462.

<sup>28</sup> V. P. MARCHETTI-M. VENTORUZZO, *Rischio imprese zombie. Non basta l'emergenza*, in *Corriere della sera-Economia*, 1° gennaio 2021, 15, A. BUSANI, *Quinquennio di grazia per le perdite emerse nel 2020*, in *Società 2021*, 201, ss.; G. FERRI JR, *La sospensione*, cit., 3; M. CAMPOBASSO, *La riduzione del capitale*, cit., 296, P. MARCHETTI, *Nuovi sviluppi*, cit., 214; A. PAOLINI, *La nuova sospensione*, cit.; I. DONATI, *Le società senza patrimonio*, cit., 462.

<sup>29</sup> Cfr. Massima n. 196 del Consiglio Notarile di Milano del 23 febbraio 2021 e Massime T.A.1-T.A.15 del Consiglio Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie nonché ASSONIME, *Legge di bilancio 2021: la nuova disciplina sulla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione in caso di perdite significative*, circ. n. 3 del 25 febbraio 2021.

<sup>30</sup> Riferibile a N. ABRIANI-F. BUTTIGON, *Legge di bilancio 2021*, cit.

<sup>31</sup> A. PAOLINI, *La nuova sospensione*, 5.

imprese di investire in innovazione<sup>32</sup>. Inoltre, essa consentiva di assoggettare ad un regime meno severo rispetto a quello del codice civile anche le perdite dell'esercizio 2021, subite a fronte del *lockdown* dei primi mesi di tale anno<sup>33</sup>.

In questa prospettiva, è proprio l'ultimo intervento del legislatore, adottato con il decreto Milleproroghe, che ha esteso il regime contenuto nell'art. 6, decreto Liquidità alle "perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2021", a smentire la ricostruzione autonomista. Come è evidente, infatti, il legislatore, per realizzare l'obiettivo di sottrarre all'applicazione delle norme di diritto comune anche le perdite 2021, ha ritenuto necessario un nuovo intervento, non reputando sufficiente quello originario.

Per vero la tesi autonomista poteva dirsi già implicitamente smentita dall'art. 8, d.l. 24 agosto 2021, n. 118 con il quale era stata introdotta, a favore delle società che avviano un percorso di composizione negoziata della crisi<sup>34</sup>, la facoltà di sospendere gli obblighi di riduzione e di ricapitalizzazione in conseguenza di perdite del capitale sociale superiori ad un terzo, richiamando, a tal fine, espressamente gli artt. 2446, commi 2 e 3 e 2447, c.c. che dunque non potevano intendersi implicitamente abrogati dall'art. 6, decreto Liquidità.

3.2. (Segue): *la fattispecie oggetto di disciplina: lettura restrittiva vs lettura estensiva*. – Stabilito che, con riferimento all'articolata disposizione contenuta nell'art. 6, decreto Liquidità occorre ragionare in termini unitari, resta tuttavia aperta un'ulteriore questione: quella del perimetro delle perdite che possono considerarsi agevolate.

Anche su questo profilo, vengono avanzate ricostruzioni discordanti perché il legislatore, nel definire la fattispecie oggetto di disciplina, parla di "perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020" e quindi ricorre ad un termine (emerse) atecnico, che dà adito a diverse interpretazioni.

Precisamente, sul punto si contrappongono una tesi restrittiva secondo la quale il legislatore farebbe esclusivo riferimento alle perdite contabilizzate per la prima volta nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020 (e ora anche al 31 dicembre 2021), essendo le uniche suscettibili di porsi in relazione con la pandemia<sup>35</sup> e una tesi estensi-

<sup>32</sup> Cfr. Relazione annuale al Parlamento *sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di Startup e PMI innovative*, 2020, predisposta dal Ministero dello Sviluppo Economico, disponibile su [www.mise.gov.it](http://www.mise.gov.it), i cui dati sul *trend* di crescita delle imprese innovative anche in concomitanza della crisi sanitaria risultano confermati da un recente *report* elaborato da Anitec-Assinform, (l'Associazione di Confindustria che raggruppa le principali aziende dell'Ict e Infocamere, la società delle Camere di Commercio italiane per l'innovazione digitale), dal titolo *Start up e PMI innovative ICT: trend demografici e performance. Report di monitoraggio*, maggio 2021, disponibile su <https://www.anitec-assinform.it/comunicati-stampa/la-pandemia-non-ferma-la-crescita-delle-nuove-startup-e-delle-pmi-innovative-del-settore-ict.kl>. Sul ruolo chiave dell'innovazione per superare la crisi innescata dall'emergenza sanitaria, v., tra gli altri, M. SPIOTTA, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. CAGNASSO – A. MAMBRIANI, Torino, 2020, 31 ss.

<sup>33</sup> M. DI SARLI, *La disciplina in deroga*, cit., 2270.

<sup>34</sup> Su questa diversa fattispecie di deroga alle norme di diritto comune in materia di perdite si rinvia, anche per ulteriori riferimenti, a R. GUIDOTTI, *La sospensione degli obblighi relativi al capitale e della causa di scioglimento collegata*, in *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, diretto da M. IRRERA e S.A. CERRATO, coordinato da F. PASQUARIELLO, Torino, 2022, 155 ss.

<sup>35</sup> Per questa impostazione v. N. ABRIANI-F. BUTTIGON, *Legge di bilancio*, cit.; M. CAMPOBASSO, *La riduzione*, cit., 303; I. DONATI, *Le società senza patrimonio*, cit., 463; G. FERRI JR, *La sospensione*, 14; M.

va che invece è propensa ad estendere il regime agevolato anche alle perdite portate a nuovo dagli esercizi precedenti le quali, in virtù del principio di continuità che avvince i bilanci, si ritrovano ad essere rappresentate nel bilancio degli esercizi presi a riferimento dalla norma<sup>36</sup>.

A sostegno di questa seconda interpretazione, si argomenta che il nuovo testo dell'art. 6, decreto Liquidità deve essere interpretato in coordinazione con quello precedente il quale, anche in ragione del complessivo "pacchetto" di norme in cui risultava inserito, seppur con una formulazione non del tutto chiara, («*fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro*» il 31 dicembre 2020) dimostrava di voler prendere in considerazione non solo il fenomeno delle perdite in sé e le sue possibili conseguenze sulla continuità delle imprese, ma anche le difficoltà di reperimento dei capitali necessari per ripianare le perdite, in questo senso ricomprendeva nella misura agevolativa anche le perdite portate a nuovo da esercizi precedenti<sup>37</sup>.

Peraltro, queste considerazioni parevano sottendere il timore che, con l'accoglimento della tesi restrittiva, potesse originarsi il rischio di condannare definitivamente allo scioglimento quelle imprese che, prima del 31 dicembre 2020, avessero chiuso l'esercizio con una perdita tale da integrare gli obblighi di ricostituzione del capitale *ex art.* 2447, c.c.<sup>38</sup>. Tali società, infatti, diversamente da quelle con esercizio sociale coincidente con l'anno solare, non essendo intercettate dalla deroga, per ragioni legate puramente ad "un elemento temporale", si sarebbero trovate davanti all'alternativa "ricapitalizza o liquida" nel pieno della pandemia e dei problemi di reperimento di liquidità ad essa collegati, rimanendo così vittime di una disparità di trattamento<sup>39</sup>.

Tali rilievi sono meritevoli di attenzione, tuttavia il perimetro entro il quale estendere l'agevolazione è una questione di politica del diritto e dunque di esclusiva competenza del legislatore, che, come è già stato notato<sup>40</sup>, nel corso del periodo emergenziale, è passato da un approccio di sostegno generalizzato ad uno maggiormente selettivo, in-

---

SPADARO-F. FRASCA, *La sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione nel diritto emergenziale "anti-covid"*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 28 aprile 2021, 15. In giurisprudenza, Trib. Catania 28 maggio 2020, in *Banca dati De Jure*.

<sup>36</sup> Di tale avviso, in particolare, P. MARCHETTI, *Nuovi sviluppi*, cit., 215; A. PAOLINI, *La nuova sospensione*, cit., 5 e ASSONIME, *Legge di bilancio 2021*, cit., 9 e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 196*, del 23 febbraio 2021. In giurisprudenza, Trib. Venezia, 25 maggio 2021, in *Banca dati De Jure* e Trib. Napoli 17 marzo 2022, in *www.ilcaso.it* per il quale la deroga contenuta nell'art. 6, decreto Liquidità «rileva nella misura in cui si riverbera sull'esercizio che dovrebbe poi determinare l'attivazione delle procedure di cui agli artt. 2446-2447, c.c., per cui il termine di riferimento è l'anno di esercizio e non quando si è verificato il fatto costitutivo della perdita».

<sup>37</sup> Come è stato notato da I. DONATI, *Le società*, cit., 461, se la prima versione dell'art. 6, decreto Liquidità utilizzava il plurale ("fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro..."), la seconda invece si esprime al singolare ("perdite emerse nell'esercizio in corso...").

<sup>38</sup> Seppur in senso non così esplicito questo sembra essere il rilievo di A. PAOLINI, *op. cit.*, 6. Più in generale, critico verso un sistema di aiuti indirizzato alle sole società entrate in crisi a seguito della pandemia, con esclusione di quelle che lo erano già prima, senza tuttavia versare in stato di insolvenza L. STANGHELLINI, *La legislazione d'emergenza in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, 357 secondo il quale un simile approccio comporta che dette imprese siano «inesorabilmente condannate». In questo senso, l'A. auspica che l'occasione della pandemia venga colta per creare un ambiente meno sfavorevole per le imprese.

<sup>39</sup> A. PAOLINI, *op. cit.*, 7.

<sup>40</sup> I. DONATI, *Le società*, cit., 462.



dirizzato cioè a sostenere le sole imprese in difficoltà per la particolare congiuntura economica, ma in sé redditizie.

In merito, è stato interpellato anche il Ministero dello Sviluppo Economico, che ha reso un parere, finora mai smentito, secondo il quale «Sembra da escludersi [...] che la disposizione possa riguardare perdite relative ad esercizi antecedenti [...], restando le stesse assoggettate, di conseguenza, al regime generale (anche in tema di scioglimento ex art. 2484, n. 4, c.c.)»<sup>41</sup>.

Tuttavia, tutte queste considerazioni non credo portino a ritenere, in modo definitivo, che l'approccio seguito dal legislatore sia di tipo restrittivo, in quanto sembra esserci spazio per una terza lettura.

A me pare che se la portata sistematica dell'art. 6, decreto Liquidità, come si è visto nel paragrafo precedente, va ricostruita indagando il rapporto esistente tra i diversi commi che lo compongono, il perimetro delle perdite oggetto di agevolazione deve essere fondato, invece, sul rapporto che intercorre fra le diverse formulazioni che di detta disposizione sono state fornite nel tempo.

In linea generale, con riferimento alla riscrittura dell'art. 6, decreto Liquidità, per mano della legge di bilancio 2021, si è parlato di "riformulazione", con scopo di chiarimento oltre che di prolungamento dell'efficacia temporale della disposizione originaria. Ed è questa l'ipotesi da cui muovono entrambe le linee interpretative (estensiva e restrittiva) appena illustrate. A ben vedere, però, quella contenuta nell'art. 6, decreto Liquidità attualmente in vigore non rappresenta una mera versione riformulata della originaria disposizione, ma consiste piuttosto in una norma del tutto nuova tesa a introdurre una diversa misura, distinta dalla prima. In questa prospettiva, sembra possibile ritenere che sull'art. 6, decreto Liquidità non pesi il vincolo di essere applicato in continuità con la originaria versione, in quanto non ne rappresenta una "proroga"<sup>42</sup>.

L'equivoco di considerare le due disposizioni unitarie nasce probabilmente anzitutto dalla diffusa aspettativa di una semplice proroga della deroga<sup>43</sup> e, secondariamente, dal fatto che il legislatore ha usato il medesimo "contenitore" ossia l'art. 6, ricompreso nel decreto Liquidità, mantenendo peraltro invariata la rubrica (*Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale*). Eppure i due testi normativi sono stati formulati in momenti profondamente diversi sicché diverse risultano le "emergenze" alle quali il legislatore si è preoccupato di fare fronte.

Muovendo da questa ipotesi, anche ricostruire la *ratio* dell'art. 6, nuovo testo, basandosi sulla relazione illustrativa all'originario decreto Liquidità è stato poco proficuo perché il periodo in cui essa è stata predisposta presentava peculiarità differenti rispetto al momento in cui la legge di bilancio 2021 è intervenuto sulla disposizione in esame.

Se il decreto Liquidità, nella sua versione originaria, è stato introdotto in pieno *lockdown*, nella fase più incerta e acuta della pandemia, la legge di bilancio 2021 è subentrata quando già molte misure a sostegno delle imprese erano state varate, un piano per la gestione dell'emergenza sanitaria si stava via via affinando e soprattutto era imminente l'avvio della campagna vaccinale.

In altre parole, se con il decreto Liquidità sembra legittimo ritenere che il legislatore

---

<sup>41</sup> Parere del MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, cit.

<sup>42</sup> Un primo spunto in tal senso si rinviene già in G. FERRI JR, *La sospensione*, cit., 15.

<sup>43</sup> Così I. DONATI, *Le società*, cit., 460.

re, in ragione dello *shock* improvviso causato dallo scoppio della pandemia, abbia inteso sospendere momentaneamente gli obblighi di adeguamento del capitale<sup>44</sup>, con l'obiettivo di concedere più tempo alle società non solo per reperire nuove risorse finanziarie, ma anche per valutare, con maggiore ponderazione, l'impatto dell'emergenza sanitaria sulle prospettive di continuità dell'impresa, pare altrettanto ragionevole sostenere che con la legge di bilancio 2021 l'obiettivo sia stato quello di congegnare, invece, un regime temporaneo di trattamento delle perdite nell'ottica di avviare un percorso di naturale riassorbimento delle stesse<sup>45</sup>.

Allo spirare dell'efficacia dell'art. 6, decreto Liquidità vecchio testo è pertanto entrata in vigore una nuova misura (art. 6, nuovo testo) tesa non più a fronteggiare i problemi di liquidità delle imprese, ma gli squilibri economici-patrimoniali riconducibili alla pandemia. Se dunque la prima misura era qualificabile come un'azione di "pronto soccorso" a tutto spettro, la seconda si configura invece come un "periodo di disintossicazione".

Sotto un profilo più strettamente ermeneutico, va poi notato che entrambe le letture proposte – sia quella restrittiva, sia quella estensiva – poggiano sull'ipotesi, non del tutto convincente, che la fattispecie disciplinata dall'art. 6, decreto Liquidità sia la medesima di quella su cui fanno perno gli artt. 2446 e 2447, c.c. ossia il valore complessivo delle perdite che residua dopo l'azzeramento delle riserve idonee a coprirle, superiore ad un terzo del capitale sociale<sup>46</sup>.

Sul punto, si è già avuto occasione di analizzare altrove<sup>47</sup> come le deroghe agli artt. 2446, comma 2 e 2447, c.c. presenti nel nostro ordinamento sembri che funzionino diversamente a seconda che esse siano strutturali (tale è per esempio proprio quella accordata alle *start up* e PMI innovative) oppure emergenziali (tali sono quelle introdotte per esempio a seguito di eventi sismici).

Più precisamente, quelle strutturali accordano termini più ampi entro i quali gli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione devono essere assolti, ma mantengono ferma la fattispecie, conseguentemente esse trovano applicazione solamente con riferimento alle

<sup>44</sup> Per essere più analitici, sembra corretto ritenere che l'art. 6, vecchio testo abbia avuto questa portata: ha sospeso fino al 31 dicembre 2020 gli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione del capitale il cui presupposto si è verificano nel periodo di efficacia della norma (9 aprile 2020-31 dicembre 2020). Ne hanno dunque beneficiato:

– le società che avevano portato a nuovo dal bilancio 2018 una perdita superiore ad un terzo del capitale sociale non ridotta sotto tale soglia entro la data di approvazione del bilancio 2019, avvenuta nel 2020 (fattispecie di cui all'art. 2446, comma 2);

– le società che dal bilancio 2019, in sede di approvazione nel 2020, hanno evidenziato una perdita superiore ad un terzo del capitale sociale con erosione del minimo legale (fattispecie di cui all'art. 2447);

– le società che nel corso del 2020 hanno redatto una situazione patrimoniale straordinaria dalla quale è emersa una perdita superiore ad un terzo al capitale sociale che ha eroso il minimo legale (fattispecie di cui all'art. 2447).

<sup>45</sup> Cfr. I. DONATI, *Le società*, cit., 461 che parla di una "disciplina finalizzata ad "accompagnare" le società che beneficiano della sospensione degli obblighi in tema di capitale sociale verso il momento in cui tali obblighi torneranno ad applicarsi".

<sup>46</sup> In sostanza, non è la perdita di esercizio, ma la perdita di bilancio, ossia la perdita che residua dopo che le eventuali riserve presenti nel patrimonio netto siano state tutte assorbite, progressivamente secondo l'ordine di legge. Il punto è ormai pacifico in dottrina e in giurisprudenza, v. per tutti anche per ampi riferimenti L. STANGHELLINI, *Artt. 2446, 2447*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA-G. B. PORTALE, 2016, 2715.

<sup>47</sup> M. DI SARLI, *Strategie di mitigazione degli effetti giuridici*, cit., 1014.

società aventi in bilancio perdite complessive risultanti dal patrimonio netto di bilancio che riducono il capitale sociale sotto la soglia dei due terzi.

Diversamente, le deroghe emergenziali, introdotte per esempio a fronte di eventi sismici, pare che siano tese a disciplinare il trattamento delle perdite (di qualsiasi entità) che emergono dal conto economico dell'esercizio preso a riferimento dalla norma; esse dunque sono considerate isolatamente e non in cumulo con quelle eventualmente portate a nuovo da esercizi precedenti e in forza della sterilizzazione, per tutto il periodo della sua durata, non si cumulano neppure a eventuali perdite successive.

Per cui, in definitiva, sembrerebbe che, in linea generale, le deroghe strutturali assumono che i presupposti per ridurre il capitale si siano già verificati e si interviene per renderli temporaneamente inattivi, mentre con lo strumento delle deroghe emergenziali si evita che, per un certo periodo di tempo, tali presupposti vengano integrati con la concorrenza delle perdite prodottesi in uno o più esercizi caratterizzati da una emergenza (calamità o evento anomalo).

4. *Start up e PMI innovative: interazione fra deroga strutturale e deroga emergenziale.* – Accertato nel par. 3.1. che l'art. 6, decreto Liquidità disciplina una sola fattispecie (le perdite emerse nel corso dell'esercizio 2020 e dell'esercizio 2021) e che solo con riferimento ad essa è stabilito che gli obblighi di adeguamento del capitale sociale, in deroga a quanto previsto dal codice civile, sono rinviati di cinque esercizi, ne deriva il regime speciale in materia di perdite previsto per *start up* e PMI innovative, al pari delle norme del codice, non è stato implicitamente abrogato.

Muovendo poi dall'ipotesi che la deroga emergenziale abbia ad oggetto le perdite di qualsiasi entità risultanti dal conto economico degli esercizi agevolati e non già le perdite risultanti dal patrimonio pare corretto concludere altresì che, con riferimento alle *start up* e PMI innovative, le due deroghe – quella strutturale e quella emergenziale – fino alla durata di efficacia della seconda, agiscono in combinazione, nel senso che tali società con riferimento alle perdite (di qualsiasi entità) in corso agli esercizi 2020 e 2021 hanno la possibilità di effettuare una sterilizzazione con riporto a nuovo delle stesse per i cinque esercizi successivi, nel corso dei quali, eventuali perdite di esercizio che dovessero emergere godranno di un duplice beneficio, in quanto, da un lato, ad esse ad non si cumuleranno quelle del 2020 e del 2021 eventualmente sterilizzate, dall'altro, le stesse, qualora dovessero superare la soglia di un terzo del capitale sociale, godranno della deroga strutturale che consente di rinviare di un esercizio i termini per adempiere agli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione del capitale sociale di cui agli artt. 2446, comma 2 e 2447, c.c.

A questo punto però si apre un'ulteriore questione. Essendo partiti dall'ipotesi che il legislatore dell'emergenza abbia rinviato di cinque esercizi la rilevanza giuridica delle perdite 2020 e 2021 di qualsiasi entità e non invece gli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione che esse sarebbero state in grado di attivare nel caso in cui fossero risultate superiori ad un terzo del capitale sociale, ne deriva che, allo scadere dell'efficacia della deroga emergenziale, ciò che pare destinato a rivivere immediatamente sono le perdite sterilizzate e non gli obblighi di riduzione del capitale sociale. In altre parole, le perdite 2020 e 2021, rispettivamente nel 2025 e nel 2026, torneranno a cumularsi con eventuali altre perdite presenti in bilancio ponendo la necessità a carico degli amministratori di

verificare a quel tempo che non siano integrati gli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione del capitale. Resta tuttavia da chiedersi se tali obblighi dovranno essere adempiuti in ogni caso immediatamente oppure entro i normali termini previsti (per le società di diritto comune dagli artt. 2446, comma 2 e 2447, c.c. e per le *start up* e PMI innovative dagli artt. 26, comma 1 d.l. 179/2012 e art. 4, comma 9, d.l. 3/2015). In quest'ultima ipotesi, le società di fatto verrebbero a godere di un'ulteriore differimento delle perdite registrate durante l'emergenza.

Una soluzione equilibrata potrebbe essere quella di distinguere il caso in cui le perdite sterilizzate siano da sole superiori ad un terzo del capitale sociale dal caso in cui tale soglia venga superata solamente attraverso un cumulo delle stesse con altre perdite in bilancio. Nel primo caso, pare ragionevole non procrastinare ulteriormente gli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione, nel secondo invece sembra possibile applicare le ordinarie regole in materia di perdite, distinguendo fra società di diritto comune e *start up* e PMI innovative.

5. *Criticità e prospettive.* Secondo quanto emerso nei paragrafi precedenti, il legislatore, nel tentativo di risolvere i problemi interpretativi e applicativi posti dall'originario art. 6, decreto Liquidità, ne ha sollevati di nuovi, peraltro di rilievo sistematico. Inoltre, la deroga "emergenziale" essendo disegnata sul modello di quella "ordinaria" valevole per le imprese innovative pone il rischio di propagarne le criticità evidenziate nel secondo paragrafo su più larga scala.

Allo stesso tempo, però, proprio la contingenza della crisi sanitaria e l'introduzione della deroga emergenziale potrebbero riportare all'attenzione quei problemi sollevati con riferimento alla deroga speciale dettata per le sole società innovative, rimasti finora un po' in ombra e dunque mai risolti.

Anzitutto, permangono le perplessità circa l'opportunità di differire la riduzione del capitale sociale per perdite superiori ad un terzo del capitale quando questo rimanga in ogni caso sopra la soglia del minimo legale<sup>48</sup>, ritenendo che così procedendo i creditori vengano inutilmente privati di una tutela informativa. Invero, la dilazione emergenziale ha conseguenze favorevoli per i soci. In primo luogo, sospendendo per cinque esercizi gli effetti giuridici della perdita oggetto di differimento, essa non viene cumulata alle perdite che dovessero eventualmente emergere durante il quinquennio di dilazione, limitando quindi il rischio che l'obbligo di riduzione di capitale sociale o addirittura di scioglimento della società possa insorgere negli esercizi successivi. Inoltre, un'altra opportunità offerta dal differimento è ravvisabile nella possibilità di aumentare il capitale sociale senza dover previamente coprire la perdita<sup>49</sup>, peraltro con le maggioranze semplificate introdotte dall'art. 44 d.l. 16 luglio 2020, n. 76<sup>50</sup>. Su questo piano, forse

<sup>48</sup> Cfr. S. FORTUNATO, *Continuità aziendale, bilanci e crisi da pandemia*, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 35.

<sup>49</sup> Cfr. Massima n. 196 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO ove si afferma la legittimità di "deliberazioni di aumento di capitale a pagamento che non siano precedute dalla riduzione del capitale sociale a copertura delle perdite risultanti dal bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infra-annuale riferiti a esercizi o frazioni di esercizi in corso alla data del 31 dicembre 2020". Sulla stessa posizione anche COMMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento T.A.10 del 12 aprile 2021.

<sup>50</sup> Sull'argomento: M.S. SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Società*, 2020, 406 ss. P. MARCHETTI, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, in *Riv. Società*, 2020, 1165 ss.

non meno utile della dilazione sarebbe stata la sterilizzazione delle «perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020» e «alla data del 31 dicembre 2021») anche ai fini del computo del limite per l'emissione delle obbligazioni di cui all'art. 2412 c.c., ampliando così le opportunità di finanziamento delle S.p.A.

Un secondo profilo critico è rappresentato dal fatto che in caso di perdita integrale del capitale sociale o addirittura di patrimonio netto negativo è consentito di proseguire l'attività "in autonomia" ossia senza alcuna forma di "vigilanza", come invece avviene in caso di sospensione dell'applicazione delle norme in tema di riduzione del capitale per perdite oltre il terzo e sotto il minimo *ex art. 182-sexies l. fall.*, dove, benché la sospensione sia accordata per un periodo circoscritto di tempo – quello che va dal deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo o per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione o della proposta di accordo sino all'omologazione – la gestione della società durante la procedura è soggetta alle regole enunciate dall'art. 167 l. fall., per cui il debitore conserva sì l'amministrazione dei suoi beni e l'esercizio dell'impresa, ma sotto la vigilanza del commissario giudiziale ed inoltre gli atti di straordinaria amministrazione debbono essere autorizzati dal Giudice delegato.

Questa differenza di disciplina, rimarcata fin da subito con riferimento alle società innovative<sup>51</sup>, è stata successivamente ribadita anche rispetto all'originario art. 6, decreto Liquidità, sollevando la questione della tutela dei creditori<sup>52</sup> e che torna a riproporsi anche dopo la riformulazione della norma. Questo problema, se prima era confinato alle imprese innovative – verso le quali, per un verso, si nutrono ottimistiche prospettive di successo dell'iniziativa imprenditoriale e, per altro verso, godono ordinariamente di un solo esercizio per riportare il capitale sociale almeno fino alla soglia del minimo legale – ora ha assunto una portata progressivamente più ampia sia in termini soggettivi, sia di proiezione temporale: adesso infatti esso riguarda i creditori di un elevato numero di società (innovative e non) in perdita a causa dell'emergenza sanitaria, per le quali i termini entro cui è obbligatorio effettuare la ricapitalizzazione sono stati differiti di ben cinque esercizi.

Escludendo che (soprattutto in questo momento) lo scioglimento della società e la conseguente messa in liquidazione del suo patrimonio sia lo strumento più adeguato per tutelare i creditori<sup>53</sup>, resta da verificare come potrebbe articolarsi la gestione in presenza di un patrimonio netto azzerato o addirittura negativo, mantenendo un sufficiente livello di tutela dei creditori e degli altri *stakeholders*.

Il tema è di estrema complessità e rilevanza e non sono mancate di arrivare già delle proposte, le quali, per coerenza di sistema, potrebbero tradursi anche in un ammodernamento della disciplina delle società innovative.

Per esempio, è stato suggerito di introdurre una procedura in cui il passaggio fondamentale è rappresentato da un piano redatto dagli amministratori che illustri le modalità con cui si intende superare la condizione di negatività del capitale<sup>54</sup>, da sottoporre

<sup>51</sup> Si vedano tra gli altri O. CAGNASSO, *Le nuove srl*, cit., 67 e G.A.M. TRIMARCHI, *La riduzione per perdite*, cit., 729.

<sup>52</sup> V. in particolare D. GALLETTI, *Il diritto della crisi sospeso* cit., 3 e M.G. MUSARDO, *La gestione delle società di capitali con patrimonio netto negativo ai tempi del Covid-19*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 19 maggio 2020.

<sup>53</sup> Lo sottolinea bene G.A.M. TRIMARCHI, *La riduzione per perdite*, cit., 728.

<sup>54</sup> N. ABRIANI-F. BUTTIGON, *La legge di bilancio*, cit. Sulla necessità di predisporre un piano strategico v. anche M.G. MUSARDO, *La gestione delle società di capitali*, cit., 17.

eventualmente ad un obbligo di attestazione da parte di un perito e in ogni caso da condividere con i creditori.

Nella stessa prospettiva, è stata anche immaginata una sorta di conversione dell'obbligo di patrimonializzazione in rischio di perdita che, per questa via, potrebbe essere trasferito sul mercato assicurativo<sup>55</sup>.

La prima proposta è meno eversiva, inoltre, la procedura delineata potrebbe ritenersi, seppur solo in parte, già implicita nel sistema. L'obbligo a carico degli amministratori di predisporre un piano per monitorare e gestire la perdita nell'ottica di un suo ripianamento, infatti, pare possa essere fondato, da un lato, sul più generale obbligo di conformarsi a principi di corretta gestione (art. 2403 c.c.)<sup>56</sup>, dall'altro, sembra desumibile dallo stesso 4° comma, dell'art. 6, decreto Liquidità a norma del quale le perdite “devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio”. Si tratta di una previsione che manca nell'ambito della disciplina delle società innovative, ma che ad esse parrebbe opportuno estendere per coerenza sistematica.

Al di là di queste proposte interessanti e a tratti anche suggestive, ci si chiede però se, in attesa di un ammodernamento del sistema (processo che necessita di meditazione e dunque di tempi lunghi), non sia possibile prendere in considerazione soluzioni capaci, in questo momento storico, di rassicurare creditori e *stakeholders* esterni sul fatto che la società, nonostante presenti un patrimonio netto contabile azzerato o addirittura negativo, abbia invece un valore economico positivo. Del resto, è questa l'ipotesi sulla base della quale viene accordato il differimento delle perdite. Tanto considerato, nell'ottica di superare la diffidenza e l'incertezza dei creditori e dei terzi circa la validità di questa ipotesi nei singoli casi specifici, che potrebbero anche comportare il rischio di un aumento dei costi di finanziamento, ci si domanda se, in via emergenziale, non si possa far ricorso ad una relazione di stima, sul modello di quella richiesta dall'art. 2500-ter, 2° comma, c.c. ai fini della c.d. trasformazione progressiva, in virtù della quale il capitale della società può essere determinato «sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo».

Per vero, l'art. 110 d.l. 14 agosto 2020, n. 104 (c.d. decreto agosto) già prevede la rivalutazione dei beni d'impresa e delle partecipazioni<sup>57</sup>, ma tale operazione non può

---

<sup>55</sup> Per queste interessanti suggestioni si veda D. LATELLA, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del covid-19*, 2021, in *Diritto ed economia dell'impresa*, f. 4, 2020.

<sup>56</sup> Con riferimento alle imprese innovative, sul punto è stato affermato che “in assenza di obblighi a carico dei soci in ordine all'adozione di opportuni provvedimenti idonei a ripianare la perdita e a ripristinare il capitale sociale pur nella sua nuova inconsistente soglia minima non può fare a meno di considerarsi che l'utilizzo del rinvio senza una prospettiva di soluzione della ‘crisi’ coerente con la diligenza di un organo amministrativo e di controllo particolarmente compiacenti alle indicazioni della maggioranza più incline ad ‘abusare’ del proprio diritto alla proroga che ad utilizzare un significativo e delicato strumento approntato non senza incertezze dal legislatore con finalità di ‘rilancio’ dell'attività dell'impresa stessa”, così G.A.M. TRIMARCHI, *La riduzione per perdite*, cit., 729.

<sup>57</sup> Su tale misura v. FONDAZIONE NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, *La sospensione degli ammortamenti ai sensi del decreto “agosto” e la disciplina delle perdite ai sensi del decreto “liquidità”*, 17 marzo 2021. Per i riferimenti alle modifiche apportate al decreto agosto in materia di rivalutazione di beni di impresa si rinvia a M. DI SARLI, *Strategie di mitigazione degli effetti giuridici delle perdite Covid*, in *NDS*, 998, nota 10.

considerarsi equivalente a quella effettuata nella trasformazione progressiva e questo sotto diversi profili.

In primo luogo, essa ha ad oggetto singoli beni che già risultano iscritti in bilancio e non il patrimonio della società nel suo complesso, che invece potrebbe nascondere degli *intangible* così come delle minusvalenze; secondariamente, i plusvalori non sono imputati ad aumento del capitale sociale, ma ad una riserva di rivalutazione che però è considerata disponibile per la copertura di perdite; infine, aspetto molto rilevante, non è richiesto che la valutazione sia effettuata da un perito esterno.

La verifica del valore del patrimonio attraverso una perizia di stima potrebbe consentire la selezione delle società che hanno effettivamente un valore positivo intrinseco, superando così le numerose critiche, non solo verso l'art. 6, ma anche verso l'art. 7, decreto Liquidità, che, prevedendo la possibilità di redigere il bilancio in un'ottica di continuità riscontrata retrospettivamente e non prospetticamente<sup>58</sup>, si ritiene che consenta a imprese c.d. *zombie* di rimanere sul mercato.

Fuori dalla fase emergenziale, ci si chiede inoltre se la possibilità di sottoporre a valutazione il patrimonio della società non possa essere riconosciuta a tutte le *start up* innovative allo scadere dei cinque anni allo scopo di far emergere i valori *intangible* nel frattempo creati<sup>59</sup>, non altrimenti desumibili dal bilancio.

Allo stato attuale, nelle more di un ammodernamento della disciplina, ci sembra che a fronte delle deroghe al regime civilistico di trattamento delle perdite rilevanti, la tutela dei creditori resti affidata agli amministratori che devono compiere un attento monitoraggio dei rischi di liquidità e solvibilità al fine di verificare la sussistenza dell'equilibrio e della continuità dell'esercizio<sup>60</sup>. Qualora vengano riscontrati simili rischi è dubbio che ai soci sia consentito optare per il differimento delle perdite. Da parte loro, invece, gli amministratori debbono adottare, in ossequio ai principi di corretta amministrazione, gli opportuni rimedi. Potrà in particolare venire in considerazione la causa di scioglimento del rapporto sociale per impossibilità sopravvenuta di conseguire l'oggetto sociale o meglio lo scopo sociale, con il conseguente passaggio ad una gestione di tipo conservativo.

Con riferimento ad una siffatta situazione, nel contesto della deroga ordinaria accordata alle *start up* innovative, era stata avanzata «l'ipotesi di scioglimento del rap-

---

<sup>58</sup> Sul tema si rinvia a S. FORTUNATO, *Continuità aziendale*, cit.; G. STRAMPELLI, *La preservazione*, cit. e M. DI SARLI, *I principi transitori di redazione del bilancio ai tempi del Coronavirus: tra vecchie interpretazioni e nuovi chiarimenti dopo il Decreto Rilancio*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 813 ss.; S. FORTUNATO, *Continuità aziendale*, cit.; G. STRAMPELLI, *La preservazione*, cit.

<sup>59</sup> La necessità fornire informazioni circa i valori *intangible* di una impresa prodotti internamente è testimoniata dalla recente proposta di Direttiva adottata dalla Commissione europea in materia di *corporate sustainability reporting*, che tra i profili di maggiore rilievo in ordine al contenuto del rapporto di sostenibilità è da annoverare proprio l'obbligo di rendere informazioni sugli *intangible* prodotti internamente, anche per quel che riguarda il capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale. Si tratta, infatti, di valori direttamente influenzati dalle strategie di sostenibilità e che non risultano dal bilancio d'esercizio, ma che non di meno consentono agli investitori di apprezzare la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo, cfr. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting COM/2021/189 final*.

<sup>60</sup> Si vedano in particolare O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit., 7; C. MONTAGNANI, *Disciplina della riduzione*, cit., 761 e G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Società*, 2012, 605 ss.

porto sociale per la sopravvenuta *antieconomicità* dell'esercizio dell'attività sociale. In questo caso non sopravvivono circostanze esterne alla società che rendano impossibile l'esercizio dell'attività comune, né circostanze interne che facciano venir meno i presupposti personali o patrimoniali – finanziari necessari per la continuazione dell'attività economica. Nel caso in esame sopravvivono circostanze che incidono non sulla possibilità di esercitare l'attività, ma sulla possibilità di conseguire il risultato a cui è diretto l'esercizio dell'attività comune.

La conclusione risulta avvalorata, nel contesto della disciplina societaria, dalla stessa rilevanza esterna del modello organizzativo. In altre parole, la riconduzione dell'antieconomicità della gestione alle ipotesi di scioglimento del rapporto sociale trova giustificazione non solo nell'ottica interna, degli interessi dei soci, ma anche nell'ottica esterna, degli interessi, in particolare, dei creditori. Come si è già osservato, i soci pongono in essere il modello organizzativo societario per conseguire uno scopo lucrativo: quando lo scopo non può essere perseguito – o perché non può essere attuata l'attività strumentale a raggiungere tale obiettivo, o perché l'attività non può conseguire il risultato – il rapporto sociale si scioglie. Nell'ottica dei rapporti esterni, l'esercizio di un'attività stabilmente ed irreversibilmente destinata a produrre perdite non può che pregiudicare gli interessi dei creditori stessi»<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Così O. CAGNASSO, *Note in tema di start up*, cit. 7.



# LE SOCIETÀ DI DIRITTO FRANCESE ED IL COVID-19

di *Bruno Dondero*

SOMMARIO: I. Un diritto con un perimetro di applicazione molto ampio. – II. I provvedimenti drastici relativi alle assemblee. – III. Altre misure. – IV. Un diritto da perpetuare?

1. Prima di tutto, mi sia concesso di ringraziare il gruppo che ha curato la pubblicazione di questo volume, permettendo ad un collega d'oltralpe di aggiungere la sua voce al coro, e di partecipare a questa bella raccolta di scritti in onore di Paolo Montalenti.

2. La Francia è stata colpita dal Covid-19 nei primi mesi del 2020, poco dopo l'Italia. Come il suo vicino già sinistrato, il paese ha visto il numero delle contaminazioni aumentare molto rapidamente, e governo e parlamento francesi sono stati costretti ad adottare in tempi accelerati misure drastiche per combattere il dilagare dell'epidemia. Queste misure includevano particolarmente la limitazione del numero di persone che potevano partecipare ad una riunione. L'idea di prevenire la formazione di "clusters" ha fondato una serie di limiti posti ai raduni di persone, in modo sempre più severo. Il colmo della severità è stato raggiunto quando le misure di lockdown hanno limitato molto fortemente sia le attività che gli spostamenti delle persone.

3. Le misure che limitavano i raduni hanno avuto logicamente un impatto sulle assemblee delle società che non potevano più essere convocate. È quindi apparsa la necessità di avviare un dispositivo specifico, per permettere che le assemblee societarie potessero riunirsi. Una legge di emergenza n. 2020-290 del 23 marzo 2020 per far fronte all'epidemia di Covid-19 è stata varata, ed ha permesso che diverse ordinanze venissero adottate in seguito. Il 25 marzo 2020 vennero varate ben 25 ordinanze<sup>1</sup>, tra cui la n. 2020-321, che ha adattato al contesto il funzionamento delle assemblee e degli organi collegiali delle società e delle altre entità di diritto privato<sup>2</sup>.

4. Osserviamo un primo aspetto molto originale, che tiene al perimetro di applicazione molto ampio di queste norme di eccezione (I). Un altro aspetto è relativo alle misure sulle assemblee, che sono particolarmente drastiche (II). Saranno poi evocate le altre misure del diritto societario Covid (III). Ultima questione da affrontare: è opportuno conservare nel diritto positivo tutto o parte delle norme create per rispondere alla crisi del Covid-19 (IV)?

---

<sup>1</sup> In diritto francese, un *ordonnance* (ordinanza) è un testo adottato nel campo della legge, ma non è votato dal Parlamento. Quest'ultimo conferisce, via una legge, una delega di potere al Governo. Questo modo di fare le leggi viene usato particolarmente quando i testi hanno un carattere prevalentemente tecnico.

<sup>2</sup> Ordinanza n. 2020-321 del 25 marzo 2020.

I. *Un diritto con un perimetro di applicazione molto ampio.* – 5. Il diritto francese soffre, in molti campi, di un fenomeno di frammentazione, il che spiega perché molte leggi recenti mirano a semplificare e unificare le nostre istituzioni. Particolarmente, il diritto societario è da tempo un diritto molto frammentato. Accanto alle norme generali, applicabile a tutte le società, vi è un diritto specifico alle società commerciali, e poi vi è ancora un diritto specifico ad ognuna delle forme societarie specifiche. Ad esempio, il *Code de commerce* comprende un capitolo specifico alla società a responsabilità limitata (SARL), capitoli specifici per le diverse forme di società per azioni (società anonima, società per azioni semplificata, ecc.), e così via. Ogni forma societaria è dotata del suo corpo normativo specifico. Tuttavia, le norme speciali Covid hanno varcato queste barriere.

6. All'Ordinanza n. 2020-321 è stato in effetti assegnato il più ampio campo di applicazione che si possa immaginare. Il testo prevede che “*nonostante ogni disposizione legislativa o regolamentare contraria*”, egli è “*applicabile alle persone giuridiche e agli enti privi di personalità giuridica di diritto privato*”<sup>3</sup>. Per chiarire le cose è stato aggiunto un elenco molto lungo e non esaustivo (“*e in particolare*”), che comprende, tra l'altro, le società civili e commerciali, le cooperative (che in diritto francese sono società ed erano quindi già incluse nella menzione relativa alle società), o ancora le associazioni a scopo non lucrativo e le fondazioni.

7. La norma speciale Covid di cui parliamo è quindi riuscita a mettere in atto in tempi brevissimi una legge quasi universale per tutte le strutture di diritto privato, cosa che si vede troppo di rado nel frammentatissimo diritto francese.

II. *I provvedimenti drastici relativi alle assemblee.* – 8. Come già menzionato, le società e le altre entità di diritto francese si sono trovate all'inizio del 2020 in una situazione molto difficile. Come avrebbero potuto tenere le loro assemblee, che a volte riuniscono un numero molto elevato di persone (le società quotate potevano vedere diverse migliaia di persone partecipare fisicamente alle loro assemblee) nel contesto del divieto degli adunamenti?

9. Un certo numero di enti avevano già, per legge o norma statutaria, disposizioni che consentivano loro di tenere le loro assemblee in questo contesto costretto. Gli statuti di molte società prevedevano già la possibilità di partecipare alle riunioni in videoconferenza. Ma diversa era la situazione delle società quotate in borsa, per le quali è certo consentito votare per corrispondenza, o tramite un rappresentante, ma che non disponevano di un dispositivo di voto a distanza e in tempo reale all'assemblea.

10. Oltre a misure puntuali di semplificazione delle regole di convocazione e di informazione dei partecipanti alle assemblee, i redattori dell'Ordinanza n. 2020-321 hanno avuto un'idea radicale, quella di autorizzare puramente e semplicemente lo svolgimento dell'assemblea “a porta chiusa” – à “*huis clos*”, secondo la formula spesso uti-

---

<sup>3</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 1.

lizzata in pratica, ma che non è presente nel testo. È stato autorizzato che l'assemblea si tenesse senza la presenza fisica dei soci/azionisti, ma senza necessariamente che venisse consentita la partecipazione a distanza, in videoconferenza o altro. Nella prima versione del testo, applicabile fino al 30 novembre 2020, era richiesta solo la condizione di sussistenza di un testo che vietasse o limitasse gli adunamenti nel luogo di convocazione, concetto di non facile comprensione; si trattava di una valutazione *in abstracto*. Sentite le critiche, una seconda Ordinanza (n. 2020-1497 del 2 dicembre 2020) ha rivisto il sistema, richiedendo che si fornisca la prova che *“alla data dell’avviso di convocazione o di quella dell’adunanza, un provvedimento amministrativo che limiti o vieti viaggi o adunamenti collettivi per motivi di salute ostacolano la presenza fisica all’assemblea dei suoi membri”*<sup>4</sup>. Verificati tali presupposti *in concreto*, l'organo competente per convocare l'assemblea poteva quindi decidere che essa si sarebbe tenuta *“senza la presenza fisica dei soci e delle altre persone autorizzate ad assistere all’assemblea e senza conferenza telefonica ne audiovisiva”*.

11. Quando l'assemblea si teneva a porte chiuse, era previsto che *“i soci partecipano o votano in assemblea secondo le altre modalità previste dai testi che la disciplinano così come modificati e integrati, se del caso, dalla presente ordinanza. Le decisioni vengono quindi prese regolarmente”*<sup>5</sup>. L'ordinanza aveva quindi consentito di svolgere validamente le assemblee senza la presenza fisica dei partecipanti. Erano di conseguenza *de facto* soppressi alcuni diritti dei partecipanti, ad esempio il diritto di richiedere immediatamente prima di votarla la modifica di una deliberazione sottoposta all'assemblea, ovvero il diritto di richiedere la sostituzione di un dirigente nel corso dell'assemblea. Ma l'Ordinanza n. 2020-321 ha permesso alle società di tenere assemblee che senza quel testo di eccezione sarebbero state del tutto impedito.

12. Contestualmente, l'Ordinanza n. 2020-321 aveva consentito l'utilizzo delle modalità di partecipazione a distanza alle assemblee (*“partecipare mediante una conferenza telefonica o audiovisiva che ne consenta l'identificazione”*<sup>6</sup>), senza che fosse necessaria una clausola specifica, o che una clausola possa impedirlo. Il testo aveva inoltre facilitato l'utilizzo della modalità alternativa all'assemblea che consisteva nella consultazione scritta dei membri del gruppo, ma quel modo di decisione era rimasto inaccessibile alle società quotate in borsa<sup>7</sup>. Era stato inoltre facilitato l'uso del voto per corrispondenza nelle riunioni<sup>8</sup>.

13. La qualità dei testi varati per permettere questi modi originali di tenuta delle assemblee è risultata elevata, nonostante l'Ordinanza n. 2020-321 fosse stata adottata in tempi brevissimi, e non risulta che detti testi abbiano dato luogo a difficoltà applicative importanti, al di là della difficoltà di valutare se era soddisfatta o no la condizione richiesta per tenere l'assemblea a porte chiuse. È da notare il sistema di modificazione

---

<sup>4</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 4 modificato.

<sup>5</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 4.

<sup>6</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 5.

<sup>7</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 6.

<sup>8</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 6-1.

della scelta operata, post-convocazione dell'assemblea, tra svolgimento in modo "normale" e svolgimento a porte chiuse<sup>9</sup>.

14. La critica più visibile a tale sistema, almeno nella sua prima versione, si è manifestata nelle società quotate in borsa, i cui numerosi azionisti non si conoscono e si sono trovati privati della possibilità di riunirsi in assemblea. Le critiche, riprese anche dall'*Autorité des marchés financiers* (AMF – controparte francese della Consob), si sono concentrate sulla riduzione dei diritti degli azionisti e sull'attacco alla democrazia azionistica che ne è risultato. L'AMF ha perciò incoraggiato le società quotate in borsa a dotarsi di meccanismi di partecipazione e di voto a distanza in assemblea in tempo reale, ed una prima società l'ha sperimentata nella primavera del 2021, seppur con un numero molto limitato di azionisti (la società Amundi). In risposta a tali critiche, il testo iniziale dell'Ordinanza n. 2020-321 era stato modificato dall'Ordinanza n. 2020-1497 del 2 dicembre 2020, che aveva imposto alle società quotate in borsa, quando l'organo competente decideva che l'assemblea si sarebbe tenuta senza presenza fisica degli azionisti, e senza che essi potessero partecipare in conferenza telefonica o audiovisiva, di garantire la trasmissione in diretta e differita dell'assemblea e di pubblicare tutte le questioni scritte poste dagli azionisti e le risposte ad essi fornite<sup>10</sup>.

III. *Altre misure.* – 15. Oltre a queste radicali misure relative alle assemblee, il diritto societario francese si è arricchito, durante il periodo del Covid-19, di provvedimenti meno spettacolari, ma che meritano lo stesso di essere evocati.

16. Un provvedimento di semplificazione consisteva nel consentire agli organi collegiali di amministrazione, controllo o direzione di tenere le proprie riunioni mediante un mezzo di conferenza telefonica o audiovisiva che ne permetteva l'identificazione e garantiva l'effettiva partecipazione dei membri. Tale possibilità valeva senza limite relativo all'oggetto della delibera e senza che una clausola dello statuto o del regolamento interno fosse necessaria o potesse opporvisi<sup>11</sup>. Si richiedeva che tali mezzi trasmettessero almeno la voce dei partecipanti e soddisfacessero caratteristiche tecniche tali da consentire la continua e simultanea ritrasmissione delle deliberazioni. Contestualmente, era stato largamente aperto il ricorso alla consultazione scritta dei membri dei suddetti organi<sup>12</sup>.

17. Altre misure di diritto d'eccezione meritano di essere evocate. Contestualmente all'Ordinanza n. 2020-321, un'altra Ordinanza del 25 marzo 2020, la n. 2020-318, concedeva alle società un tempo supplementare per riunire l'assemblea di approvazione dei conti.

18. Un'altra misura riguardava le "grandi imprese" (società indipendenti o componenti di un gruppo di società che impiegavano, nell'ultimo esercizio chiuso, almeno

---

<sup>9</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 7.

<sup>10</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 5-1.

<sup>11</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 8.

<sup>12</sup> Ordinanza n. 2020-321, art. 9.

5.000 dipendenti o avevano un fatturato consolidato di oltre 1,5 miliardo di euro in Francia) alle quali era stato consentito un differimento delle scadenze fiscali o previdenziali o un prestito garantito dallo Stato (“PGE”). Venivano vietate loro diverse operazioni: versare dividendi ai soci/azionisti in Francia o all’estero; acquisire le proprie azioni; avere sede fiscale o controllata senza sostanza economica in uno Stato o territorio non cooperativo in materia fiscale. Un aspetto interessante di questa norma è che risultava non da una legge, ma di una scheda di domande/risposte pubblicata sul sito del ministero dell’Economia<sup>13</sup>.

IV. *Un diritto da perpetuare?* – 19. Le diverse regole evocate sinora hanno in comune di essere dotate di validità solo temporanea. Le regole sulle assemblee, ad esempio, sono state riattivate diverse volte, per tratti di tre o quattro mesi. L’efficacia dell’Ordinanza n. 2020-321 è cessata il 30 settembre 2021. Si deve notare che una nuova Ordinanza era stata successivamente autorizzata dalla Legge n. 2022-46 del 22 gennaio 2022, di rafforzamento degli strumenti di gestione della crisi sanitaria e di modifica del codice di sanità pubblica<sup>14</sup>, ma che il governo non ha poi utilizzato l’abilitazione concessa. La suddetta legge ha contestualmente autorizzato gli organi collegiali delle società e delle altre persone giuridiche ed enti di diritto privato a ricorrere fino al 31 luglio 2022 a video conferenza, audio conferenza e consultazione scritta.

20. Al di là di puntuali proroghe di tutto o parte dei dispositivi speciali attuati per rispondere alla crisi, si pone per ognuno di detti dispositivi la questione dell’opportunità di rendere permanente le misure attuate. La regola di principio del diritto societario francese, che concepisce la decisione dei soci/azionisti come necessariamente presa in seguito ad una riunione fisica di costoro merita senz’altro di essere superata. Senza abbandonare la possibilità che soci od azionisti possano incontrarsi, vale la pena di aprire di più le porte alla dematerializzazione delle assemblee<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Vedi per l’anno 2021: [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/covid19-soutien-entreprises/FAQ-Engagement-de-responsabilite-2021.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/covid19-soutien-entreprises/FAQ-Engagement-de-responsabilite-2021.pdf).

<sup>14</sup> Legge n. 2022-46, art. 13, I.

<sup>15</sup> Vedi il rapporto del Haut Comité Juridique de la place financière de Paris: *Adaptation de la gouvernance des sociétés en valorisant l’expérience de la crise sanitaire*: [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport\\_47\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport_47_f.pdf).

# SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA: IL RIPIANAMENTO DELLE PERDITE GENERATE DALLA PANDEMIA

di *Vincenzo Donativi*

SOMMARIO: 1. Introduzione e obiettivi. – 2. Il tema delle perdite (*stricto sensu*) nella legislazione emergenziale: la sospensione delle norme recanti l'obbligo di procedere alla immediata riduzione del capitale e/o alla messa in liquidazione della società. – 3. (*Segue*): il tema delle perdite (*lato sensu*) nella legislazione emergenziale: il rinvio dell'entrata in vigore della disciplina dettata dal Codice della crisi (anche) in materia di "allerta"; le possibili deroghe ai criteri di redazione dei bilanci nella prospettiva della continuità aziendale. – 4. (*Segue*): alcuni profili comuni e principi generali, ricavabili dal complesso delle misure normative emergenziali, rilevanti ai fini del successivo percorso interpretativo. – 5. (*Segue*): il criterio di fondo ispiratore delle misure normative emergenziali e il principio generale che se ne può ricavare. – 6. L'assenza, nella legislazione emergenziale, di disposizioni di sospensione, deroga o adattamento dell'art. 14, comma 5, TUSPP, sul c.d. "divieto di soccorso finanziario" per le partecipate pubbliche in condizioni di perdita reiterata. Il ruolo dell'interprete e gli stimoli alla sperimentazione di possibili letture "correttive". – 7. Una prima possibile obiezione: la registrazione di perdite per tre esercizi consecutivi, avendo un'estensione maggiore rispetto al possibile impatto della crisi pandemica, rimarrebbe indice sufficiente a rivelare una endemica incapacità della società partecipata di reggere in condizioni di autonomo equilibrio. – 8. (*Segue*): superamento dell'obiezione: ipotizzabilità di casi nei quali, nonostante l'estensione triennale del presupposto costitutivo della fattispecie, (proprio e solo) la contingenza pandemica potrebbe aver contribuito, in modo decisivo ed esclusivo o in modo concorrente, al suo perfezionamento. – 9. Una seconda possibile obiezione: l'art. 14, comma 5, TUSPP conterrebbe in sé rimedi sufficienti, senza alcuna necessità di ricorrere ad interpretazioni correttive. – 10. (*Segue*): superamento dell'obiezione: l'inadeguatezza del rimedio dell'autorizzazione governativa a fronteggiare una crisi generalizzata di sistema; l'incapacità del rimedio del piano di risanamento a superare le rilevate aporie del sistema; il paradosso della possibile sterilizzazione della esenzione per il caso di perdita del capitale al disotto del minimo legale. – 11. Una terza possibile obiezione e il suo superamento: interessi connessi alla finanza pubblica vs. interesse alla conservazione dell'impresa. – 12. Le prime reazioni: la sollecitazione di interventi normativi correttivi; l'invocazione di interpretazioni correttive, informate a criteri di ragionevolezza. – 13. I possibili itinerari interpretativi "correttivi": A) la "sospensione tacita" dell'intera norma; B) la sospensione del solo computo del 2020 nel calcolo del triennio. – 14. A) La "sospensione tacita": il possibile fondamento sistematico e l'ipotesi di ricostruirla come una sorta di "abrogazione (temporanea) tacita". – 15. (*Segue*): gli ostacoli all'accoglimento di una siffatta soluzione: (i) assenza di una relazione di "incompatibilità" tra la persistente applicazione del divieto di soccorso finanziario e la sospensione della disciplina in tema di riduzione obbligatoria del capitale. – 16. (*Segue*): (ii) La sospensione tacita come rimedio non corretto (inadeguato "per eccesso") e non efficace (inadeguato "per difetto") rispetto all'obiettivo cui dovrebbe tendere. – 17. B) La sospensione del termine triennale: ancora su talune possibili obiezioni "*in apicibus*" e sul loro superamento. – 18. (*Segue*): la sospensione del termine come possibile risultato di un'interpretazione teleologicamente, costituzionalmente e sistematicamente orientata, con ulteriore possibile supporto anche in chiave apagogica. – 19. (*Segue*): un ostacolo (e il suo superamento) al pacifico accoglimento dell'interpretazione prospettata: l'ipotesi che si tratti, nella sostanza, di una forma di interpretazione analogica,

impedita dal carattere eccezionale e derogatorio del principio oggetto di estensione. – 20. Una ricaduta applicativa della prospettata interpretazione: la sospensione del termine come misura non automatica, ma selettiva e condizionata. – 21. Una ulteriore notazione: necessità di evitare in ogni caso un'interpretazione dell'art. 6 del Decreto Liquidità in un modo che finisca per rendere illegittimi interventi pubblici di ricapitalizzazione in favore di società che abbiano sofferto perdite tali da condurre il capitale al disotto del minimo legale. – 22. Alcune precisazioni finali.

1. *Introduzione e obiettivi.* – Il ripianamento delle perdite generate dalla pandemia nelle società a partecipazione pubblica è un tema che presenta profili di criticità assai rilevanti non solo sotto il profilo economico-sostanziale, ma anche sotto quello giuridico-formale. E ciò in ragione di un regime normativo che potrebbe tradursi in un ostacolo tale da impedire il ripianamento pur a fronte della disponibilità, da parte delle amministrazioni pubbliche socie, di risorse sufficienti alla copertura delle perdite e pur a fronte della volontà politica di intervenire per il salvataggio della partecipata. Un regime – dettato dall'art. 14, comma 5, d.lgs 19 agosto 2016, n. 175, recante il «*Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*»; d'ora innanzi, il "TUSPP" o il "Testo Unico"), sul c.d. "divieto di soccorso finanziario" pubblico in favore di partecipate in condizioni di perdita reiterata – che appartiene allo speciale statuto normativo delle società a partecipazione pubblica, ad esse applicabile in via ordinaria e al quale il legislatore dell'emergenza non ha dedicato una specifica attenzione. Difatti, diversamente da quanto avvenuto con riguardo alla disciplina di diritto societario comune, non sono state varate disposizioni che ne sospendessero l'applicazione o che recassero deroghe o adattamenti alle peculiarità contingenti connesse alla crisi pandemica.

Si potrebbe discutere se l'assenza di misure straordinarie *ad hoc* sia ascrivibile a una scelta politica consapevole e selettiva o non, piuttosto, a una lacuna omissiva e a un conseguente difetto (non voluto) di razionalizzazione del sistema. Sta di fatto, in ogni caso, che nei lavori preparatori dei diversi decreti legge e delle rispettive leggi di conversione, succedutisi in questi mesi, non si rinvengono manifestazioni esplicite, né indici di alcun tipo che diano corpo alla prima ipotesi.

Il che giustifica il tentativo di verificare se non vi siano spazi per un'interpretazione "correttiva" (e, in un certo senso, "evolutiva") di un regime normativo che, formulato con riguardo a scenari ordinari, condurrebbe a risultati non sempre coerenti con la straordinarietà dell'attuale contingenza storica e tali da stravolgere significativamente tanto l'assetto degli interessi che con quella disciplina si intendevano perseguire quanto l'ordine dei valori ai quali la legislazione emergenziale mostra, nel suo complesso, di essere informata ed orientata. In un contesto storico drammatico e complesso come quello attuale, invero, dottrina e giurisprudenza, ciascuna nell'ambito del proprio ruolo e delle proprie funzioni, non possono sottrarsi alla responsabilità di fornire esse stesse un proprio decisivo contributo, che vada al di là della segnalazione, pur doverosa, di possibili lacune o aporie normative. Un contributo, dunque, che si spinga fino alla sperimentazione di percorsi di ricostruzione sistematica che possano poi tradursi in ipotesi interpretative correttive/evolutive le quali, nei limiti di quanto consentito entro gli spazi di un'attività meramente ermeneutica, concorrano alla razionalizzazione di un sistema che mai come in questi tempi è stato scosso – e spesso sconvolto – da continui inter-

venti normativi (che necessitano, appunto, di una “riconduzione a sistema”) e da continui stravolgimenti degli scenari fattuali (che postulano interpretazioni con le quali venga scongiurato il rischio che si spezzi il nesso di strumentalità tra mezzo e fine, tra norme pensate quale strumenti di realizzazione di determinati assetti di interessi e risultati non coerenti con i valori perseguiti).

Con questa “dichiarazione di intenti”, si può dunque procedere all’esame della questione.

2. *Il tema delle perdite (stricto sensu) nella legislazione emergenziale: la sospensione delle norme recanti l’obbligo di procedere alla immediata riduzione del capitale e/o alla messa in liquidazione della società.* – Come anticipato, al tema delle “perdite” generate dalla pandemia è stata dedicata, nella legislazione emergenziale, una particolare attenzione, con l’introduzione di previsioni *ad hoc*, applicabili a tutte le società, senza distinzione tra società “private” e società “pubbliche”.

In tale contesto, volendo allargare la prospettiva e fornire un panorama più ampio e completo del quadro normativo di riferimento, val la pena di considerare unitariamente tanto le disposizioni espressamente e specificamente dedicate alle perdite in senso stretto [disposizioni *sub (A)*, in questo paragrafo], quanto anche ulteriori disposizioni che con il tema delle perdite presentano una qualche forma di correlazione sul piano causale o effettuale [disposizioni *sub (B)*, nel paragrafo a seguire].

(A) Misure normative specifiche in tema di perdite sono quelle dettate nell’art. 6, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, conv. con modif. in legge 5 giugno 2020, n. 40 (c.d. “Decreto Liquidità”), a tenore del quale «*A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e fino alla data del 31 dicembre 2020 per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile*».

Dunque, per gli esercizi chiusi entro il 31 dicembre 2020, è sospesa l’applicazione delle norme che imporrebbero di procedere senza alcuna dilazione alla riduzione del capitale per perdite e che sancirebbero lo scioglimento della società in assenza di una corrispondente “ricapitalizzazione” (o, laddove sufficiente, di una trasformazione in altro tipo di società).

È quindi sospesa l’applicazione non già dell’intera disciplina dettata dal codice civile per l’ipotesi di perdita per oltre un terzo del capitale sociale, ma di quella sola parte che imporrebbe l’immediata riduzione del capitale e che sancirebbe lo scioglimento della società. Sicché:

– non si applicano gli artt. 2447 e 2482-ter c.c., per il caso in cui le perdite, oltre ad essere superiori ad un terzo, abbiano portato il capitale al disotto del minimo legale (o, tanto più, lo abbiano completamente azzerato o abbiano condotto a un patrimonio netto negativo);

– non si applicano gli artt. 2484, comma 1, n. 4 e 2545-duodecies c.c., con conseguente temporanea sterilizzazione delle correlative cause di scioglimento e di tutta la conseguente disciplina, inclusa quella di cui all’art. 2486 c.c., recante la nota contra-



zione ai poteri degli amministratori, i quali «*Al verificarsi di una causa di scioglimento ...*» «*conservano il potere di gestire la società, ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale*» (comma 1) e che sono poi personalmente e solidalmente responsabili dei danni arrecati alla società, ai soci, ai creditori sociali ed ai terzi, per atti od omissioni compiuti in violazione di tale dovere (comma 2);

– e non si applicano i commi 2 e 3 dell'art. 2446 e i commi 4, 5 e 6 dell'art. 2482-*bis* c.c., per i quali la riduzione del capitale diventa obbligatoria e non più procrastinabile se a fronte di una perdita di oltre un terzo, che non avesse condotto il capitale al disotto del minimo legale, l'assemblea, convocata senza indugio dagli amministratori per gli “opportuni provvedimenti”, avesse deliberato di non procedere alla immediata riduzione e tuttavia, entro l'esercizio successivo, la perdita non risultasse diminuita a meno di un terzo.

Non è sospesa, invece, quella parte della disciplina (di cui al comma 1 dell'art. 2446 e ai commi 1, 2 e 3 dell'art. 2482-*bis* c.c.) dalla quale si ricava il dovere degli amministratori:

(i) di tenere sotto costante monitoraggio la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società;

(ii) di intercettare tempestivamente la presenza di perdite per oltre un terzo del capitale;

(iii) di convocare senza indugio l'assemblea in presenza di perdite oltre un terzo, predisporre a tal fine una relazione sulla situazione patrimoniale e metterla a disposizione dei soci, assieme alle osservazioni del collegio sindacale, nelle forme e nei tempi di legge (e/o, per le società a responsabilità limitata, in quelli eventualmente previsti dall'atto costitutivo).

Nella *Relazione* di accompagnamento al Decreto Liquidità la sospensione di tale disciplina è giustificata con la volontà di «evitare che la perdita del capitale, dovuta alla crisi da COVID-19 e verificatasi nel corso degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2020, ponga gli amministratori di un numero elevatissimo di imprese nell'alternativa – palesemente abnorme – tra l'immediata messa in liquidazione, con perdita della prospettiva di continuità per imprese anche redditizie, e il rischio di esporsi alla responsabilità per gestione non conservativa ai sensi dell'articolo 2486 del codice civile». Il tutto, appunto, sul presupposto che «L'attuale stato di emergenza e crisi economica di dimensioni eccezionali determinato dall'epidemia di COVID-19 sta provocando una situazione anomala che coinvolge anche imprese le quali, prima dell'epidemia, si trovavano in condizioni economiche anche ottimali, traducendosi in una patologica perdita di capitale che non riflette le effettive capacità e potenzialità delle imprese coinvolte»; nonché in considerazione del fatto che «Di riflesso, e nonostante le massicce misure finanziarie in corso di adozione, si palesa una prospettiva di notevole difficoltà nel reperire i mezzi per un adeguato rifinanziamento delle imprese». Con la «sospensione degli obblighi previsti dal codice civile in materia di perdita del capitale sociale», pertanto, si otterrebbe il risultato «di fronteggiare le difficoltà dell'emergenza del COVID-19 con una chiara rappresentazione della realtà, non deformata da una situazione contingente ed eccezionale».

3. (Segue): *il tema delle perdite (lato sensu) nella legislazione emergenziale: il rinvio dell'entrata in vigore della disciplina dettata dal Codice della crisi (anche) in materia di "allerta"; le possibili deroghe ai criteri di redazione dei bilanci nella prospettiva della continuità aziendale.* – (B) Nella legislazione emergenziale sono poi contenute anche norme che, pur non riguardando le “perdite” in senso stretto, diretto e specifico, presentano profili di connessione o di qualche interrelazione tali da consentire di ricondurre, se non ad unità sistematica e concettuale, quanto meno a un quadro di politica legislativa e/o di valori omogeneo con quello sotteso alle disposizioni in tema di perdite.

(B-1) La prima di tali norme è quella di cui all'art. 5 del Decreto Liquidità, con cui è stato disposto il rinvio dell'entrata in vigore delle norme del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, recante il «*Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*», dal 16 agosto 2020 al 1° settembre 2021 e, tra queste, delle disposizioni recanti la disciplina della c.d. “allerta” (“interna” ed “esterna”), di cui agli artt. 12 ss. Una disciplina che sancisce, tra l'altro, doveri di attivazione (interni ed esterni alla società) al verificarsi di segnali di “crisi” e che, dunque, è fortemente interrelata al tema delle perdite, posto che perdite che conducano a un patrimonio netto negativo o in ogni caso inferiore al limite legale costituiscono *ex se* uno degli “indici” di crisi, tale da giustificare ed imporre il ricorso agli strumenti di allerta<sup>1</sup>. Anche in questo caso, dunque, la valutazione è nel senso che i meccanismi di allerta, interna ed esterna, avrebbero finito per dover essere attivati in un numero elevatissimo di casi, in modo pressoché generalizzato e indiscriminato, senza alcun filtro selettivo che potesse tenerne esenti imprese che, in assenza della crisi pandemica, avrebbero invece conservato condizioni di equilibrio e che, cessata l'emergenza, potrebbero riconquistare l'equilibrio temporaneamente perduto.

(B-2) La seconda di tali norme è quella di cui all'art. 7 dello stesso Decreto Liquidità, con cui è concessa la possibilità di derogare ai criteri di redazione del bilancio nella prospettiva della continuità aziendale per società il cui equilibrio e la cui continuità siano stati minati proprio ed esclusivamente dalla “crisi pandemica”: «Nella redazione del bilancio di esercizio in corso al 31 dicembre 2020, la valutazione delle voci nella prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'articolo 2423-bis, comma primo, n. 1), del codice civile può comunque essere operata se risulta sussistente nell'ultimo bilancio di esercizio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020 [...]». L'intreccio, *lato sensu*, con il tema delle perdite è ancora una volta evidentemente dovuto al fatto che il venir meno della “continuità” potrebbe derivare dalla (o accompagnarsi alla) perdita rilevante del capitale prodottasi in conseguenza della crisi pandemica e/o, per converso, la rilevazione contabile di una perdita del capitale potrebbe essere la conseguenza dell'adozione di criteri di valutazione di stampo liquidatorio conseguenti alla perdita di continuità.

La stessa *Relazione* di accompagnamento al Decreto Liquidità pone in reciproca correlazione le disposizioni di cui agli artt. 5 e 7 con quella dell'art. 6 (correlazione peraltro testimoniata dalla stessa collocazione e dallo stesso ordine sequenziale delle norme all'interno del Decreto), individuando, quale ragione comune di fondo, la «consapevolezza degli effetti dirompenti e abnormi dell'epidemia di COVID-19 e, in particolare, delle ricadute, profonde ma temporanee, che essa può determinare sulle prospet-

---

<sup>1</sup> Così il CNDCEC, nel documento *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*, 20 ottobre 2019, par. 3.1.1, in attuazione dell'art. 13, comma 2, del Codice della crisi.

tive di continuità delle imprese» (così nell'*incipit* del commento all'art. 7, dove il rilievo è espressamente riferito come comune alla disciplina dell'art. 6), nonché la considerazione che «L'attuale emergenza derivante dall'epidemia di COVID-19 sta provocando a livello sostanzialmente planetario effetti economici gravissimi [...]» e che «Vi è altresì larghissima convergenza di vedute in ordine al fatto che, anche al cessare dell'epidemia, le ripercussioni economiche e finanziarie di tale evento eccezionale non verranno meno a breve termine, ma si protrarranno per un periodo temporale piuttosto ampio» (così nel commento all'art. 5, con considerazioni sostanzialmente riprese nei commenti agli articoli successivi).

4. (Segue): *alcuni profili comuni e principi generali, ricavabili dal complesso delle misure normative emergenziali, rilevanti ai fini del successivo percorso interpretativo.* – Ai fini del percorso interpretativo che sarà più avanti sperimentato con riguardo al regime applicabile alle società pubbliche, mette conto anticipare fin da ora che assumeranno particolare rilevanza i seguenti profili:

(i) tutte e tre le misure normative sospensive e/o derogatorie sopra passate in rassegna sono applicabili anche alle società a partecipazione pubblica e a controllo pubblico: il che è agevolmente argomentabile dal fatto che gli artt. 5-7 del Decreto Liquidità non fanno, a tale riguardo, alcuna distinzione, in uno col principio generale sancito dall'art. 1, comma 3, TUSPP, secondo cui «Per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato»;

(ii) il fine dichiarato è quello di scongiurare il rischio che si estinguano imprese che senza la crisi pandemica avrebbero conservato una propria continuità e un proprio equilibrio economico, secondo una linea di politica legislativa che, al di là degli obiettivi più specifici propri di ciascuna delle tre disposizioni, appare comune a tutte e, anzi, si riscontra anche in altre previsioni della legislazione emergenziale, al punto da assurgere a principio generale ispiratore dell'intera disciplina (e da linea guida di quello che costituisce ormai un vero e proprio "micro-sistema" normativo);

(iii) sospensione e deroghe sono calibrate in modo mirato e selettivo. E difatti: (iii-1) oggetto di sospensione, nella norma relativa alle perdite di capitale, non sono gli obblighi di monitoraggio, né gli obblighi informativi e di coinvolgimento della compagine sociale nella adozione degli opportuni provvedimenti, ma solo gli obblighi di procedere alla immediata riduzione del capitale e/o alla messa in liquidazione della società; (iii-2) quanto alla disciplina dell'allerta, alla proroga della data di entrata in vigore delle norme dettate (*inter alia*) dall'art. 14 del Codice della crisi non si è accompagnata la sospensione delle disposizioni del codice civile (tanto quelle previgenti, quanto quelle introdotte dallo stesso Codice della crisi e già entrate in vigore) sui doveri di istituzione di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati anche ai fini e in funzione della tempestiva rilevazione dello stato di crisi dell'impresa o della perdita della continuità aziendale e dell'adozione delle conseguenti idonee iniziative; (iii-3) sempre con riguardo alla disciplina dell'allerta, non hanno formato oggetto di sospensione le disposizioni speciali dettate, per le società a controllo pubblico, dagli artt. 6 e 14, commi 2, 3 e 4, TUSPP, anche perché, come si dirà ancora in appresso, riferendosi a forme di allerta puramente "interna", la loro perdurante vigenza non si pone in contrasto (ed anzi,

risulta semmai ancor più opportuna nell'attuale contesto storico) con le finalità "conservative" perseguite dalla legislazione emergenziale; (iii-4) quanto alle possibili deroghe ai criteri di redazione del bilancio, sono comunque salve le norme su contenuto e funzioni della nota integrativa (nella quale, anzi, l'art. 7 precisa espressamente che «il criterio di valutazione è specificamente illustrato [...] anche mediante il richiamo delle risultanze del bilancio precedente») e della relazione sulla gestione, non investiti da deroga alcuna e la cui funzione informativa dovrà, anzi, formare oggetto di attenzione ancor più rigorosa e puntuale; (iii-5) in linea ancor più generale, non sono sospese né derogate in alcun modo le norme generali sui criteri di diligenza con i quali gli organi sociali dovranno comunque affrontare la situazione di difficoltà in cui la società dovesse trovarsi e adottare ogni opportuno provvedimento per fronteggiarla e superarla<sup>2</sup>.

5. (Segue): *il criterio di fondo ispiratore delle misure normative emergenziali e il principio generale che se ne può ricavare.* – Come detto, obiettivo comune dichiarato delle misure normative emergenziali fin qui passate in rassegna è quello di preservare la sopravvivenza di imprese che, in assenza di dette misure, sarebbero state condannate all'estinzione.

La *ratio* così individuata, tuttavia, deve essere meglio definita e calibrata. Se ci si arrestasse a tale generica affermazione, difatti, sarebbe agevole obiettare che la condanna all'estinzione potrebbe essere in ogni caso sentenziata dal prosciugamento delle risorse necessarie ad alimentare la continuazione dell'impresa e che, invero, la sopravvivenza dell'impresa non potrebbe essere assicurata da misure normative di carattere meramente formale, ma semmai e solo dalla iniezione di risorse capaci di ristorare le finanze dell'impresa e di fornirle il carburante necessario ad evitare lo spegnimento dei motori<sup>3</sup>.

Ed invero, a ben vedere, *ratio* e funzione delle misure normative in commento possono essere ricostruite rielaborando in modo più analitico ed articolato il ragionamento che vi sottende. Un ragionamento che parte da una premessa basata su una presunzione frutto di un giudizio probabilistico e ne trae una conseguenza con cui si modifica provvisoriamente il regime normativo che sarebbe stato altrimenti applicabile al fine di evitare che lo stesso conduca a conseguenze generalizzate non coerenti con gli interessi che quello stesso regime normativo, in condizioni ordinarie, è inteso a tutelare.

(i) Il presupposto da cui si prendono le mosse è costituito da una sorta di premessa di fatto, alla quale si riconnette un giudizio di valore di ispirazione eminentemente probabilistica e che, a sua volta, si traduce in una corrispondente presunzione: la presunzione che una perdita del capitale e/o una situazione di crisi (attuale o potenziale, con-

---

<sup>2</sup> Con riferimento alla diligenza che deve caratterizzare l'operato degli amministratori nella creazione di assetti organizzativi adeguati in vista dell'anticipata emersione della crisi, si veda, con particolare riferimento alle società pubbliche, D. DE FILIPPIS, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi nelle società pubbliche: qualche riflessione (anche) alla luce del d.lgs. n. 14/2019*, in *Corporate Governance*, 2020, 57 ss., e, all'indomani dell'emergenza sanitaria, F. SALERNO-C. IANNUZZIELLO, *Nuovi doveri degli organi di gestione, adeguamento degli assetti organizzativi e business judgment rule dopo la crisi da Covid-19*, in *Dir. banc.*, 2020, 4 ss.

<sup>3</sup> E v., per tutti, G. STRAMPELLI, *La preservazione (?) della continuità aziendale nella crisi da Covid-19: capitale sociale e bilanci nel "Decreto Liquidità"*, in *Riv. soc.*, 2020, 31.

clamata o incipiente) e/o una perdita della continuità aziendale, se verificatesi nel 2020, possano reputarsi dovute, in via esclusiva o comunque determinante, agli effetti della più generalizzata crisi pandemica (la crisi, cioè, di un intero sistema economico, come generata dalla pandemia e/o dalle misure normative restrittive che si è reso necessario adottare per fronteggiare l'emergenza sanitaria). Si tratta di presunzione basata, come detto, su assunzioni probabilistiche: è ragionevole immaginare che, nella grande maggioranza dei casi, la perdita del capitale, la situazione di crisi o la perdita di continuità aziendale siano ascrivibili a cause esogene e generali (di sistema) e non già a (sopravvenute o endemiche) carenze strutturali o funzionali endogene (e dunque interne) della (singola) società<sup>4</sup>. Il che indurrebbe quindi ad attribuire rilievo preminente alla finalità di conservazione dell'impresa, vuoi per evitare che la stessa resti vittima di una "sanzione" immeritata, vuoi perché sarebbe ragionevole pensare che, superata la crisi di sistema, molte di quelle imprese possano recuperare anche la propria piena funzionalità, rientrando dalle perdite e/o superando la situazione di crisi e/o riconquistando la piena continuità aziendale.

(ii) Da qui la seconda (a sua volta articolata) considerazione: (ii-1) se la società sarà in grado di recuperare funzionalità ed equilibrio dipenderà inevitabilmente, anche e soprattutto, da fattori di ordine fattuale (flussi economico-finanziari, andamento del proprio mercato, abilità nella programmazione e nell'adozione/esecuzione delle più opportune ed efficaci misure di ordine gestionale) e, dunque, dalla sua capacità di adottare decisioni, misure ed iniziative idonee a fronteggiare la condizione di difficoltà e tali da consentirle, una volta superata la crisi di sistema, di ritrovare l'economicità della gestione; (ii-2) tuttavia, in questo peculiare momento storico, il reperimento dei mezzi a tal fine necessari (per la ricapitalizzazione, così come per il superamento della situazione di crisi o il recupero della continuità) potrebbe richiedere tempi più lunghi dell'ordinario<sup>5</sup>; (ii-3) sicché ogni *chance* di recupero verrebbe *a priori* preclusa se non fosse sospesa l'efficacia di norme la cui ottemperanza finirebbe per condannare quella società all'estinzione per ragioni, appunto, di ordine "formale" e senza che le venga accordata una "moratoria" compatibile con i tempi imposti dalle difficoltà del momento.

(iii) Con le misure in commento si è quindi inteso disinnescare gli effetti "dissolutivi" sull'impresa che potrebbero derivare dall'operare combinato di due fattori: un primo fattore [*fattore-1*], di ordine economico-sostanziale, costituito dalla perdita del capitale, dalla situazione di crisi o dalla perdita di continuità aziendale (che si presumono) generate dalla crisi pandemica (e dunque da cause ed eventi straordinari a livello di sistema, "esogeni" e generalizzati) e non da ragioni strutturali o funzionali interne alla società (e dunque da cause ed eventi ordinariamente connessi alle vicende e alla vita di un'impresa e ad essa endogeni e specifici); e un secondo fattore [*fattore-2*], di ordine

---

<sup>4</sup> Si vedrà più avanti, nel dettaglio, come questa presunzione non debba essere intesa in senso tecnico-giuridico. In ogni caso, poi, essa opera in modo diverso per i singoli segmenti normativi: la sospensione delle norme sull'obbligo di riduzione immediata del capitale per perdite e la proroga della data di entrata in vigore della disciplina dell'allerta, invero, sono accordate in termini generalizzati e incondizionati; la possibilità di derogare ai criteri di redazione del bilancio, per contro, è riservata a società che non avessero già perso la continuità aziendale in epoca antecedente alla crisi pandemica.

<sup>5</sup> Nella *Relazione*, sub art. 6, si dà invero atto del fatto che «... nonostante le massicce misure finanziarie in corso di adozione, si palesa una prospettiva di notevole difficoltà nel reperire i mezzi per un adeguato rifinanziamento delle imprese».

giuridico-formale, costituito dal rilievo che il *fattore I* potrebbe concorrere al perfezionamento di presupposti di fatto tali da integrare gli estremi di fattispecie che a loro volta innescano l'applicazione di discipline le quali, direttamente (come nel caso dell'art. 2484 c.c.) o indirettamente (come nel caso delle norme in tema di allerta, soprattutto esterna, e di valutazioni di bilancio secondo criteri liquidatori invece che di continuità aziendale), condurrebbero allo scioglimento dell'ente e quindi, in definitiva, alla scomparsa dell'impresa dal mercato e dal sistema.

6. *L'assenza, nella legislazione emergenziale, di disposizioni di sospensione, deroga o adattamento dell'art. 14, comma 5, TUSPP, sul c.d. "divieto di soccorso finanziario" per le partecipate pubbliche in condizioni di perdita reiterata. Il ruolo dell'interprete e gli stimoli alla sperimentazione di possibili letture "correttive".* – Come anticipato, è fin qui mancata, nella legislazione emergenziale, l'introduzione di disposizioni che recassero una sospensione (come quella disposta con l'art. 6 e, in senso lato, con l'art. 5 del Decreto Liquidità con riguardo alla disciplina codicistica delle perdite e alla proroga dell'entrata in vigore delle disposizioni del Codice della crisi anche in materia di allerta) o accordassero delle deroghe (come quella disposta dall'art. 7 del Decreto Liquidità con riferimento ai criteri di redazione dei bilanci) rispetto al c.d. "divieto di soccorso finanziario" imposto ai soci pubblici in relazione a società partecipate che abbiano chiuso in perdita per tre esercizi consecutivi.

In particolare, ai sensi dell'art. 14, comma 5, TUSPP, e fatte salve una serie di eccezioni su cui si tornerà più avanti, le pubbliche amministrazioni «... non possono, sottoscrivere aumenti di capitale, effettuare trasferimenti straordinari, aperture di credito, né rilasciare garanzie a favore delle società partecipate, con esclusione delle società quotate e degli istituti di credito, che abbiano registrato, per tre esercizi consecutivi, perdite di esercizio ovvero che abbiano utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali».

Dunque è preclusa ogni forma di assistenza finanziaria, sia mediante apporto di capitale di rischio (sottoscrizione di aumenti di capitali o effettuazione di trasferimenti straordinari a fondo perduto), sia mediante concessione di capitale di credito (nell'espressione "aperture di credito" dovendo intendersi compresa qualunque tipologia negoziale e/o finanziaria con cui l'erogazione potrebbe astrattamente avvenire), quand'anche in forma indiretta (ovverosia mediante il rilascio di garanzie).

E il presupposto che fa scattare il divieto è che la partecipata abbia registrato, per tre esercizi consecutivi, perdite di esercizio o abbia utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali (l'inciso «per tre esercizi consecutivi», per quanto collocato in modo non corretto nell'ambito del periodo, dovendo pacificamente intendersi come riferito ad entrambe le sub-fattispecie ivi contemplate<sup>6</sup>).

Già ad una prima lettura, dunque, si comprende come la mancata sospensione (in tutto o in parte) di tale disciplina possa produrre conseguenze simili a quelle che con la sospensione delle norme sull'obbligo della riduzione del capitale per perdite si è inteso scongiurare. Il divieto di soccorso finanziario potrebbe, difatti, tradursi in un impedi-

<sup>6</sup> Sul punto sia consentito rinviare, per tutti, a V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Milano, 2016, 331-336.

mento all'adozione di misure di sostegno con le quali consentire a una partecipata di superare una situazione di grave difficoltà (fino allo stallo o al blocco dell'attività economica) indotta (in modo esclusivo o determinante) dalla crisi pandemica e schivarne, per l'appunto, il rischio di estinzione, assicurandone la sopravvivenza.

Il che costituisce rilievo sufficiente a legittimare il dubbio che si sia dinanzi a una (mera) lacuna normativa e tale da giustificare un supplemento di indagine volta a verificare la percorribilità di soluzioni interpretative in qualche modo correttive e razionalizzanti.

*7. Una prima possibile obiezione: la registrazione di perdite per tre esercizi consecutivi, avendo un'estensione maggiore rispetto al possibile impatto della crisi pandemica, rimarrebbe indice sufficiente a rivelare una endemica incapacità della società partecipata di reggere in condizioni di autonomo equilibrio. – Prima facie si potrebbe obiettare che il problema poc'anzi sollevato non avrebbe ragione di porsi e che, anzi, non vi sarebbero lacune normative o difetti di razionalità complessiva del sistema meritevoli di una qualche correzione. E ciò per tre diversi ordini di ragioni, di cui si darà qui brevemente conto.*

Un primo ordine di ragioni andrebbe ravvisato nel fatto che il divieto di soccorso finanziario sancito dall'art. 14, comma 5, TUSPP, è circoscritto al caso delle società partecipate che abbiano chiuso in perdita per almeno tre esercizi consecutivi.

Il presupposto che innesca il divieto, dunque, è costruito e descritto in un modo tale per cui non potrebbe mai affermarsi che la (sola) crisi pandemica possa averne generato l'attivazione. La crisi pandemica avrebbe, invero, al più potuto incidere sui risultati dell'esercizio 2020, ma se alle perdite del 2020 si aggiungono quelle già prodottesi negli esercizi 2018 e 2019, ciò significa che le condizioni di squilibrio in cui quella determinata partecipata opera prescinderebbero dalla crisi pandemica, sarebbero ad essa preesistenti e risulterebbero continue e persistenti. La registrazione di perdite nei tre esercizi, dunque, conserverebbe, pur nella peculiarità del momento storico, la propria valenza di indice rivelatore di una incapacità endemica di quell'impresa di reggere in condizioni di autonomo equilibrio.

Ciò sarebbe quindi sufficiente a giustificare la diversità di trattamento normativo e ad impedire in radice soluzioni interpretative di tipo correttivo.

In tale prospettiva, per di più, varrebbe aggiungere che è lo stesso legislatore, nell'ambito dello statuto normativo speciale dell'emergenza, a mostrare di voler circoscrivere le misure straordinarie di favore per la continuità delle imprese a quelle sole, tra esse, che non fossero in condizioni di squilibrio già prima e a prescindere dalla crisi pandemica, come sarebbe testimoniato dalla previsione, di cui all'art. 7 del Decreto Liquidità, che – come si è visto – subordina (e dunque circoscrive) la facoltà di operare la valutazione delle voci di bilancio nella prospettiva della continuazione dell'attività alla condizione che la continuità «risult[i] sussistente nell'ultimo bilancio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020»: il che, in uno con il rilievo precedente, potrebbe costituire argomento sistematico e nello stesso tempo teleologico a conforto di una lettura che escluda la percorribilità di soluzioni interpretative correttive dell'art. 14, comma 5, TUSPP.

8. (Segue): *superamento dell'obiezione: ipotizzabilità di casi nei quali, nonostante l'estensione triennale del presupposto costitutivo della fattispecie, (proprio e solo) la contingenza pandemica potrebbe aver contribuito, in modo decisivo ed esclusivo o in modo concorrente, al suo perfezionamento.* – A ben vedere, tuttavia, si tratterebbe di obiezione che “prova troppo” e che non reggerebbe a una più attenta analisi.

In primo luogo, la delimitazione operata all'art. 7 del Decreto Liquidità non si riscontra nell'art. 6, che, diversamente dall'art. 7, è quello recante le misure normative che più direttamente (e non già solo per una qualche forma di generica connessione) investono il tema delle perdite e che, quindi, più direttamente entrerebbero in correlazione sistematica con il ragionamento che si sta svolgendo sui presupposti del divieto di soccorso finanziario di cui all'art. 14, comma 5, TUSPP.

Inoltre – ed è questo il rilievo decisivo – possono essere agevolmente individuate delle ipotesi nei quali, nonostante l'estensione triennale del presupposto costitutivo della fattispecie, (proprio e solo) la contingenza pandemica possa aver contribuito al suo perfezionamento (i) quale causa *decisiva ed esclusiva* o (ii) quale causa *concorrente*.

*Sub (i)*: si faccia il caso di una partecipata che avesse chiuso in perdita gli esercizi 2018 e 2019, ma si trovasse tuttavia in una fase di recupero dell'equilibrio, tale per cui, in assenza della crisi pandemica, avrebbe chiuso l'esercizio 2020 (il terzo esercizio del triennio) con un ritorno all'utile o al pareggio. La crisi pandemica, in quest'ipotesi, sarebbe l'unica e decisiva ragione della chiusura in perdita dell'esercizio 2020 e, quindi, l'unica e decisiva ragione del perfezionamento del presupposto (la registrazione di perdite per tre esercizi consecutivi) costitutivo della fattispecie che innescherebbe il divieto di soccorso finanziario.

*Sub (ii)*: si faccia il caso di una partecipata il cui bilancio 2020 dovesse chiudersi in perdita solo a causa della crisi pandemica, senza la quale la chiusura sarebbe stata in utile o in pareggio. In tale ipotesi, ove l'esercizio 2019 si fosse chiuso senza registrazione di perdite, la perdita provocata dalla crisi pandemica innescherebbe l'avvio del possibile triennio, sicché, per evitare il perfezionamento della fattispecie generativa del divieto di soccorso finanziario, alla partecipata rimarrebbero due soli esercizi (2021 e 2022), invece di tre (2021, 2022 e 2023). In termini finanche più marcati, ove fossero state registrate perdite nell'esercizio 2019 a fronte di un 2018 in equilibrio, alla partecipata rimarrebbe la “grazia” di un solo esercizio (il 2021), invece che di ben tre esercizi (2021, 2022 e 2023), atteso che la chiusura in equilibrio del 2020 avrebbe spezzato la consecutività del triennio e quindi azzerato il relativo computo.

In tutti questi casi, dunque, si finirebbe per calcolare, nell'ambito del triennio, anche un esercizio che, per contro, non potrebbe essere considerato (indice) “significativo” di una conclamata endemica (ed endogena) incapacità di quella determinata partecipata di conseguire e conservare un proprio autonomo equilibrio economico<sup>7</sup>.

9. *Una seconda possibile obiezione: l'art. 14, comma 5, TUSPP conterrebbe in sé rimedi sufficienti, senza alcuna necessità di ricorrere ad interpretazioni correttive.* –

<sup>7</sup> E ciò anche a prescindere del tutto dal rilievo che, nei casi *sub (ii)*, non si potrebbe neanche escludere che lo stesso 2021 si chiuda in perdita quale effetto dell'onda lunga presumibilmente generata dalla stessa crisi pandemica.



Un secondo ordine di ragioni per le quali si potrebbe obiettare che non vi sarebbero lacune normative o difetti di razionalità complessiva del sistema meritevoli di una qualche correzione starebbe nella considerazione della più ampia e complessiva portata dell'art. 14, comma 5, TUSPP, dalla quale potrebbe ricavarsi l'impressione che la norma contenga in sé rimedi sufficienti a scongiurare i rischi sopra paventati e a consentire una piena razionalizzazione dell'impianto normativo. I rimedi in questione sarebbero quelli rinvenibili nelle tre ipotesi, espressamente contemplate dalla norma, recanti esenzioni o deroghe al divieto: ipotesi nelle quali – potrebbe astrattamente assumersi – potrebbero trovare agevolmente spazio e collocazione anche e proprio le situazioni contingenti legate alla crisi pandemica.

(i) *Il DPCM*. In particolare, verrebbe in rilievo la deroga che potrebbe essere accordata mediante apposito DPCM: come previsto nel terzo periodo dell'art. 14, comma 5, difatti, «*Al fine di salvaguardare la continuità nella prestazione di servizi di pubblico interesse, a fronte di gravi pericoli per la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico e la sanità, su richiesta della amministrazione interessata, con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con gli altri Ministri competenti e soggetto a registrazione della Corte dei conti, possono essere autorizzati gli interventi di cui al primo periodo del presente comma*». Per di più la norma fa testualmente riferimento a possibili «gravi pericoli per ... la sanità», così evocando, sia pure *ante litteram*, scenari corrispondenti a quelli connessi con la crisi pandemica e in un certo senso confermando la particolare idoneità del rimedio a far fronte a situazioni straordinarie come quella in atto, con possibilità quindi di attingere alla norma nella sua configurazione ordinaria e senza necessità di ricorrere a soluzioni interpretative di tipo “correttivo”.

(ii) *Il piano triennale di risanamento*. Altrettanto potrebbe dirsi per l'ulteriore deroga, contemplata nel secondo periodo dello stesso art. 14, comma 5, a tenore del quale «*Sono in ogni caso consentiti i trasferimenti straordinari alle società di cui al primo periodo, a fronte di convenzioni, contratti di servizio o di programma relativi allo svolgimento di servizi di pubblico interesse ovvero alla realizzazione di investimenti, purché le misure indicate siano contemplate in un piano di risanamento, approvato dall'Autorità di regolazione di settore ove esistente e comunicato alla Corte dei conti con le modalità di cui all'articolo 5, che contempli il raggiungimento dell'equilibrio finanziario entro tre anni*». La soluzione sarebbe quindi quella di predisporre un piano di risanamento che attesti e consenta il recupero, entro un termine di tre anni, di quell'equilibrio che la crisi pandemica avrebbe alterato: una soluzione che per di più potrebbe apparire, non solo sufficiente e adeguata, ma addirittura quanto mai ragionevole e di assoluto equilibrio, giacché in linea con la perdurante applicazione delle norme (del pari non sospese) di cui agli artt. 6 e 14, commi 2-4, TUSPP, dalle quali si ricava un generale dovere degli amministratori di società a controllo pubblico di adottare specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale (art. 6, comma 2) e, qualora emergano, nell'ambito di detti programmi, uno o più indicatori di crisi aziendale, di «adotta[re] senza indugio i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi, di correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, attraverso un idoneo piano di risanamento» (art. 14, comma 2), con la (viepiù significativa) precisazione che «Non costituisce provvedimento adeguato [...] la previsione di un ripianamento delle perdite da parte dell'amministrazione o delle amministrazioni pubbliche socie [...]» (art. 14,

comma 4). Se poi alla fine del triennio il piano non dovesse produrre il risultato sperato e il risanamento non fosse conseguito, quand'anche ciò dovesse essere imputabile all'onda lunga della crisi pandemica, resterebbe il fatto che quella società avrebbe mostrato e mostrerebbe di non essere più in grado di reggere in condizione di autonomo equilibrio, sicché la *ratio* del divieto di soccorso finanziario sarebbe in ogni caso riscontrabile, essendo a quel punto irrilevante il ruolo che la crisi pandemica potrebbe aver avuto su tale esiziale risultato.

(iii) *La perdita del capitale minimo*. Altra esenzione dal divieto di soccorso finanziario è poi quella contemplata dallo stesso primo periodo dell'art. 14, comma 5, nell'inciso in cui si fa «salvo quanto previsto dagli articoli 2447 e 2482-ter del codice civile»: un'esenzione che consentirebbe agevolmente di ovviare proprio alle perdite di maggiore gravità ed impatto, come quelle che condurrebbero alla riduzione del capitale al disotto dello stesso minimo legale o al suo totale azzeramento o addirittura a un patrimonio netto negativo.

10. (Segue): *superamento dell'obiezione: l'inadeguatezza del rimedio dell'autorizzazione governativa a fronteggiare una crisi generalizzata di sistema; l'incapacità del rimedio del piano di risanamento a superare le rilevate aporie del sistema; il paradosso della possibile sterilizzazione della esenzione per il caso di perdita del capitale al disotto del minimo legale*. – Anche questa seconda obiezione, tuttavia, proverebbe troppo e sarebbe insufficiente a dirimere i dubbi sollevati sulla razionalità del sistema.

*Sub (i)*. La deroga costituita dalla possibilità di ricorrere a un'autorizzazione *ad hoc* per il tramite di un DPCM sarebbe invero misura insufficiente a fronteggiare una situazione di crisi generalizzata come quella in atto. E ciò non tanto per il fatto che si tratterebbe di deroga concepita e disciplinata come *extrema ratio*, giacché la straordinarietà dello scenario pandemico potrebbe pacificamente (ed anzi, si direbbe, paradigmaticamente) ascrivere ad ipotesi per l'appunto "estrema", quanto per il fatto che i presupposti per la concessione dell'autorizzazione sono immaginati e riferiti a singole e determinate società e non già alla generalità del sistema. Sicché è proprio il carattere diffuso e generalizzato della straordinarietà degli eventi che connotano la crisi pandemica a poter inficiare (se addirittura ad inceppare) il funzionamento del meccanismo e la sua capacità di far fronte ai pericoli sopra paventati.

E difatti la possibilità di avvalersi di siffatta deroga presuppone che venga percorso un *iter* complesso, che prende le mosse dalla presentazione di un'istanza da parte della singola amministrazione socia (il che già di per sé implica l'espletamento dell'*iter* deliberativo e burocratico ad essa specifico), passa attraverso un concerto tra il Ministro dell'economia e delle finanze e gli altri Ministri competenti, presuppone la formulazione di una "proposta" presentata dagli stessi Ministri all'esito positivo del concerto, si conclude con l'adozione di apposito DPCM e la registrazione della Corte dei Conti: il tutto, per l'appunto, per singola società e non già quale misura collettiva e generalizzata<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Si deve ritenere che la deroga in questione non sia generalizzata, bensì accordabile società per società. Invero, accanto al testo normativo che, riservando all'amministrazione interessata l'istanza al Ministero dell'Economia e delle Finanze, appare già chiaramente orientato in tal senso, si affianca la dottrina che conferma come tale facoltà sia attribuita alla "amministrazione socia" (L. STANGHELLINI, *Sub art. 14*, in G.

Lo stesso riferimento ai gravi pericoli per (la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico o) la sanità è inteso dalla norma in un modo diverso (e in un certo senso capovolto) rispetto a quello che verrebbe qui in rilievo. Nell'attuale contingenza storica, difatti, i gravi pericoli alla sanità sarebbero le ragioni che hanno indotto all'adozione delle misure normative restrittive che hanno a loro volta concorso a generare la crisi economica di sistema e generalizzata. Nella norma, per contro, i gravi pericoli alla sanità sono le conseguenze che potrebbero discendere dalla interruzione della prestazione del servizio di pubblico interesse svolto dalla società per la quale si invoca l'autorizzazione in deroga<sup>9</sup>.

Il che significa altresì che la deroga in questione non sarebbe invocabile con riferimento a qualunque partecipata (per il sol fatto che la sua crisi sia collegata alla sofferenza di sistema cui hanno concorso le misure restrittive adottate per far fronte ai pericoli per la sanità pubblica generati dalla pandemia), ma con riguardo a quelle sole società partecipate che gestiscono servizi di pubblico interesse (e non anche altre tipologie di attività), la cui interruzione potrebbe comportare gravi pericoli per la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico o la sanità. Così, ad esempio, il presupposto ben potrebbe ricorrere con riguardo alle partecipate che gestiscono la raccolta dei rifiuti urbani o il trasporto pubblico locale, ma non anche per le partecipate che gestiscono servizi, pur di natura pubblica e pur di interesse pubblico, ma nella cui interruzione non potrebbero ravvisarsi pericoli della medesima tipologia, come – per limitarsi a un solo esempio su tantissimi – quelli di carattere museale o altri afferenti al settore della cultura; e tanto meno per le partecipate che esercitano attività per le quali sia dubbia e discussa la stessa riconducibilità al novero dei “servizi pubblici” o “di pubblico interesse”, come (nuovamente per un esempio fra tanti), le attività di gestione di fiere e mercati<sup>10</sup>.

*Sub (ii).* Anche la strada del piano triennale di risanamento potrebbe risultare insufficiente e/o non percorribile. E ciò anche a prescindere dal fatto che il piano di risanamento non sarebbe da solo sufficiente, ma dovrebbe accompagnarsi a contratti di servizio o di programma per i quali le risorse fornite alla partecipata dovrebbero legarsi allo svolgimento di servizi di pubblico interesse ovvero alla realizzazione di investimenti. Resterebbe invero dirimente il fatto che potrebbe trattarsi di partecipata che si trovava già ad avervi fatto ricorso a far data dall'esercizio 2018, con un piano di risanamento che avesse previsto il recupero dell'equilibrio entro il 2020 (terzo anno dell'ipotetico piano) e che, per ipotesi, potrebbe essere “saltato” esclusivamente a causa della crisi pandemica. Ci si troverebbe cioè di fronte a una situazione simile a quella delineata nel

---

MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 352), così lasciando intendere che l'eccezione può essere concessa di volta in volta per ciascuna società, su richiesta delle amministrazioni che ne compongono la compagine sociale.

<sup>9</sup> In tal senso, C. D'ARIES, *Sub art. 14*, in C. D'ARIES-S. GLINIANSKI-T. TESSARO (a cura di), *Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*, Rimini, 2016, 137, che, parafrasando il testo della norma, sottolinea che «potrebbero essere autorizzati gli interventi sul capitale e le altre disposizioni [...] laddove si rilevasse l'esigenza primaria di salvaguardare la continuità dei servizi pubblici [...] ovvero di prevenire situazioni di pericolo grave per la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico e la sanità», così ponendo maggiore enfasi sulla finalità della eccezione, volta ad assicurare la prestazione di servizi pubblici senza soluzione di continuità, o meglio volta a prevenire situazioni che possano pregiudicare la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico o la sanità.

<sup>10</sup> Con riferimento all'ammissibilità della deroga in commento per le società dedite al ciclo di rifiuti e ai rischi in termini di igiene e salute pubblica che potrebbero derivare da un loro blocco, si veda F. GOISIS, *Crisi d'impresa di società a partecipazione pubblica*, in F. CERIONI (a cura di), *Le società pubbliche nel testo unico*, Milano, 2017, 418, nota 76.

precedente par. 8: in quel caso si sarebbe trattato di società che aveva chiuso in perdita gli esercizi 2018 e 2019, ma che mostrava un andamento tale per cui avrebbe interrotto il flusso negativo nell'anno 2020, se non fosse intervenuta la crisi pandemica e che si troverebbe costretta oggi a fare ricorso al piano di risanamento per poter ricevere soccorso finanziario in deroga al divieto; nel caso qui prospettato si tratterebbe di società che aveva chiuso in perdita gli esercizi 2015, 2016 e 2017, aveva quindi elaborato un piano di risanamento destinato a concludersi nel 2020, aveva ancora chiuso in perdita gli esercizi 2018 e 2019, ma sarebbe riuscita a completare il percorso di risanamento come da piano triennale se non fosse intervenuta la pandemia.

L'effetto della rigida applicazione dell'art. 14, comma 5, sarebbe allora dirompente. In assenza della crisi pandemica, difatti, nell'ipotesi appena prospettata il piano sarebbe andato in porto e si sarebbe quindi "azzerato" il computo degli "anni consecutivi" che integrano gli estremi della fattispecie, in quanto un'eventuale registrazione di perdite nel 2021 sarebbe stata computabile come primo anno di un nuovo triennio, con il 2020 "anno zero" per effetto del ritorno all'utile o al pareggio. Per effetto (esclusivo e decisivo) della crisi pandemica, invece, la società sarebbe condannata all'estinzione o quanto meno non potrebbe godere del supporto finanziario del socio pubblico. Dalla prospettiva di potersene avvalere per altri tre anni (il nuovo triennio) più tre (di un eventuale successivo piano di risanamento) si passerebbe allo sbarramento di non poterne più godere, con effetto immediato e non più derogabile.

Analogo ragionamento, *mutatis mutandis*, varrebbe anche se la partecipata fosse al primo o al secondo anno del triennio contemplato dal piano di risanamento, potendosi anche qui riproporre gli stessi rilievi svolti sempre nel precedente par. 8 con riguardo a una partecipata che si trovasse al primo o al secondo anno di perdite *ab origine*. Ancora una volta, difatti, la società "perderebbe" uno dei tre anni di "grazia" complessivi.

*Sub (iii)*. Persino la deroga rappresentata dalla necessità, ai sensi degli artt. 2447 e 2482-ter c.c., di far fronte a perdite che abbiano condotto il capitale al disotto del minimo legale – sulla carta più agevole per via dell'automatismo con cui sarebbe applicabile in presenza di perdite che, ancorché estreme per l'impatto sul capitale, rispondono ad ipotesi nondimeno diffuse – potrebbe rivelarsi non acconcia alla soluzione del problema da cui si sono prese le mosse. E ciò per effetto di una sorta di paradosso, che innescherebbe un vero e proprio corto circuito e la più classica eterogenesi dei fini, derivante dalla sospensione delle norme di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c. ad opera dell'art. 6 del Decreto Liquidità: un paradosso sul quale si ritornerà in appresso (*infra*, al par. 21), ma che, appunto, potrebbe di fatto sterilizzare la possibilità di invocare la deroga in questione.

Per di più la deroga sarebbe limitata ai casi in cui la perdita conduca il capitale al disotto le minimo legale e, dunque, non coprirebbe tutte le possibili ipotesi.

11. *Una terza possibile obiezione e il suo superamento: interessi connessi alla finanza pubblica vs. interesse alla conservazione dell'impresa.* – Una terza obiezione che potrebbe essere sollevata *in apicibus* ad ogni ipotesi che volesse cimentarsi nella sperimentazione di possibili interpretazioni correttive del dato normativo sarebbe quella di sostenere che la scala dei valori perseguiti dal sistema sia tale per cui la sopravvivenza delle società a partecipazione pubblica e, quindi, la conservazione delle relative

imprese avverso il rischio dell'estinzione non costituirebbero interessi reputati primari e preminenti, essendo invece recessivi di fronte all'interesse, di rango ad essi superiore, ad evitare una emorragia di risorse finanziarie pubbliche. Di tal che, pur a fronte del pericolo che la crisi pandemica possa portare a quelle alterazioni, cui si è fatto riferimento nei precedenti paragrafi, del meccanismo con cui ordinariamente opererebbe la norma e si comporrebbero i relativi presupposti, la "perdita" di società ed imprese pubbliche che deriverebbe quale conseguenza unica o concorrente della crisi medesima non sarebbe valutabile come una assoluta incongruenza (sul piano sistematico o assiologico), giacché, pandemia o meno, in ogni caso prevarrebbe il diverso (ed opposto) interesse ad evitare che l'estinzione possa essere scongiurata solo grazie ad interventi finanziari pubblici che si spingano al di là dell'orizzonte temporale stabilito.

Ma anche questa possibile obiezione non coglierebbe nel segno. È, invero, assolutamente pacifico che l'interesse ad evitare una continua emorragia di risorse pubbliche assurga a valore di sistema, ma il rapporto con l'interesse (del pari) generale alla conservazione dell'impresa non potrebbe essere posto in termini di antitesi frontale ed assoluta, come conferma proprio l'eccezione, automatica e generalizzata, che lo stesso art. 14, comma 5, TUSPP, introduce con riguardo al caso che le perdite siano tali da portare a una riduzione del capitale al disotto del minimo legale. L'eccezione si giustifica proprio per il fatto che, in assenza della ricapitalizzazione, la società sarebbe destinata allo scioglimento: il che darebbe supporto proprio all'ipotesi contraria, ovvero sia che, stando all'ordine dei valori perseguiti dal sistema, laddove l'interesse generale ad evitare emorragie di risorse pubbliche si dovesse trovare in frontale contrapposizione con l'interesse alla sopravvivenza dell'impresa, sarebbe quest'ultimo a prevalere sul primo. Ed è viepiù significativo il fatto che, diversamente dalle eccezioni contemplate nei periodi successivi dello stesso art. 14, comma 5, qui l'esenzione è automatica e generalizzata, non essendo subordinata né all'adozione di un piano di risanamento, né alla condizione che la società gestisca servizi di pubblico interesse e/o che gli stessi siano di rilevanza tale per cui la loro interruzione possa arrecare gravi pericoli alla sicurezza pubblica, all'ordine pubblico o alla sanità<sup>11</sup>.

*12. Le prime reazioni: la sollecitazione di interventi normativi correttivi; l'invocazione di interpretazioni correttive, informate a criteri di ragionevolezza.* – Superate le possibili obiezioni iniziali, risulta dunque confermato che l'assenza di misure di sospensione, deroga o adattamento del divieto di soccorso finanziario di cui all'art. 14, comma 5, TUSPP espone il sistema al rischio di innescare un vero e proprio corto circuito, ovvero sia di tradursi in un ostacolo che impedirebbe di salvare società a parteci-

---

<sup>11</sup> Nella stessa legislazione emergenziale, poi, sono contenute anche disposizioni con le quali sono previste forme di "ristoro" in favore degli enti locali per le "perdite di gettito" intese come minore entrate e maggiori spese conseguenti agli effetti dell'emergenza sanitaria [v. il "Fondo per l'esercizio delle funzioni fondamentali degli Enti Locali", di cui all'art. 106, d.l. 19 maggio 2020, n. 34 ("Decreto Rilancio Italia"), conv. con modif. dalla legge 17 luglio 2020, n. 77, e all'art. 39, d.l. 14 agosto 2020, n. 104 ("Decreto Agosto"), conv. con modif. dalla legge 13 ottobre 2020, n. 126], e nelle quali si ritiene che possano trovare collocazione anche le maggiori spese che possano essere discese da interventi di sostegno in favore di partecipate che abbiano sofferto perdite quale conseguenza diretta, appunto, della crisi pandemica: sul punto cfr. N. TONVERONACHI-G. VANNI, "Covid-19": "Fondone" e perdite delle Società partecipate certificabili, in [www.entilocali-online.it](http://www.entilocali-online.it).

pazione pubblica dal rischio di estinzione pur allorquando la sopravvivenza sia stata pregiudicata in via esclusiva o determinante dagli effetti della crisi pandemica.

Le reazioni che tale situazione ha suscitato sono state allora di due tipi: quella di sollecitare un intervento correttivo da parte del legislatore, esortando a dettare norme *ad hoc* volte ad evitare i rischi sopra paventati; e quella di tentare la via di una interpretazione/applicazione correttiva, informata a criteri di ragionevolezza.

Nel primo senso si è espressa la stessa “task force Colao”<sup>12</sup>, oltre all’ANCI e al CNDCEC<sup>13</sup>, oltre a quella parte degli interpreti che hanno evidentemente reputato che non vi siano spazi per letture correttive del dato normativo o che, pur non escludendolo, sono giustamente convinti che una soluzione di taglio legislativo presenterebbe comunque il vantaggio di essere soluzione dotata del sigillo normativo, frutto di opzioni chiare di politica legislativa ad opera di chi ne ha la corrispondente investitura e la connessa responsabilità politica, univoca e chiara nel contenuto e nelle condizioni e quindi esente dalle incertezze che sono invece tipicamente connaturate alle soluzioni di taglio (meramente) interpretativo.

Nel secondo senso si è espresso ancora il CNDCEC, che ha invocato la necessità di adottare comportamenti improntati a ragionevolezza, tenendo conto delle peculiarità della situazione straordinaria connessa alla crisi pandemica<sup>14</sup>.

Nei paragrafi seguenti, allora, si cercherà di verificare se all’ipotesi, invero suggestiva, di un’interpretazione correttiva possa attribuirsi una veste dotata di una propria dignità sistematica e se, quindi, al di là della ragionevolezza, la stessa possa assurgere a soluzione dotata di un proprio solido fondamento ermeneutico.

13. *I possibili itinerari interpretativi “correttivi”*: A) la “sospensione tacita” dell’intera norma; B) la sospensione del solo computo del 2020 nel calcolo del triennio. – Le soluzioni che sarebbero astrattamente ipotizzabili per pervenire a una razionalizzazione della norma e del sistema parrebbero essenzialmente due: A) quella di invocare una “sospensione tacita” (quasi una sorta di abrogazione temporanea tacita) dell’art. 14, comma 5, TUSPP; B) o quella di una sospensione del termine triennale dalla stessa contemplato, tanto se riferito al calcolo del triennio “iniziale” (ovverosia dell’arco temporale dopo il quale si perfezionano gli estremi che fanno scattare il divieto di soccorso finanziario), tanto se riferito al computo del triennio “successivo”, di cui all’eventuale piano di risanamento cui la società dovesse eventualmente aver fatto ricorso e che fosse quindi in corso di attuazione.

La prima ipotesi consisterebbe nella temporanea disapplicazione dell’intera disciplina di cui all’art. 14, comma 5, TUSPP e, dunque, a prescindere dal fatto che i presupposti del divieto si fossero perfezionati già in data antecedente al 2020 e ci si trovasse quindi direttamente nella fase di applicazione *tout court* del divieto o che invece

---

<sup>12</sup>COMITATO DI ESPERTI IN MATERIA ECONOMICA E SOCIALE, *Iniziativa per il rilancio “Italia 2020-2022”*. Rapporto per il Presidente del Consiglio dei Ministri, giugno 2020, 16, reperibile sul sito istituzionale del Governo.

<sup>13</sup>CNDCEC, *L’applicazione ragionata della disciplina della pre-allerta nelle società a controllo pubblico ai tempi del Covid-19*, luglio 2020, 6 ss., reperibile sul sito istituzionale del Consiglio.

<sup>14</sup>CNDCEC, *op. ult. cit.*, 12 ss. e 15.

l'anno 2020 cadesse all'interno del triennio (iniziale o successivo) scaduto il quale il divieto sorgerebbe.

La seconda ipotesi si differenzerebbe dalla prima per una serie di profili. E segnatamente: (i) condurrebbe alla sospensione non già della norma nella sua interezza (e quindi, ma solo eventualmente ed indirettamente, anche del termine), bensì del solo termine e del relativo computo; (ii) troverebbe fondamento non già in una figura giuridica riconducibili all'abrogazione (temporanea) tacita, ma in una interpretazione correttiva del disposto normativo, che conserverebbe quindi anche *medio tempore* pieno vigore, ma sarebbe sottoposto a una lettura evolutiva basata su argomentazioni di ordine principalmente sistematico, teleologico ed apagogico; (iii) comporterebbe un effetto non necessariamente automatico e generalizzato, ma suscettibile di un'applicazione selettiva e, dunque, solo eventuale e da calibrare sulle condizioni del singolo caso concreto.

14. A) *La "sospensione tacita": il possibile fondamento sistematico e l'ipotesi di ricostruirla come una sorta di "abrogazione (temporanea) tacita"*. – La prima ipotesi, quella della "sospensione tacita", potrebbe apparire, *prima facie*, fantasiosa e del tutto priva del pur minimo fondamento normativo e/o sistematico.

A ben vedere, tuttavia, una dignità concettuale potrebbe esserle in qualche modo accreditata, attraverso la riconduzione a una matrice ricostruttiva comune alla abrogazione, seguendo un ragionamento articolato nei passaggi che saranno qui di seguito esposti.

(i) Prima premessa del ragionamento è che il sistema conosce e disciplina la figura della c.d. "abrogazione tacita": così all'art. 15 disp. prel. c.c., a tenore del quale «Le leggi non sono abrogate che da leggi posteriori per dichiarazione espressa del legislatore, o per incompatibilità tra le nuove disposizioni e le precedenti ...». L'abrogazione delle disposizioni "precedenti" per incompatibilità con le "nuove disposizioni" è, appunto, abitualmente descritta con l'espressione, puramente convenzionale, di "abrogazione tacita", il cui meccanismo di funzionamento consiste nel fatto che l'incompatibilità tra le "nuove" e le "vecchie" disposizioni fa sì che non si potrebbe obbedire nello stesso tempo alle une o alle altre, dovendosi necessariamente obbedire o all'una e non all'altra o viceversa, di tal che non rimarrebbe che disapplicare la disposizione anteriore ed ottemperare a quella di più recente introduzione. Proprio l'incompatibilità tra le due disposizioni, difatti, costituirebbe l'incontrovertibile riprova del fatto che il legislatore successivo non abbia più voluto la disposizione anteriore<sup>15</sup>.

(ii) Seconda premessa del ragionamento è che la "nuova" disposizione ("x"), a sua volta, ben potrebbe essere una disposizione abrogativa di altra precedente ("y"): in tal caso, la relazione che condurrebbe all'abrogazione tacita di una disposizione anteriore ("z") per incompatibilità con la nuova disposizione ("x") sarebbe più complessa e andrebbe descritta come relazione di incompatibilità tra la persistente applicazione della disposizione "z" e l'avvenuta abrogazione della disposizione "y" (in ciò consistendo la portata precettiva della nuova disposizione "x").

<sup>15</sup> R. GUASTINI, *Le fonti del diritto e l'interpretazione*, Milano, 1993, 292 ss.; ID., *Interpretare e argomentare*, Milano, 2011, 113; F. MODUGNO, *Appunti dalle lezioni di teoria dell'interpretazione*, Padova, 1998, 102 ss.; P. CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, 2007, 286.

(iii) Terza premessa del ragionamento sarebbe poi che la volontà di “sospendere” una determinata norma o una determinata disciplina sarebbe in qualche modo equiparabile a una sorta di abrogazione temporanea, se non in senso tecnico e formale, quanto meno in termini di sostanziale identità del risultato, che sarebbe quello per cui, sia pure temporaneamente, quella determinata norma o quella determinata disciplina, che pur tornerebbero ad essere automaticamente applicabili alla scadenza del termine di sospensione, non lo sarebbero *medio tempore*. Durante il periodo in cui la norma o la disciplina sono sospese, cioè, è come se le stesse fossero state espunte dal sistema e, in questa limitata (e, lo si ripete, atecnica) prospettiva, è come se fossero state appunto (sia pure temporaneamente) abrogate<sup>16</sup>.

Fondendo le diverse premesse [(i) + (ii) + (iii)] e facendo ricorso ad una sorta di sillogismo sia pure in tre passaggi, si potrebbe così dare corpo alla figura della stessa sospensione tacita: la volontà del legislatore di sospendere una determinata norma (e dunque di non volerne l'applicazione per un determinato periodo di tempo) costituirebbe nel contempo riprova della volontà di sospendere (ovverosia di non volere) l'applicazione anche di quelle ulteriori disposizioni, pur non espressamente contemplate dalla disposizione sospensiva, la cui perdurante (e ininterrotta) efficacia risulterebbe con essa incompatibile.

Del resto, se è vero che la figura della sospensione tacita non forma oggetto di previsione normativa esplicita, ciò potrebbe forse ascriversi al fatto che la stessa sospensione costituisce ipotesi decisamente più rara nel sistema e nella prassi legislativa, oltre che semplice *species*, appunto, del *genus* abrogazione tacita. Di tal che, nel momento in cui è lo stesso legislatore ad attribuire fondamento normativo espresso all'ipotesi dell'abrogazione per incompatibilità con una disposizione normativa sopravvenuta (la c.d. abrogazione tacita, appunto), sarebbe logica conseguenza quella di riconoscere una dignità concettuale anche alla sospensione tacita, per ragioni, per così dire, “speculari” e di “simmetria sistematica” e per evitare una disparità di trattamento illogica (o irrazionale) di situazioni che presentano evidenti affinità logiche (e funzionali/effettuali).

15. (Segue): *gli ostacoli all'accoglimento di una siffatta soluzione: (i) assenza di una relazione di “incompatibilità” tra la persistente applicazione del divieto di soccorso finanziario e la sospensione della disciplina in tema di riduzione obbligatoria del capitale.* – Come per l'abrogazione tacita, anche la sospensione tacita presupporrebbe una assoluta incompatibilità tra la perdurante e ininterrotta applicazione della norma di cui si invoca la temporanea disapplicazione per tacita sospensione, da un lato, e la disposizione sospensiva, dall'altro.

<sup>16</sup> Cfr. M. PATRONO, voce *Legge (vicende della)*, in *Enc. dir.*, XXIII, Milano, 1973, 922: «di fronte all'effetto abrogativo, la sospensione sembra essere nel contempo qualcosa di più e qualcosa di meno. Sembra essere qualcosa di più, giacché, mentre la norma che subisce abrogazione conserva (nella normalità dei casi) la propria efficacia sulla serie dei rapporti nati nel suo vigore [...], viceversa la norma sospesa perde (in molti casi), ogni vigore e, nel periodo di quiescenza, versa in uno stato di totale disapplicazione quasi fosse inesistente. D'altra parte sembra essere qualcosa di meno giacché, mentre l'abrogazione ha carattere definitivo, così la sospensione come la vigenza dell'eventuale disciplina eccezionale che subentra alla norma (o alla serie di norme) sospesa hanno carattere naturalmente transitorio, per cui quest'ultima riacquista ogni sopito vigore alla scadenza del termine prefisso». In senso analogo pare orientato pure F. MODUGNO, voce *Norma giuridica (teoria generale)*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 385.



Facendone applicazione al caso che qui occupa, dovrebbe quindi assumersi che il rapporto tra le disposizioni del codice civile oggetto di sospensione (le disposizioni “y”, recanti l’obbligo di improcrastinabile riduzione del capitale per perdite) e le disposizioni di cui all’art. 14, comma 5, TUSPP (le disposizioni “z” sul divieto per le pubbliche amministrazioni di prestare soccorso finanziario alle proprie partecipate che versino in condizioni di perdita reiterata) sia tale per cui l’abrogazione o, rispettivamente, la sospensione delle prime (sancita con la “nuova” disposizione “x” di cui all’art. 6 del Decreto Liquidità) dovrebbe (necessariamente) comportare la tacita abrogazione o, rispettivamente, la tacita sospensione anche delle seconde, per incompatibilità della loro perdurante vigenza con il nuovo regime. Dovrebbe cioè assumersi che la perdurante applicazione del divieto di soccorso finanziario alle partecipate pubbliche sarebbe incompatibile con la disapplicazione delle disposizioni codicistiche sulla riduzione obbligatoria del capitale per perdite.

Ebbene, è proprio tale incompatibilità che non sarebbe ravvisabile in concreto, atteso che tra i due regimi normativi non sarebbe affatto rinvenibile un nesso di “indissolubile legame”, né in termini di stretta dipendenza dell’uno rispetto all’altro, né finanche di mera connessione, se non per un solo e non decisivo profilo (quello relativo alla esenzione dal divieto in presenza di perdite che inneschino l’applicazione degli artt. 2447 e 2482-ter c.c.).

A tal fine, pare decisivo il rilievo per cui tra i due ordini di previsioni normative (i) non ricorre una benché minima convergenza o omogeneità della *ratio* sottostante e, conseguentemente, (ii) non vi è coincidenza nell’area soggettiva di riferimento, (iii) non vi è coincidenza di fattispecie e, dunque, di presupposti oggettivi applicativi (iv) ed è diverso l’oggetto stesso della disciplina o, se si vuole, sono diverse le situazioni giuridiche soggettive passive che ne discendono.

*Sub (i).* La *ratio* dell’art. 14, comma 5, TUSPP non è omogenea, neanche parzialmente, e tanto meno identica, con quella delle norme codicistiche sulla riduzione obbligatoria del capitale.

Nel codice civile la *ratio* si ricollega, da un lato, agli interessi generali sottesi alla disciplina del capitale e della sua “integrità” e, dall’altro, ad un interesse «proprio ed anzi esclusivo» dei soci in quanto tali a mantenere il tipo originario e a reperire per tempo risorse sufficienti da impiegare per raggiungere siffatta finalità<sup>17</sup>. Sicché i soci sono liberi di ricapitalizzare e senza limiti, pur a fronte di società che, in assenza di ripetuta ricapitalizzazione, fossero incapaci di conservare un proprio autonomo equilibrio economico: l’interesse dei terzi non ne risulterebbe in alcun modo pregiudicato e, anzi, l’iniezione di nuovo capitale di rischio sarebbe per essi solo conveniente.

Nel TUSPP, per contro, la *ratio* è quella di evitare che vengano tenute artificiosamente in vita imprese prive di una capacità di procedere in condizioni di autonomo equilibrio economico, al fine ultimo di evitare che la loro sopravvivenza si regga solo sull’assistenza finanziaria prestata a carico di risorse pubbliche, che verrebbero così “bruciate” attraverso una loro sistematica erogazione senza alcuna prospettiva concreta di ricondurre l’impresa in condizioni di economicità ed autosufficienza<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> In questi termini, cfr. G. FERRI JR., *Struttura finanziaria dell’impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 779; G.A.M. TRIMARCHI, *L’aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, 6 ss.

<sup>18</sup> V. DONATIVI, *op. cit.*, 310 s. e 313; L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 333; e da ultimo F. BARBAGALLO,

*Sub (ii)*. L'ambito soggettivo dell'art. 14, comma 5, TUSPP è (pertanto) riferito a tutte le società a partecipazione pubblica (quand'anche non a controllo pubblico), quale perimetro di riferimento di una disciplina concepita come speciale (o eccezionale) rispetto alla disciplina generale (o regolare) di diritto privato (societario) comune. Ed anzi, più precisamente, premessa l'individuazione di tale ambito soggettivo e in uno con i presupposti oggettivi, la norma si indirizza esclusivamente ai soci pubblici, ben potendo eventuali soci privati della medesima società farsi autonomamente carico di forme di soccorso finanziario pur precluse ai soci pubblici<sup>19</sup>.

*Sub (iii)*. Le stesse "fattispecie" sottese alle due discipline, e con esse i presupposti oggettivi che ne innescano l'applicazione, sono tutt'altro che coincidenti.

Nel codice civile il presupposto è il verificarsi di perdite per oltre un terzo del capitale, con una articolazione tra due sub-fattispecie a seconda che si scenda o meno al disotto del minimo legale. Nel TUSPP il presupposto è la registrazione di perdite di esercizio (e non necessariamente di perdite di capitale e tanto meno necessariamente di perdite di capitale oltre una determinata soglia e/o con diminuzione del capitale stesso al disotto del minimo legale)<sup>20</sup>.

Ed ancora: nel codice civile, la fattispecie presuppone una *fotografia* riferita a un qualsiasi momento nel corso di un singolo esercizio, essendo del tutto irrilevante il fatto che una analoga situazione si fosse o meno prodotta anche negli esercizi precedenti; nel TUSPP, invece, la fattispecie presuppone un *film* riferito a più esercizi (segnatamente, a tre esercizi consecutivi), sicché la perdita (d'esercizio) innesca il presupposto normativo solo a condizione che una analoga situazione si fosse verificata anche nei due esercizi precedenti e possa, quindi, reputarsi reiterata e tale da assurgere ad indice di una incapacità della partecipata di reggere in condizioni di autonomo equilibrio economico.

*Sub (iv)*. La disciplina si indirizza su profili differenti, atteso che dalla normativa codicistica discendono un *obbligo* di procedere alla riduzione del capitale e, nei casi di cui agli artt. 2447 e 2482-ter, un *onere* di ricapitalizzazione quale misura con cui evitare lo scioglimento della società (oltre al *dovere* per gli amministratori di procedere con tutti gli incumbenti relativi alla convocazione dell'assemblea e/o alla presentazione di un'istanza al tribunale per la riduzione giudiziale del capitale e/o agli adempimenti e ai comportamenti connessi allo scioglimento della società e alla sua messa in liquidazione<sup>21</sup>); dal TUSPP discende un *divieto* di ricapitalizzazione (e, più in generale, di erogazione di qualunque altra forma di soccorso finanziario) a carico dei soci pubblici. Limitando l'angolo visuale al solo profilo della ricapitalizzazione, dunque, si contrappongono un *onere* (nel codice civile) a un *divieto* (nel TUSPP) e, dunque, due situazioni giuridiche tra loro non solo disomogenee, ma persino antitetiche.

Lo stesso oggetto della disciplina diverge per il fatto che nel codice civile l'unica

---

L'articolo 14, comma 5, del Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica: una norma di finanza pubblica, in [www.public-utilities.it](http://www.public-utilities.it), 15 dicembre 2020.

<sup>19</sup> V. DONATIVI, *op. cit.*, 319 ss. e 329 ss.; L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 346 s.

<sup>20</sup> L. STANGHELLINI, *op. cit.*, 347 s.

<sup>21</sup> Nel senso che il venir meno dell'equilibrio economico-finanziario che pregiudichi la possibilità della continuità aziendale possa qualificarsi come causa di impossibilità sopravvenuta di conseguire l'oggetto sociale cfr., su tutti, O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 49.

operazione disciplinata è quella dell'aumento (accanto alla riduzione) del capitale quale misura per evitare lo scioglimento della società, mentre nel TUSPP oggetto del divieto è qualsiasi forma di soccorso finanziario, a prescindere dallo strumento utilizzato e, dunque, quand'anche attuato mediante mezzi diversi dalla ricapitalizzazione.

Naturalmente tutti i singoli profili sono tra loro intrecciati, nel senso che è proprio la peculiarità della *ratio* sottesa all'art. 14, comma 5, TUSPP [profilo *sub (i)*] a giustificare la delimitazione soggettiva dell'area di applicazione alle sole società partecipate pubbliche e, anzi, ai soli soci pubblici di quelle partecipate [profilo *sub (ii)*], a spiegare l'individuazione dei presupposti oggettivi in termini per alcuni aspetti più ampi (tutte le perdite di esercizio e non solo quelle di capitale) e per altri aspetti più stretti (solo perdite reiterate per almeno tre esercizi consecutivi) rispetto a quelli della disciplina codicistica [profilo *sub (iii)*], nonché a rendere ragione del diverso orientamento dei relativi precetti (*divieto* vs. *onere* di ricapitalizzazione) e la diversa estensione dei precetti medesimi (riduzione e contestuale aumento del capitale vs. divieto di qualsiasi forma di soccorso finanziario anche diversa dalla ricapitalizzazione) nei due plessi normativi [profilo *sub (iv)*].

16. (Segue): (ii) *La sospensione tacita come rimedio non corretto (inadeguato “per eccesso”) e non efficace (inadeguato “per difetto”) rispetto all’obiettivo cui dovrebbe tendere.* – La “sospensione tacita”, inoltre, sarebbe rimedio non corretto (poiché inadeguato “per eccesso”) e non efficace (poiché inadeguato “per difetto”) rispetto all’obiettivo cui dovrebbe tendere, ovvero sia rispetto al fine di rimuovere il difetto di razionalità complessiva del sistema conseguente al mancato adattamento della disciplina speciale dettata dal TUSPP in materia di divieto di soccorso finanziario.

La ragione per cui si tratterebbe di rimedio non corretto (e inadeguato per eccesso) starebbe nel fatto che una sospensione integrale *tout court* dell'intero art. 14, comma 5, TUSPP porterebbe al risultato che per l'anno 2020 il divieto di soccorso finanziario non opererebbe, come se la norma fosse stata interamente (e sia pure temporaneamente) abrogata: il che varrebbe, dunque, anche per società per le quali il presupposto del divieto si fosse già perfezionato per aver chiuso in perdita gli esercizi 2017, 2018 e 2019 o per aver fallito un piano di risanamento il cui triennio si fosse chiuso, senza il risultato del ritorno all'equilibrio, nel 2019. In tal modo, invero, sarebbe come concedere una sorta di amnistia o di grazia collettiva, con assegnazione di un “premio” che, per tali società, non troverebbe alcuna giustificazione nella crisi pandemica (l'incapacità di recuperare un proprio autonomo equilibrio economico era già conclamata e risultava da indici perfezionatisi in epoca anteriore).

Per di più, una volta che si dovesse assumere che l'intero art. 14, comma 5 (e non già il solo computo dei termini) debba reputarsi temporaneamente abrogato (*recte*, *sospeso*) per il 2020, la sua reviviscenza a far data dal 1° gennaio 2021 dovrebbe allora comportare che da quella data la norma entrerebbe in gioco alla stregua di una “nuova” disciplina. E, ciò premesso, si sarebbe dinanzi a due alternative, ciascuna delle quali condurrebbe a soluzioni per le quali il rimedio in questione risulterebbe nuovamente sproporzionato, per eccesso o per difetto, a seconda della soluzione prescelta.

La prima alternativa sarebbe quella di ritenere che, trattandosi di nuova disciplina e dovendosene evitare un'applicazione in qualche modo “retroattiva”, il computo dei

“trienni” (tanto quelli iniziali, tanto quelli relativi ad eventuali piani di risanamento cui si fosse fatto in precedenza ricorso come misura in deroga in epoca anteriore al 2020) sarebbe azzerato per tutte le partecipate e il 2021 diverrebbe, per tutte, un nuovo “anno zero” (o meglio, il 2020 sarebbe l’anno zero e dal 2021 si ricomincerebbe a contare da uno). Si ripartirebbe da capo, cioè, per tutte le partecipate, incluse quelle che fossero al quarto, quinto o sesto anno consecutivo di perdite, per aver chiuso in perdita un primo triennio e fatto poi ricorso al piano di risanamento in deroga. Il che, nuovamente, apparirebbe come una grazia palesemente eccessiva e ingiustificata, giacché sproporzionata rispetto all’obiettivo da cui si sono prese le mosse.

Quand’anche, al contrario, si ritenesse di optare per l’opposta alternativa e di ritenere che, una volta cessata la sospensione, la norma operi come se non fosse mai stata sospesa, allora la sproporzione si manifesterebbe per difetto, in quanto per le partecipate che avessero chiuso in perdita il 2020 a causa (esclusiva o determinante) della crisi pandemica si avrebbe a disposizione un anno in meno rispetto ai tre (o, rispettivamente, ai tre più tre del piano di risanamento) normalmente fruibili per dimostrare che non ricorra una situazione di endemica incapacità di reggere in condizioni di autonomo equilibrio.

17. B) *La sospensione del termine triennale: ancora su talune possibili obiezioni “in apicibus” e sul loro superamento.* – Ben diversi sarebbero gli esiti del secondo itinerario interpretativo, il cui approdo consisterebbe nella sospensione del solo termine triennale, ovvero sia la mancata considerazione del 2020 nel computo dei tre anni che andrebbero ad integrare il presupposto generatore del divieto di soccorso finanziario o dei tre anni del piano di risanamento che fosse stato adottato quale misura legittimante la deroga dopo un primo triennio consecutivo di perdite. Il computo riprenderebbe, dunque, dal 2021, non già ricominciando da zero, bensì proseguendo dal numero progressivo cui, per ciascuna società partecipata, si fosse giunti fino al 2019 incluso.

Per dare corpo a tale soluzione si dovrebbe, beninteso, assumere che la scelta di politica legislativa effettuata con la legislazione emergenziale di sospendere le norme sulla riduzione obbligatoria del capitale e sullo scioglimento conseguente alla mancata ricapitalizzazione testimonierebbe della anteponizione dell’interesse generale alla conservazione dell’impresa sugli interessi dei terzi oggetto di ordinaria protezione attraverso la disciplina del capitale; che quindi l’interesse alla conservazione dell’impresa, in questo particolare momento storico e in ragione della peculiarità del contesto economico e normativo, sarebbe considerato preminente rispetto ad altri interessi generali che pure, a regime ordinario, prevarrebbero, in caso di conflitto, sul primo; e che analogo capovolgimento di valori dovrebbe quindi valere anche tra interesse alla conservazione dell’impresa e interesse generale ad evitare emorragia di risorse pubbliche in favore di imprese in perdita reiterata.

Una prima obiezione, che potrebbe astrattamente essere mossa *in apicibus*, al punto da bloccare in radice tale itinerario interpretativo, è stata già esposta e confutata al precedente par. 11.

Altra obiezione da superare, anche questa *in apicibus*, sarebbe quella per cui la diversità degli interessi protetti dalle norme del codice civile sul capitale e dalle norme del TUSPP sul soccorso finanziario sarebbe tale per cui non si potrebbe affermare che il ribaltamento dei valori e dell’ordine di priorità con cui viene attribuita protezione nel

conflitto tra interesse alla conservazione dell'impresa e interessi protetti dalla disciplina del capitale sociale debba pedissequamente riprodursi senz'altro anche nella soluzione del conflitto tra interesse alla conservazione dell'impresa e interessi connessi al risparmio di risorse pubbliche.

Ma sempre al par. 11 si è avuto modo di rammentare come sia lo stesso art. 14, comma 5, TUSPP, a prevedere che, nelle ipotesi di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c., il divieto di soccorso finanziario venga disapplicato: l'eccezione in questione, difatti, testimonia in modo inequivocabile di come, in caso di conflitto frontale tra interesse alla conservazione dell'impresa (nella specie, ad evitare scioglimento e messa in liquidazione della società) e interesse al risparmio di risorse pubbliche, il secondo ceda il passo al primo e rimanga quindi interamente sacrificato sull'altare della sopravvivenza della società e, con essa, dell'impresa.

L'obiezione in esame, per di più, potrebbe essere superata anche sulla scorta di un ulteriore e diverso ordine di ragioni.

Segnatamente, dagli artt. 6 e 7 del Decreto Liquidità (ma in parte, per quanto si è detto, persino dall'art. 5) pare consentito ricavare un principio generale, per il quale il legislatore dell'emergenza mostra di voler neutralizzare gli effetti della crisi pandemica sulla possibilità dell'impresa societaria di sopravvivere quand'anche la crisi pandemica avesse condotto all'azzeramento del capitale sociale e/o ne avesse messo a repentaglio la continuità aziendale. Naturalmente la sopravvivenza in concreto dell'impresa non potrà che dipendere da fattori economici e fattuali, non essendo sufficiente la mera sospensione di determinate norme o la possibilità di derogare ai criteri di valutazione di bilancio. Ma ciò su cui le norme in questione intendono intervenire e intervengono è la neutralizzazione degli effetti della crisi pandemica sul funzionamento di disposizioni la cui pedissequa applicazione avrebbe potuto condurre all'estinzione dell'impresa.

Se ciò è vero, allora, la neutralizzazione in questione dovrebbe valere per tutte le disposizioni che, per una ragione o per l'altra, sanciscono un regime tale da condurre, in combinazione con una perdita di autonomo equilibrio (oggi presumibilmente indotta dalla crisi pandemica), all'estinzione dell'impresa. Beninteso, a condizione, appunto, che l'effetto estintivo sia conseguenza di una situazione di squilibrio conseguente alla crisi pandemica e tale da integrare i presupposti di una fattispecie innescante una disciplina che porterebbe, direttamente o indirettamente, all'estinzione dell'impresa.

18. (Segue): *la sospensione del termine come possibile risultato di un'interpretazione teleologicamente, costituzionalmente e sistematicamente orientata, con ulteriore possibile supporto anche in chiave apagogica.* – Superate le possibili obiezioni preliminari, possono essere allora sinteticamente esposte le argomentazioni, di ordine “sistematico”, “teleologico” e “apagogico”, che potrebbero fungere da supporto alla soluzione interpretativa “correttiva” che si è sopra delineata.

Come si è detto, invero, ad accogliere tale impostazione, e diversamente dall'ipotesi della sospensione tacita, l'art. 14, comma 5, TUSPP continuerebbe ad essere a tutti gli effetti vigente nella sua piena portata precettiva, ma sarebbe semplicemente sottoposto a una (parzialmente) diversa interpretazione: un'interpretazione in chiave “evolutiva”, giustificata attraverso un processo ermeneutico più sofisticato e articolato.

La (parzialmente) diversa interpretazione verrebbe difatti giustificata e argomentata

alla luce del diverso assetto degli interessi finali protetti e dell'ordine di priorità dei valori perseguiti dal sistema (secondo un criterio di matrice teleologica/assiologica), quale emerge dalla evoluzione del sistema stesso ad opera della legislazione dell'emergenza (secondo un criterio di stampo sistematico/evolutivo); e godrebbe di un ulteriore supporto in un contesto ermeneutico di ordine "apagogico", inteso al fine di scongiurare il rischio che una diversa lettura (non evolutiva, ma basata sul dato meramente letterale e formale) possa condurre a conseguenze addirittura divergenti, se non incompatibili, con il quadro degli interessi e dei valori che il sistema normativo pone attualmente in primo piano, così contribuendo al prodursi di effetti irragionevoli e di conseguenze in questo senso "assurde", nel senso di "illogiche" e/o "irragionevoli" e/o in ogni caso incompatibili (e in collisione) con le finalità del sistema.

Il risultato, come ripetutamente anticipato, sarebbe di sospendere non già l'intera norma, ma solo il termine, ovvero sia il computo del termine triennale (iniziale o del secondo triennio connesso all'adozione di un eventuale piano di risanamento come misura in deroga).

In particolare e più diffusamente, le argomentazioni spendibili sarebbero articolate come segue.

(i) Il risultato cui si perviene sarebbe conseguenza di una *interpretazione teleologicamente orientata*. In tale prospettiva, si tratterebbe di lettura che:

(i-a) non si porrebbe in contrasto con la *ratio* dell'art. 14, comma 5, TUSPP e, anzi, la asseconderebbe, evitando un risultato applicativo che ne tradirebbe altrimenti il senso e non corrisponderebbe alla ragione giustificatrice del divieto. E difatti la *ratio* della norma del Testo Unico è che la chiusura reiterata in perdita per tre anni consecutivi e/o il mancato ritorno in equilibrio entro l'arco temporale triennale contemplato da un piano di risanamento successivo a un primo triennio di perdite sono considerati *indici normativi* sufficienti ad attestare, quasi generando una sorta di *presunzione legale*, che quella determinata impresa non è in grado di sopravvivere in condizioni di autonomo equilibrio. Ma le perdite generate nel 2020 non potrebbero concorrere a svolgere quel ruolo di "indici" e di contribuire a dare corpo a quella "*presunzione legale*", ché, anzi, sarebbe ragionevole accedere a una presunzione di segno esattamente rovesciato e contrario. La *presunzione legale* che scaturisce dalla legislazione dell'emergenza, difatti, è piuttosto nel senso che le perdite generate nel 2020 (si presume che) siano dovute alla crisi pandemica e non a cause (strutturali o funzionali) endogene, interne alla società;

(i-b) si porrebbe viepiù in linea di piena coerenza con la *ratio* che ispira la legislazione emergenziale, quale attestata dalla stessa *Relazione* di accompagnamento al Decreto Liquidità. La *ratio* appare, invero, quella di evitare che la continuità di un'impresa, pregiudicata esclusivamente dalla crisi pandemica e non da ragioni endogene, possa risultare compromessa come conseguenza del concorso della crisi pandemica in uno con l'innescio di meccanismi normativi/formali congegnati sul presupposto di scenari ordinari e che condurrebbero a un risultato falsato se applicati pedissequamente in queste circostanze. Nel caso delle società a partecipazione pubblica e a controllo pubblico, per di più, la continuità dell'attività d'impresa costituisce un valore ancor più meritevole di tutela quantomeno per quelle società che, come accade nella maggior parte dei casi, siano affidatarie di un servizio pubblico la cui interruzione condurrebbe a una lesione di diritti costituzionalmente tutelati degli utenti (si pensi, su tutti, alla libertà di movimento o al diritto alla salute).

(ii) Il risultato cui si pervenirebbe sarebbe altresì frutto di una *interpretazione costituzionalmente orientata*. Si determinerebbe, altrimenti, una disparità di trattamento difficilmente giustificabile tra società pubbliche e società private e tra situazioni che presentano le medesime caratteristiche (la condanna o il concorso alla condanna di un'impresa all'estinzione quale conseguenza del concorso della crisi pandemica assieme all'insorgere di meccanismi di carattere normativo/formale che conducono, senza moratoria, allo scioglimento della società/estinzione dell'impresa). Si determinerebbe, ancora, una situazione tale per cui la norma del TUSPP, non adattata alla peculiarità del momento e ai valori espressi dal sistema normativo emergenziale, finirebbe per non rispondere più allo "scrutinio di ragionevolezza" che dottrina e giurisprudenza costituzionali ritengono condizione cui sarebbe subordinata la stessa legittimità costituzionale di una determinata disciplina<sup>22</sup>.

(iii) Il risultato cui si pervenirebbe sarebbe, ancora, l'esito di una *interpretazione sistematicamente orientata*. Dal coacervo delle norme *lato sensu* "sospensive" (quelle sul capitale, quelle sui criteri di redazione del bilancio e finanche quelle sull'allerta), è invero possibile estrarre un principio generale sotteso alla legislazione pandemica: la disapplicazione di quelle disposizioni che, per una ragione o per l'altra, potrebbero condurre, senza dilazione, alla estinzione di imprese il cui equilibrio sia stato minato (esclusivamente o in modo determinante) dalla crisi pandemica. Applicando il medesimo principio alla disciplina del TUSPP, si tratterebbe, sul piano dei presupposti, di ragionare nel senso che la perdita generata nel 2020, in una società pubblica così come in qualsiasi altra società, potrebbe non essere imputabile a ragioni di inefficienza o di seconomicità endogene alla società, ma essere invece dovuta in modo esclusivo o determinante alla crisi pandemica; e si tratterebbe, sul piano degli effetti, di disinnescare il meccanismo normativo/formale che impedirebbe ai soci pubblici di intervenire in soccorso della partecipata che dovesse trovarsi in sofferenza, appunto, per ragioni dovute (in via esclusiva o determinante) alla crisi pandemica.

19. (Segue): *un ostacolo (e il suo superamento) al pacifico accoglimento dell'interpretazione prospettata: l'ipotesi che si tratti, nella sostanza, di una forma di interpretazione analogica, impedita dal carattere eccezionale e derogatorio del principio oggetto di estensione*. – Nonostante la numerosità e la persuasività delle argomentazioni spendibili a suo supporto, l'ipotesi interpretativa qui prospettata non potrebbe di certo essere considerata sicura (il che, per inciso, rafforza la necessità di invocare comunque un intervento normativo correttivo espresso). Alla stessa, invero, potrebbe essere obiettato che si tratterebbe, nella sostanza, di una sorta di interpretazione analogica, se non nelle forme dell'*analogia legis*, quanto meno in quelle della *analogia iuris*, giacché il perno fondante su cui poggerebbe sarebbe costituito dalla applicazione, al caso di specie, di un principio generale che si è ritenuto di poter estrarre dal complessivo statuto normativo formatosi con la legislazione emergenziale: il principio della neutralizzazione, per l'anno 2020, degli effetti estintivi che potrebbero derivare dal concorso di un fattore fattuale (le perdite o la perdita di continuità indotti dalla crisi pandemica) con un fattore formale (la soggezione a un regime normativo che, calibrato su scenari ordinari,

<sup>22</sup> R. GUASTINI, *Le fonti del diritto e l'interpretazione*, cit., 210 s. e 359 ss.

si tramuta in una sorta di “condanna” all’estinzione indilazionabile dell’impresa quale conseguenza di regole innescate dal perfezionamento di una fattispecie i cui presupposti siano costituiti proprio da quelle perdite o da quella perdita di continuità).

L’ostacolo, allora, sarebbe almeno duplice.

Da una parte, se è vero che ai tre gruppi di norme (sospensione della disciplina sulla riduzione obbligatoria del capitale, possibilità di adottare criteri di valutazione di bilancio in deroga e nella logica comunque della continuità, proroga della data di entrata in vigore delle norme del Codice della crisi sull’allerta) è sottesa una *ratio* comune che sarebbe anche possibile formulare e sintetizzare nella cennata “neutralizzazione”, è anche vero che la stessa appare più facilmente ricostruibile come *ratio legis*, piuttosto che come vero e proprio principio generale<sup>23</sup>.

D’altra parte, quand’anche davvero si trattasse di un vero e proprio principio generale della legislazione emergenziale, lo stesso darebbe corpo a una deroga rispetto alla disciplina ordinariamente applicabile e, dunque, costituirebbe regola, seppur generale di quel microsistema, comunque eccezionale rispetto alla disciplina generale antecedente ed estranea a quel microsistema. Con il che la sua estensione analogica si infrangerebbe sulla barriera dell’art. 14 disp. prel. c.c., con il suo divieto di applicazione analogica.

Ma anche tale ostacolo, per vero, non sarebbe insuperabile.

L’interpretazione qui prospettata, difatti, non consisterebbe affatto nell’applicazione analogica di un principio generale della legislazione emergenziale, ma sarebbe il risultato di un processo interpretativo interamente incentrato sull’art. 14, comma 5, TUSPP, sottoposto a una lettura evolutiva e correttiva già *ex se* teleologicamente e costituzionalmente orientata, oltre che supportata da argomenti di ordine apagogico. L’ulteriore ausilio fornito dagli argomenti di tipo sistematico è, sì, basato sulla considerazione della *ratio* comune a diversi precetti dello statuto normativo emergenziale, ma non nella direzione della applicazione *tout court* di un principio generale, ma piuttosto nel senso di poter trarre conferma che la lettura correttiva prospettata sarebbe altresì coerente con il quadro dei valori emersi dalla più recente evoluzione del sistema.

E tale diversa impostazione, oltre a consentire il superamento della possibile obiezione qui in discorso, reca con sé anche una rilevante conseguenza applicativa, che sarà messa in luce nel prossimo paragrafo.

20. *Una ricaduta applicativa della prospettata interpretazione: la sospensione del termine come misura non automatica, ma selettiva e condizionata.* – Se la soluzione prospettata fosse stata quella dell’analogia, la sospensione (del computo) del termine per il 2020 sarebbe stata allora automatica, in uno con la soluzione adottata nel diritto positivo dell’emergenza pandemica. Avendo invece chiarito che si tratterebbe piuttosto di abbracciare un’interpretazione correttiva ed evolutiva dell’art. 14, comma 5, TUSPP, volta ad evitare che la norma venga applicata in un senso confliggente con la propria stessa *ratio*, con i principi, di rango costituzionale, di uguaglianza e ragionevolezza, con i valori emergenti dal sistema (tanto da quello ordinario e generale, quanto dal micro-sistema normativo della legislazione emergenziale) e tale da condurre a risultati vi-

<sup>23</sup> Sul punto cfr., per tutti, R. GUASTINI, *op. ult. cit.*, 316 s. (in particolare n. 30), nonché 173 ss.



ziati sul piano logico e razionale, la questione dell'automatismo o meno della prospettata sospensione del termine triennale per l'anno 2020 rimane completamente aperta.

Si potrebbe, invero, ipotizzare che il difetto di razionalità e coerenza qui paventato si manifesterebbe per quelle sole partecipate per le quali sia possibile affermare che la chiusura in perdita dell'esercizio 2020 sia dovuta, in via esclusiva o quantomeno determinante, agli effetti della crisi pandemica. Ove, per contro, si trattasse di partecipate che avrebbero in ogni caso chiuso in perdita per una endogena incapacità di conservare un equilibrio nei conti, la sospensione del termine non presenterebbe analoga giustificazione: la crisi pandemica non avrebbe determinato, né concorso in modo decisivo a determinare, lo squilibrio dei conti e dei risultati di bilancio, cosicché non ricorrerebbero ragioni per disapplicare un regime normativo che nella reiterazione delle perdite per un intero triennio ravvisa indici sufficienti a decretare l'incapacità della partecipata di sopravvivere in condizioni di autonomo equilibrio e ne fa discendere, a tutela dei conti pubblici, il divieto di soccorso finanziario da parte dei soci pubbliche amministrazioni<sup>24</sup>.

Certo, in questo modo si introdurrebbe un elemento valutativo foriero di incertezze applicative e intriso di un certo margine di discrezionalità. Ma si tratterebbe di uno scotto da pagare e, per così dire, di una condizione da soddisfare se si vuole evitare che l'interpretazione prospettata si trasformi in una sorta di "grazia" generalizzata e indiscriminata, concessa anche al di là di quanto sarebbe giustificato dalla invocata finalità di "razionalizzazione" (*recte*, di "correzione" delle irrazionalità e delle incoerenze teleologiche, costituzionali e sistematiche di una interpretazione non evolutiva). In sostanza, come un'interpretazione rigidamente letterale e non evolutiva esporrebbe la norma ai paventati difetti di razionalità e di coerenza, allo stesso modo, seppure in termini rovesciati e speculari, una sospensione automatica, generalizzata e incondizionata potrebbe apparire essa stessa viziata sul piano della razionalità e della coerenza e risultare sproporzionata per eccesso rispetto alle finalità correttive che vorrebbero giustificarla.

In ogni caso, a mitigare – se non certo a rimuovere – i margini di incertezza, la soluzione prospettata potrebbe e dovrebbe essere perfezionata e precisata attraverso ulteriori e mirate limature interpretative ispirate alla massima cautela e tali da stare nei confini della "discrezionalità" e della "responsabilità" valutativa, senza sfociare nell'arbitrio e in un corrispondente "vuoto di responsabilità".

A tal fine, allora, una soluzione ragionevole e coerente con l'assetto di allocazione delle competenze e delle responsabilità potrebbe essere quella di reputare che la valutazione spetti in prima battuta agli amministratori della partecipata che intenda beneficiare del soccorso finanziario dei propri soci pubblici; che la valutazione debba essere effettuata in armonia e nel pieno rispetto delle regole che quella partecipata si sarà data nel contesto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati e degli spe-

---

<sup>24</sup> Del resto, come si è visto, nella stessa legislazione emergenziale non mancano disposizioni che del pari introducono regole "selettive", invocabili non già in termini incondizionati e generalizzati, ma esclusivamente su presupposti fattuali che consentano di evitare che i benefici accordati possano essere utilizzati anche al di fuori di un contesto, per così dire, di "meritevolezza" e di razionalità tale da giustificare i relativi trattamenti derogatori e di favore: così, come già rammentato, all'art. 7, comma 1, dello stesso Decreto Liquidità, ove è stabilito che «Nella redazione del bilancio di esercizio in corso al 31 dicembre 2020, la valutazione delle voci nella prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'articolo 2423-bis, comma primo, n. 1), del codice civile può comunque essere operata se risulta sussistente nell'ultimo bilancio di esercizio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020».

cifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale che la società medesima avrà istituito e adottato ai sensi degli artt. 2381 e 2403 c.c. e, ove si tratti di società a controllo pubblico, dell'art. 6, comma 2, TUSPP; che in ogni caso tali valutazioni dovranno essere sottoposte al vaglio dell'organo di controllo; che, ancora, le valutazioni in questione dovranno essere formulate in modo analitico e motivato; e che valutazioni non corrette potrebbero dar luogo, in presenza di ogni ulteriore presupposto (profilo psicologico e danno), a corrispondenti profili di responsabilità (anche erariale, ove l'infondatezza delle stesse dovesse tradursi in un'assistenza finanziaria a questo punto priva di giustificazione da parte dei soci pubbliche amministrazioni).

Del pari, posto che il precetto di cui all'art. 14, comma 5, TUSPP, si indirizza in prima persona alle stesse amministrazioni socie, prima e più ancora che alla società partecipata, sarebbe onere e responsabilità (qui decisamente e senz'altro di natura erariale) del socio pubblico, prima di procedere a qualsiasi forma di intervento finanziario in favore della partecipata, munirsi di tale valutazione e vagliarne la "tenuta", se non attraverso un pieno sindacato di merito (che esulerebbe senz'altro dalla competenza del socio non foss'altro che per l'estraneità dello stesso ai fatti di gestione), quantomeno nel senso di non poter basare il proprio intervento su valutazioni del tutto prive di motivazione o accompagnate da motivazioni *ictu oculi* insufficienti perché palesemente apodittiche o palesemente inadeguate (ad esempio, per manifesta illogicità o contraddittorietà delle conclusioni o dei singoli snodi argomentativi o per la mancanza di nesso logico tra premesse e conclusioni, ecc.).

21. *Una ulteriore notazione: necessità di evitare in ogni caso un'interpretazione dell'art. 6 del Decreto Liquidità in un modo che finisca per rendere illegittimi interventi pubblici di ricapitalizzazione in favore di società che abbiano sofferto perdite tali da condurre il capitale al disotto del minimo legale.* – In caso di mancato accoglimento della proposta interpretativa qui prospettata, occorrerebbe farsi carico di una specifica e delicata questione, cui si è già fatto cenno nel corso della precedente esposizione.

Come si è ripetutamente rammentato, una delle ipotesi nelle quali, ai sensi dell'art. 14, comma 5, TUSPP, il socio pubblico è esentato dal divieto di soccorso finanziario in favore di partecipate che pure abbiano registrato perdite per almeno un triennio consecutivo è per interventi di ricapitalizzazione effettuati per ricostituire il capitale perduto nei casi di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c.

Come del pari anticipato, la *ratio* della previsione sta nel fatto che la ricapitalizzazione è in questo caso consentita al fine di evitare quella che sarebbe altrimenti una causa di scioglimento della società e di conseguente estinzione dell'impresa quale conseguenza della messa in liquidazione.

Ebbene, come si è ripetutamente rammentato, quella causa di scioglimento, assieme all'intera disciplina di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c., è sospesa per l'intero 2020 (art. 6 del Decreto Liquidità). Da qui nasce, appunto, la questione: se la ragione della deroga accordata dall'art. 14, comma 5, TUSPP, fosse davvero tutta e solo nella volontà di consentire che venga evitato lo scioglimento, una siffatta giustificazione, nel corso del 2020, non sarebbe allora invocabile.

Ed è vero – si potrebbe astrattamente obiettare – che a fronte di una perdita integrale del capitale nulla impedirebbe di effettuare comunque la ricapitalizzazione su base

volontaria previa riduzione del capitale nelle medesime forme e adempiendo a tutte le formalità previste per il caso della riduzione obbligatoria<sup>25</sup>. Ma non si potrebbe tuttavia affermare che, così facendo, si starebbe adempiendo a un “onere” al fine di evitare lo scioglimento.

Certo, vi sarebbe ancora lo spazio per sostenere che la formulazione letterale dell'art. 14, comma 5, TUSPP, sarebbe compatibile con l'ipotesi di una ricapitalizzazione volontaria in presenza di perdite oltre un terzo che abbiano condotto il capitale al disotto del minimo legale. Il tenore della norma parrebbe invero, a tale riguardo, sufficientemente ampio e comprensivo, giacché si limita, genericamente, a fare «salvo quanto previsto dagli articoli 2447 e 2482-ter del codice civile». E «quanto previsto» da quegli articoli – potrebbe in tesi assumersi – sarebbe, appunto, sul piano della fattispecie, il verificarsi di perdite di quella entità e di quell'impatto e, sul piano della disciplina, l'obbligo degli amministratori di «senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contestuale aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo ...». Lo scioglimento è, invece, comminato dall'art. 2484, comma 1, n. 4), c.c., a tenore del quale la società si scioglie «per la riduzione del capitale al disotto del minimo legale, salvo quanto è disposto dagli articoli 2447 e 2482-ter». Ed allora, appunto, si potrebbe anche opinare che una ricapitalizzazione effettuata a fronte di una perdita del capitale al disotto del minimo legale, pur non dovuta nel 2020, rientrerebbe in ogni caso entro “quanto previsto” dagli artt. 2447 e 2482-ter c.c.

Del resto, al di là dell'obbligo o dell'onere di legge, una perdita integrale del capitale sociale, in assenza di una (ancorché volontaria) ricapitalizzazione, potrebbe condurre comunque (per ragioni sostanziali di mancanza delle risorse necessarie a darle alimento) a quella estinzione dell'impresa che pure la norma del TUSPP intenderebbe scongiurare.

Né varrebbe, ancora, obiettare che, a fronte di una ricapitalizzazione volontaria, non si starebbe più adempiendo a un dovere legale, ma si sarebbe dinanzi a una libera (e discrezionale, poiché meramente facoltativa) “scelta” del socio. L'obiezione sarebbe invero insufficiente, giacché, a stretto rigore, la ricapitalizzazione nei casi previsti dagli artt. 2447 e 2482-ter c.c. non costituisce un *dovere* dei soci, ma semmai un *onere* per evitare, appunto, lo scioglimento: essa, pertanto, è frutto in ogni caso di una “scelta” discrezionale dei soci medesimi, che ben potrebbero valutare come non conveniente o non sostenibile fornire nuovo capitale a una società che sarebbero liberi di abbandonare al proprio destino liquidatorio.

Per vero, si potrebbe ancora replicare che la scelta sarebbe sì discrezionale, ma pur sempre condizionata dalla prospettiva di evitare lo scioglimento; e che tale prospettiva e la corrispondente condizione (di “onere”, appunto) non sarebbero ravvisabili a fronte della sospensione di quella disciplina codicistica. Ma la replica sarebbe troppo formalistica e poco aderente allo spirito della legge, che è quello di consentire di rimediare al rischio di cessazione dell'attività (*alias*, di estinzione dell'impresa conseguente allo scioglimento della società) conseguente al verificarsi di una perdita integrale del capi-

---

<sup>25</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Commissione Società, Massima n. 191 del 16 giugno 2020, ove alcuni riferimenti bibliografici alla dottrina che si è occupata della questione, cui *adde* anche F. DIMUNDO, *La “messa in quarantena” delle norme sulle perdite del capitale e sullo scioglimento delle società. Note sull'art. 6 del “Decreto Liquidità”*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 21 aprile 2020.

tale: in tale specifica prospettiva e avendo riguardo alla scala dei valori perseguiti dal sistema, pertanto, che l'estinzione possa conseguire al (solo) dato formale dello scioglimento per mancata ricapitalizzazione oppure al dato (formale e sostanziale assieme) dello scioglimento per impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale conseguente al prosciugamento dei mezzi propri non sembra introdurre una differenziazione tale da giustificare una radicale disparità di trattamento delle due situazioni.

Ma la ragione principale per cui non potrebbe accedersi alla lettura qui rigettata starebbe nella necessità di evitare una interpretazione che condurrebbe ad un risultato invero "paradossale", in quanto esattamente opposto e rovesciato rispetto alla *ratio* che sta alla base tanto dell'art. 6 del Decreto Liquidità, quanto, a ben vedere, dello stesso art. 14, comma 5, TUSPP. Concepita con l'obiettivo di salvare le società dal rischio di scioglimento (e di conseguente estinzione dell'impresa) conseguente alla perdita del capitale, la previsione di cui all'art. 6 del Decreto Liquidità condurrebbe invero a un risultato (opposto, rovesciato e pacificamente non voluto) di non consentire alle società a partecipazione pubblica che abbiano sofferto analoga perdita del capitale di evitare l'estinzione dell'impresa che potrebbe conseguire (se non allo scioglimento in senso formale) all'esaurimento (sostanziale) dei mezzi propri: concepita con l'obiettivo di "salvare" determinate società dal rischio di scioglimento a cui sarebbero altrimenti state "condannate", finirebbe per "condannare" le società a partecipazione pubblica a uno scioglimento dal quale avrebbero altrimenti potute essere "salvate"!

E la contraddizione sarebbe non solo con la *ratio* della norma sospensiva, ma anche con lo stesso art. 14, comma 5, TUSPP, che del pari è informato ad analoga finalità. Una vera e propria eterogenesi dei fini, dunque, che finirebbe per innescare un inopinato "corto circuito" e che produrrebbe un effetto gravemente distorsivo, stravolgendo completamente funzione e portata della norma emergenziale e funzione e portata della stessa norma del TUSPP.

Insomma: sarebbe illogico e paradossale che il combinato disposto di due norme, ciascuna delle quali concepita con il fine di scongiurare il rischio dello scioglimento, dovesse essere inteso in un senso che finirebbe per condurre ... proprio allo scioglimento!

## 22. Alcune precisazioni finali. – Da ultimo alcune precisazioni finali.

(i) Una prima precisazione, forse scontata e purtuttavia necessaria per scrupolo di chiarezza e completezza, è che le valutazioni alla base della possibilità di giustificare una sospensione del calcolo dei termini non potranno andare disgiunte dall'adozione di ogni opportuno provvedimento volto a fronteggiare le difficoltà generate dalla crisi pandemica: e ciò anche in ragione del fatto che gli artt. 6 e 14, commi 2, 3 e 4, TUSPP, non sono stati oggetto di sospensione e continuano ad applicarsi appieno ed incondizionatamente, inclusa la disposizione di cui all'art. 14, comma 4, per cui «Non costituisce provvedimento adeguato [...] la previsione di un ripianamento delle perdite da parte dell'amministrazione o delle amministrazioni pubbliche socie [...]»<sup>26</sup>.

Allo stesso modo, dovrà essere prestata la massima cura alla circolazione e alla

---

<sup>26</sup> In tal senso, CNDCEC, *L'applicazione ragionata della disciplina della pre-allerta nelle società a controllo pubblico ai tempi del Covid-19*, cit., 12 ss.

condivisione delle informazioni, delle valutazioni e delle decisioni che i diversi soggetti preposti avranno a disposizione e saranno chiamati ad assumere, ciascuno nell'ambito del proprio ruolo e delle proprie funzioni (aziendali e/o organiche) e, dunque, secondo le proprie competenze e responsabilità.

Occorrerà quindi dedicare un'attenzione e mostrare una sensibilità ancora più marcate di quanto già non sia ordinariamente dovuto alla circolazione dei flussi informativi dagli uffici preposti nell'ambito della struttura organizzativa aziendale verso gli organi delegati, da questi verso l'organo collegiale, dagli amministratori verso gli organi di controllo, nonché (per quanto di rispettiva competenza e, secondo i casi, con le peculiarità anche organizzative connesse all'eventualità che si tratti di società "a controllo pubblico" o ancor più di società "in house") verso gli stessi soci.

Tutto ciò anche al fine di assicurare che le misure che saranno adottate siano frutto di una adeguata ponderazione, che non potrà non dipendere anche e soprattutto dal livello di trasparenza, condivisione ed articolazione dialettica del processo istruttorio, valutativo e decisionale.

(ii) La seconda precisazione è che la conclusione cui si è pervenuti è che, pur in assenza di un quadro di certezza, non mancherebbe la possibilità di seguire un percorso ermeneutico che consenta di correggere quella che sarebbe altrimenti una irrazionalità del sistema e una non compiuta affermazione del principio, che pure ispira lo statuto normativo emergenziale, di anteporre anche ad altri interessi pur generalmente rilevanti l'interesse alla conservazione di imprese per le quali la perdita del capitale, la situazione di crisi o la perdita di continuità aziendale si siano determinate nel corso del 2020 e successivamente all'insorgere della crisi pandemica.

È vero che è stato da più parti auspicato che a tale correzione si pervenga attraverso un intervento normativo specifico; che il legislatore non ha fin qui raccolto tali sollecitazioni; e che, in un periodo di continua e rapida produzione normativa è legittimo porsi il dubbio che l'auspicata "correzione" sia mancata perché non voluta e che, dunque, quello che è qui parso come un difetto di razionalità e di coerenza del sistema conseguente a una mera omissione potrebbe invece essere semplicemente il frutto di una scelta di politica legislativa consapevole. Ma è altrettanto vero che sono mancate prese di posizione ufficiali che confortino questo diverso assunto e che, pertanto, la mancanza di interventi normativi correttivi nulla toglie al ruolo e alla responsabilità che dottrina e giurisprudenza devono assumersi, tanto più in un periodo di straordinaria gravità come quello in corso.

Tutto ciò, merita appunto di essere precisato, non senza unirsi alle voci che sollecitano comunque il legislatore ad intervenire, atteso che una soluzione normativa conserverebbe intatto il proprio valore, non solo sul piano della responsabilità politica, ma anche della univocità e della chiarezza dei precetti (ivi incluse condizioni ed eventuali limitazioni) che si andrebbero ad applicare.

(iii) Infine, vale la pena di rimarcare come la questione interpretativa che ha formato oggetto del presente contributo non si esaurirebbe al 31 dicembre 2020, ma continuerebbe a porsi anche negli anni a venire, tutte le volte in cui si tratterà di stabilire, per ogni singola partecipata, se l'anno 2020 dovrà essere o meno computato nei trienni che terminerebbero, rispettivamente, nel 2021 invece che nel 2022 (se il 2020 dovesse essere calcolato per società che avessero chiuso in perdita nel 2019, 2020 e 2021) o nel 2022 invece che nel 2023 (se il 2020 dovesse essere calcolato per società che avessero

chiuso in perdita nel 2020, 2021 e 2022). E ciò, nuovamente, tanto se il triennio fosse quello iniziale, quanto quello di un eventuale piano di risanamento adottato in deroga al divieto di soccorso finanziario e quindi successivo a un primo triennio consecutivo di perdite.

Ciò premesso, pertanto, il dibattito che si auspica di aver sollecitato e che si spera possa essere continuato anche attraverso critiche, correzioni e, in generale, ogni opportuna ulteriore dialettica, non potrà limitarsi a registrare una questione circoscritta a un periodo di tempo limitato e storicamente cessato con la fine del 2020, ma dovrà proseguire ancora fino a che la questione interpretativa qui sollevata non avrà esaurito la propria portata applicativa.



Finito di stampare nel mese di novembre 2022  
nella Stampatre s.r.l. di Torino  
Via Bologna, 220







## DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

---

### Sezione Monografie

1. R. ALESSI, *I liquidatori di società per azioni*, 1994, pp. XII-236.
2. M. MIOLA, *Le garanzie intragruppo*, 1993, pp. XIV-432.
3. F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, 1995, pp. XII-332.
4. P. PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali ed autonomia statutaria*, 1995, pp. XII-298.
5. L. FARENGA, *La moneta bancaria*, 1997, pp. XIV-234.
6. D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, 1996, pp. XII-288.
7. A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, 1997, pp. XII-284.
8. R. PENNISI, *Attività di direzione e poteri della capogruppo nei gruppi bancari*, 1997, pp. XII-212.
9. A. MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, 1998, pp. XII-292.
10. G. PALMIERI, *Scissione di società e circolazione dell'azienda*, 1999, pp. XII-316.
11. F. GIOIA, *Diritto di marchio e omonimia*, 1999, pp. XIV-214.
12. P. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flot-tanti*, 1999, pp. XII-212.
13. L. PISANI, *Società di persone "a struttura corporativa"*, 2000, pp. XII-208.
14. S. VANONI, *I crediti subordinati*, 2000, pp. XII-276.
15. P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, 2000, pp. XII-512.
16. R. SANTAGATA, *Il gruppo paritetico*, 2001, pp. XII-332.
17. M. RUBINO DE RITIS, *Gli apporti "spontanei" in società di capitali*, 2001, pp. XII-216.
18. A. MIRONE, *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza*, 2003, pp. XII-396.
19. F. BRIOLINI, *I vincoli sui titoli di credito*, 2002, pp. XIV-434.
20. M. CIAN, *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, 2003, pp. XII-212.
21. V. MELI, *Rifiuto di contrattare e tutela della concorrenza nel diritto antitrust comunitario*, 2003, pp. XII-296.
22. E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei re-visorii legali dei conti*, 2003, pp. XVI-400.
23. C. OSTI, *Nuovi obblighi a contrarre*, 2004, pp. XVI-360.
24. A. CETRA, *L'impresa collettiva non societaria*, 2003, pp. XIV-466.
25. R. MANGANO, *La revocatoria fallimentare delle attribuzioni indirette*, 2005, pp. XIV-254.
26. A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze, "abusi" e rimedi*, 2004, pp. XII-276.
27. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, 2004, pp. XIV-478.
28. M. PERRINO, *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, 2005, pp. XX-372.
29. V. GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, 2005, pp. VIII-330.
30. M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, 2006, pp. XIV-402.
31. G.M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle S.p.a.*, 2005, pp. XIV-378.

32. E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 2007, pp. XIV-290.
33. U. MINNECI, *Trasferimento di azienda e regime dei debiti*, 2007, pp. X-198.
34. M. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, 2007, pp. XII-312.
35. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, 2007, pp. XVI-464.
36. D. LATELLA, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, 2007, pp. XVIII-430.
37. F. BRIOLINI, *Le azioni «restitutorie» dei conferimenti in natura*, 2008, pp. XVIII-286.
38. M. CENTONZE, *L'«inesistenza» delle delibere assembleari di s.p.a.*, 2008, pp. XII-260.
39. P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione. Ristampa emendata*, 2008, pp. XII-348.
40. M. RUBINO DE RITIS, *La cointestazione del conto corrente bancario*, 2008, pp. XII-200.
41. V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, 2008, pp. X-310.
42. D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, 2008, pp. X-266.
43. S. VANONI, *Azioni proprie e contratti derivati*, 2008, pp. XIV-314.
44. F. BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, 2008, pp. XIV-274.
45. R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, 2008, pp. XIV-346.
46. G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, 2009, pp. XVI-420.
47. P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote. Seconda edizione*, 2011, pp. XII-380.
48. E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, 2010, pp. XII-232.
49. A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, 2011, pp. XII-276.
50. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, 2011, pp. XII-280.
51. D. ARCIDIACONO, *I prestiti dei soci nelle società di capitali. Seconda edizione*, 2012, pp. XVIII-358.
52. N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, 2012, pp. XVI-264.
53. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.A. quotate*, 2012, pp. XIV-410.
54. C. CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, 2012, pp. XIV-274.
55. M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, 2012, pp. XVI-200.
56. A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, 2012, pp. X-430.
57. S.A. CERRATO, *La clausola compromissoria nelle società. Profili sostanziali*, 2012, pp. XVI-200.
58. E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato. Fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, 2012, pp. XVI-248.
59. A. CETRA, *La persona giuridica amministratore*, 2013, pp. XIV-258.
60. I. KUTUFÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, 2013, pp. XVI-224.
61. A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, 2014, pp. X-174.
62. F. MANCUSO, *Le società emittenti azioni correlate*, 2015, pp. XIV-242.
63. P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Finanziamenti in pool e posizione delle banche*, 2016, pp. XII-420.
64. P. AGSTNER, *Il gruppo cooperativo gerarchico*, 2017, pp. XII-220.
65. L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, 2017, pp. XII-436.
66. M.C. DI MARTINO, *Fusione e soluzioni concordate delle crisi*, 2017, pp. XII-244.
67. C. GARILLI, *Contratto di rete e diritto anti-trust*, 2017, pp. XII-284.
68. C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella S.r.l.*, 2017, pp. XII-348.
69. D. LATELLA, *'Sistema' dei controlli interni e organizzazione della società per azioni*, 2018, pp. XVI-304.
70. P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo e di-*

- ritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a., 2018, pp. XII-244.
71. M. AIELLO, *La competitività nel concordato preventivo. Le proposte e le offerte concorrenti*, 2019, pp. XII-308.
  72. V. CARIELLO, *Comparazioni e interpretazione*, 2020, pp. XII-220.
  73. P. CUOMO, *La contitolarità del brevetto tra cooperazione e concorrenza*, 2020, pp. XIV-402.
  74. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, 2020, pp. XII-388.
  75. G. RUGOLO, *La direzione unitaria nel gruppo bancario cooperativo*, 2021, pp. X-278.
  76. C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, 2022, pp. XII-260.
  77. V. SANNA, *Concordato preventivo e contratti pendenti*, 2022, pp. XVI-320.

## Sezione Raccolte di Studi

1. C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, 2007, pp. XII-356.
2. AA.VV., *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, 2007, pp. XII-180.
3. P. ABBADESSA, F. CESARINI (a cura di), *Sistema dualistico e governance bancaria*, 2009, pp. XIV-222.
4. G. PALMIERI (a cura di), *Temi del nuovo diritto fallimentare*, 2009, pp. XIV-198.
5. AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, 2010, pp. XVI-928.
6. C. IBBA, M.C. MALAGUTI, A. MAZZONI (a cura di), *Le società "pubbliche"*, 2011, pp. XIV-402.
7. AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, 2011, pp. XXII-634.
8. F. BARACHINI (a cura di), *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, 2014, pp. XVI-208.
9. P. ABBADESSA (a cura di), *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, 2015, pp. XII-172.
10. F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico. Quo vadis?*, 2016, pp. VIII-424.
11. C. IBBA, I. DEMURO (a cura di), *Il registro delle imprese a vent'anni dalla sua attuazione*, 2017, pp. XVI-336.
12. F. CESARINI, *I crediti deteriorati nelle banche italiane*, 2017, pp. VIII-112.
13. M.C. MALAGUTI, L. OGLIO, S. VANONI (a cura di), *Politiche antitrust ieri, oggi e domani*, 2017, pp. XX-220.
14. F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, 2018, pp. XVIII-302.
15. E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, 2018, pp. XIV-250.
16. S.A. CERRATO (a cura di), *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, 2019, pp. XX-380.
17. P. ABBADESSA, F. CESARINI (a cura di), *Le metamorfosi del credito cooperativo*, 2019, pp. X-214.
18. G.A. RESCIO, M. SPERANZIN (a cura di), *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, 2020, pp. XVIII-446.
19. F. BORDIGA, WAIS HANNES (a cura di), *Contenuto e limiti dell'autonomia privata in Germania e in Italia*, 2021, pp. XIV-418.
20. M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA (a cura di), *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, 2022, pp. LXVI-2584 (*Tre Tomi indivisibili*).





